



BANCO CENTRAL EUROPEU

RELATÓRIO ANUAL 2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

BANCO CENTRAL EUROPEU

RELATÓRIO ANUAL  
2005

BCE ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEU



## RELATÓRIO ANUAL 2005

Em 2006, todas as publicações do BCE apresentam um motivo retirado da nota de €5.

© Banco Central Europeu, 2006

**Morada**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemanha

**Endereço postal**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Alemanha

**Telefone**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

*Todos os direitos reservados.*

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

*Fotografias:*

*David Farrell*

*Martin Joppen*

*Robert Metsch*

*Constantin Meyer*

*Marcus Thelen*

*A data limite dos dados incluídos neste Relatório foi 24 de Fevereiro de 2006.*

ISSN 1561-4549 (impresso)

ISSN 1725-292X (online)

# ÍNDICE

<b>PREFÁCIO</b>	<b>12</b>	<b>4 ESTATÍSTICAS</b>	<b>115</b>
		4.1 Evolução estatística geral na área do euro	115
		4.2 Estatísticas novas ou melhoradas	116
		4.3 Estatísticas para a avaliação da convergência	117
<b>CAPÍTULO I EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA</b>		<b>5 ESTUDOS ECONÓMICOS</b>	<b>118</b>
<b>1 DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA</b>	<b>20</b>	5.1 Agenda dos estudos	118
<b>2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA</b>	<b>24</b>	5.2 Redes de investigação	120
2.1 Enquadramento macroeconómico mundial	24	<b>6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES</b>	<b>122</b>
2.2 Evolução monetária e financeira	27	6.1 Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	122
2.3 Evolução dos preços	54	6.2 Funções consultivas	122
2.4 Evolução do produto, procura e mercado de trabalho	60	6.3 Administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia	124
2.5 Evolução orçamental	70		
2.6 Taxas de câmbio e evolução da balança de pagamentos	75		
<b>3 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NOS ESTADOS-MEMBROS DA UE NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO</b>	<b>84</b>	<b>CAPÍTULO 3 ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS</b>	
		<b>1 ESTABILIDADE FINANCEIRA</b>	<b>128</b>
		1.1 Acompanhamento da estabilidade financeira	128
		1.2 Cooperação em situações de crise financeira	131
<b>CAPÍTULO 2 OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS</b>		<b>2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS</b>	<b>132</b>
<b>1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO</b>	<b>96</b>	2.1 Questões gerais	132
1.1 Operações de política monetária	96	2.2 Sector bancário	132
1.2 Operações cambiais	102	2.3 Valores mobiliários	133
1.3 Actividades de investimento	102	2.4 Contabilidade	133
<b>2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS</b>	<b>104</b>	<b>3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA</b>	<b>135</b>
2.1 O sistema TARGET	104	<b>4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO</b>	<b>141</b>
2.2 TARGET2	106	4.1 Superintendência de infra-estruturas e sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros	141
2.3 Utilização transfronteiras de activos de garantia	108	4.2 Serviços de pagamentos de retalho	143
<b>3 NOTAS E MOEDAS</b>	<b>110</b>	4.3 Compensação e liquidação de títulos	143
3.1 A circulação de notas e moedas de euros e o processamento de moeda	110		
3.2 Contrafacção de notas e dissuasão da contrafacção	111		
3.3 Emissão e produção de notas	112		

<b>CAPÍTULO 4</b>			
<b>RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS</b>			
<b>I</b>	<b>QUESTÕES EUROPEIAS</b>	<b>148</b>	
1.1	Questões de política	148	
1.2	Questões institucionais	152	
1.3	Evolução e relações com os países aderentes e os países em fase de adesão à UE	153	
<b>2</b>	<b>QUESTÕES INTERNACIONAIS</b>	<b>155</b>	
2.1	Principais desenvolvimentos no sistema monetário e financeiro internacional	155	
2.2	Cooperação com países fora da UE	157	
			1.5 Comitês do Eurosistema/SEBC, o Comité de Orçamento e a Conferência de Recursos Humanos <b>181</b>
			1.6 Gestão <b>182</b>
<b>2</b>	<b>EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL</b>	<b>184</b>	
2.1	Recursos humanos	184	
2.2	Análise da eficácia e da eficiência do BCE	186	
2.3	Novas instalações do BCE	186	
<b>3</b>	<b>DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC</b>	<b>189</b>	
<b>4</b>	<b>CONTAS ANUAIS DO BCE</b>	<b>191</b>	
	Relatório de gestão	192	
	Balanço em 31 de Dezembro de 2005	194	
	Conta de resultados do exercício findo em 31 de Dezembro de 2005	196	
	Políticas contabilísticas	197	
	Notas ao Balanço	202	
	Notas à Conta de Resultados	209	
	Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos	213	
	Relatório de Auditoria	215	
<b>5</b>	<b>BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2005</b>	<b>216</b>	
<b>CAPÍTULO 5</b>			
<b>RESPONSABILIZAÇÃO</b>			
<b>I</b>	<b>RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU</b>	<b>162</b>	
<b>2</b>	<b>QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU</b>	<b>163</b>	
<b>CAPÍTULO 6</b>			
<b>COMUNICAÇÃO EXTERNA</b>			
<b>I</b>	<b>POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO</b>	<b>168</b>	
<b>2</b>	<b>ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO</b>	<b>169</b>	
<b>CAPÍTULO 7</b>			
<b>ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL, ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS</b>			
<b>I</b>	<b>ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE</b>	<b>175</b>	
1.1	O Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais	175	
1.2	O Conselho do BCE	176	
1.3	A Comissão Executiva	178	
1.4	O Conselho Geral	180	
			<b>ANEXOS</b>
			<b>INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE</b>
			220
			<b>PARECERES ADOPTADOS PELO BCE</b>
			222
			<b>CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA</b>
			229
			<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2005</b>
			231
			<b>GLOSSÁRIO</b>
			237

## LISTA DE CAIXAS

1	Alteração da natureza da forte dinâmica monetária nos últimos anos	31	Gráfico A	Componentes do M3	32	Gráfico B	Movimentos no M3 e suas contrapartidas	32	Gráfico C	Composição sectorial dos depósitos do sector privado	33																																																			
2	Impacto do aumento dos preços do petróleo sobre as taxas de rendibilidade das obrigações e os preços das acções: comparação histórica para a área do euro e os Estados Unidos	41	Quadro A	Alterações nas taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro e nos Estados Unidos nos 12 meses que precederam os picos dos preços do petróleo	42	Quadro B	Alterações nos preços das acções na área do euro e nos Estados Unidos nos 12 meses que precederam os picos dos preços do petróleo	43	3	Diferenças no crescimento dos empréstimos às famílias entre os países da área do euro	46	Gráfico A	Intervalo de crescimento dos empréstimos de IFM às famílias nos países da área do euro	47	Gráfico B	Coeficiente de variação ponderado para o crescimento homólogo dos empréstimos de IFM às famílias	48	Gráfico C	Crescimento dos empréstimos de IFM às famílias e endividamento das famílias nos países da área do euro	48	Gráfico D	Dinâmica do mercado da habitação e dos empréstimos na área do euro no período de 1999 a 2004	49																																							
4	Rede de investigação sobre a persistência da inflação e o comportamento de fixação de preços na área do euro	57	5	Composição sectorial do crescimento da área do euro	63	Gráfico A	Desagregação do valor acrescentado bruto real total	63	Gráfico B	Desagregação do valor acrescentado bruto real nos serviços	63	Quadro	Evolução sectorial em termos do valor acrescentado bruto real na área do euro	64	Gráfico C	Valor acrescentado no sector dos serviços da área do euro	65	Gráfico D	Valor acrescentado no sector da indústria da área do euro	65	6	Progresso no sentido de reformas estruturais nos mercados de trabalho e do produto da UE	68	7	Evolução da emissão de títulos de dívida pública na área do euro	72	Quadro A	Taxas de crescimento anuais dos títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro	72	Quadro B	Estrutura dos saldos de títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro	73	Gráfico A	Saldo de títulos de dívida pública da área do euro por país emitente em 2005	73	Gráfico B	Emissões líquidas de títulos de dívida pública por país emitente em 2005	73	8	Aplicação das receitas do petróleo e respectivo impacto	78	Gráfico A	Receitas das exportações de petróleo	79	Gráfico B	Activos líquidos e composição por moeda da OPEP	79	Gráfico C	Activos líquidos e composição por moeda da Rússia	80	Quadro	Quotas de mercado de economias seleccionadas nas importações da OPEP e da CEI	81	9	Serviços de gestão de reservas do Eurosistema	124	10	Rede de investigação sobre mercados de capitais e integração financeira na Europa	135	11	Comparação inter-regional entre as taxas hipotecárias na área do euro e nos Estados Unidos	137

Gráfico A	Dispersão das taxas variáveis e de curto prazo dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação e das taxas de mercado correspondentes entre as regiões dos Estados Unidos e entre os países da área do euro, respectivamente	<b>137</b>
Gráfico B	Dispersão das taxas de longo prazo dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação e das taxas de mercado correspondentes entre as regiões dos Estados Unidos e entre os países da área do euro, respectivamente	<b>138</b>
12	Declarações públicas do BCE sobre a reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento	<b>149</b>
<b>LISTA DE QUADROS</b>		
1	Evolução dos preços	<b>55</b>
2	Indicadores de custos do trabalho	<b>60</b>
3	Composição do crescimento do PIB real	<b>61</b>
4	Evolução do mercado de trabalho	<b>67</b>
5	Posições orçamentais na área do euro	<b>70</b>
6	Crescimento do PIB real nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>84</b>
7	Inflação medida pelo IHPC nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>86</b>
8	Posições orçamentais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>87</b>
9	Balança de pagamentos, rubricas seleccionadas	<b>88</b>
10	Evolução no MTC II	<b>90</b>
11	Estratégias oficiais de política monetária dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro	<b>92</b>
12	Tráfego de pagamentos no TARGET	<b>105</b>
13	Disponibilidade global do TARGET	<b>105</b>
14	Distribuição de contrafações por denominação	<b>111</b>
15	Distribuição da produção de notas de euros em 2005	<b>114</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>		
1	Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário	<b>21</b>
2	Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas	<b>24</b>
3	Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas	<b>26</b>
4	M3 e empréstimos ao sector privado	<b>29</b>
5	Contributos para o crescimento homólogo do M3	<b>29</b>
6	Taxas de juro de curto prazo sobre depósitos	<b>30</b>
7	Contributos para a taxa de crescimento homóloga de depósitos de curto prazo e acordos de reporte	<b>30</b>
8	Contrapartidas do M3	<b>34</b>
9	Estimativas do desvio monetário	<b>36</b>
10	Taxas de juro de curto prazo na área do euro e inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário	<b>37</b>
11	Taxas de futuros da EURIBOR a três meses e volatilidade implícita derivada das opções de futuros da EURIBOR a três meses	<b>37</b>
12	Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo	<b>38</b>
13	Taxas de rendibilidade reais das obrigações e taxas de inflação implícitas da área do euro	<b>39</b>
14	Índices de cotações de acções	<b>44</b>
15	Crescimento dos lucros das empresas por acção observados e previstos	<b>44</b>
16	Empréstimos de IFM às famílias	<b>45</b>
17	Taxas de juro aplicadas aos empréstimos às famílias e a sociedades não financeiras	<b>46</b>
18	Dívida e encargos com o serviço da dívida das famílias	<b>50</b>
19	Custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras da área do euro	<b>51</b>
20	Rácios dos lucros de sociedades não financeiras cotadas na área do euro	<b>53</b>
21	Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras	<b>53</b>
22	Rácios da dívida do sector empresarial não financeiro	<b>54</b>
23	Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes	<b>56</b>

24	Contributos das principais componentes para a inflação medida pelo IHPC	<b>56</b>
25	Preços dos edifícios residenciais	<b>59</b>
26	Desagregação dos preços da produção industrial	<b>59</b>
27	Remuneração por empregado, por sector	<b>60</b>
28	Contributos para o crescimento trimestral do PIB real	<b>62</b>
29	Indicadores de confiança	<b>62</b>
30	Desemprego	<b>66</b>
31	Produtividade do trabalho	<b>67</b>
32	Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro	<b>77</b>
33	Saldo da balança corrente e suas componentes	<b>77</b>
34	Balança financeira da área do euro	<b>82</b>
35	Saídas financeiras da área do euro para os novos Estados-Membros da UE	<b>82</b>
36	Posição de investimento internacional líquida	<b>83</b>
37	Variações cambiais do euro face às moedas da UE não participantes no MTC II	<b>91</b>
38	Factores de liquidez na área do euro em 2005	<b>96</b>
39	Activos transaccionáveis elegíveis	<b>99</b>
40	Activos transaccionáveis elegíveis apresentados como garantia	<b>99</b>
41	Diferença entre a percentagem de garantias apresentadas e a percentagem de activos transaccionáveis elegíveis em 2005	<b>100</b>
42	Valor total de notas em circulação entre 2000 e 2005	<b>110</b>
43	Número total de notas de euros em circulação entre 2002 e 2005	<b>110</b>
44	Número de notas de euros em circulação entre 2002 e 2005	<b>111</b>
45	Número de contrafacções de notas de euros retiradas de circulação entre 2002 e 2005	<b>112</b>
46	Série de Documentos de Trabalho do BCE: Classificação do <i>Journal of Economic Literature</i>	<b>119</b>



## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OUTRAS

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

**De acordo com a prática corrente na Comunidade, a listagem dos países da UE constantes no presente relatório é feita segundo a ordem alfabética dos nomes dos países nas línguas nacionais.**

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

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

**Artista: Peter Sauerer**

Título: Großmarkthalle, 2004

Material: Madeira e cordel, Formato: 90 × 20 × 15 cm 18

**Artista: Ilse Haider**

Título: Kopf eines Athleten, 1994

Material: Vimes, emulsão fotográfica, Formato: 180 × 120 × 40 cm 94

**Artista: Pep Agut**

Título: Read your voice, 2000

Material: Materiais diversos, Formato: 190 × 195 cm 126

**Artista: Maria Hedlund**

Título: Loosing Ground, 2003

Material: 4 c-prints em alumínio, Formato: 85 × 76 cm cada 146

**Artista: David Farrell**

Título: Ballynultagh, 2000 (da série “*Innocent Landscapes*”)

Material: Fotografia, Formato: 100 × 100 cm 160

**Artista: Natividad Bermejo**

Título: Duérmete niño, 2000

Material: Grafite em papel, Formato: 145 × 212 cm 166

**Artista: Pedro Proença**

Título: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Material: Acrílico sobre tela, Formato: 200 × 150 cm 172



# PREFÁCIO



incremento da procura mundial, do crescimento robusto dos lucros das empresas e de condições de financiamento muito favoráveis. A actividade económica revelou-se portanto relativamente resistente, num contexto de preços do petróleo elevados e voláteis. Porém, devido aos consideráveis aumentos nos preços das matérias-primas e dos produtos energéticos e, em menor escala, às subidas dos preços administrados e dos impostos indirectos, a inflação anual medida pelo IHPC situou-se em 2.2% em 2005 – ligeiramente acima da taxa de 2.1% registada nos dois anos anteriores. Não obstante, as pressões inflacionistas internas foram mantidas sob controlo, enquanto a continuação de uma evolução moderada dos salários e tendências favoráveis nos preços das importações de bens transformados compensaram em certa medida o aumento dos preços das matérias-primas e dos produtos energéticos.

\*\*\*

Gostaria de começar por prestar a minha homenagem ao meu antecessor, Wim Duisenberg, o nosso primeiro Presidente, que faleceu no ano passado. Como já afirmei em diversas ocasiões, em Amesterdão, em Frankfurt e em muitas outras cidades europeias, esta instituição, o Banco Central Europeu, o seu pessoal, os meus colegas e eu próprio na Comissão Executiva, o Conselho do BCE e o Conselho Geral, todos temos uma enorme dívida de gratidão para com Wim. A sua memória estará sempre connosco ou, como teria dito Chateaubriand, “*death has not defeated him; it has only made him invisible*” (“a morte não o derrotou; apenas o tornou invisível”).

\*\*\*

Em 2005, o PIB real da área do euro registou um aumento de 1.4%, que compara com 1.8% em 2004 e 0.7% em 2003. O ritmo da actividade económica foi moderado no primeiro semestre do ano, mas tendeu a acelerar durante o segundo semestre, beneficiando da continuação do forte

No contexto de pressões inflacionistas internas moderadas, o Conselho do BCE manteve as taxas de juro oficiais inalteradas no mínimo histórico de 2% durante a maior parte do ano, continuando a acompanhar de perto as expectativas de inflação a mais longo prazo. Ao longo do ano, a análise económica do BCE sugeria um aumento dos riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo, avaliação que foi confirmada pela análise monetária, face ao forte crescimento monetário e do crédito, numa situação de liquidez já ampla. No final de 2005, a verificação cruzada regular da análise económica e monetária indicava que se justificava um ajustamento da orientação acomodatória da política monetária do BCE, a fim de fazer face a tais riscos. Assim, em 1 de Dezembro de 2005, o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de juro directoras do BCE em 25 pontos base, depois de as ter mantido inalteradas durante dois anos e meio.

As expectativas de inflação para o conjunto da área do euro encontram-se solidamente

ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços, como reflectem os inquéritos e indicadores financeiros. Tal contribuiu para salvaguardar o nível baixo dos prémios de risco implícitos nas taxas de juro nominais ao longo de todo o espectro de prazos, conduzindo assim a níveis mais baixos das taxas de juro de curto prazo e de longo prazo. A elevada credibilidade do BCE e a sua política orientada para a estabilidade contribuíram, portanto, para manter condições de financiamento muito favoráveis para os investidores, apoiando desta forma o crescimento económico e a criação de emprego, contribuindo também para preservar o poder de compra dos consumidores, um factor de extrema importância para todos os residentes na área do euro, sobretudo os que auferem menores rendimentos. É essencial preservar este activo da economia da área do euro. Com esse objectivo, o Conselho do BCE continuará a acompanhar de perto todos os desenvolvimentos relevantes, de forma a assegurar que as expectativas de inflação a médio e longo prazo se mantenham solidamente ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços.

\*\*\*

O sucesso da UEM depende também de políticas orçamentais sustentáveis e reformas estruturais abrangentes destinadas a aumentar o potencial de crescimento da economia. Uma tal combinação de políticas não só promove a coesão e a flexibilidade da economia da área do euro, como também apoia a política monetária na sua atribuição de manutenção da estabilidade de preços, melhorando assim a sua eficácia e contribuindo para o crescimento sustentável do produto e para a criação de emprego.

O cumprimento das regras orçamentais acordadas reforça a sustentabilidade das finanças públicas, o que é crucial sobretudo devido ao esperado impacto orçamental do envelhecimento da população. Por esta razão, o Eurosistema apoiou sempre com firmeza o

Pacto de Estabilidade e Crescimento. A aplicação rigorosa e consistente das regras revistas é propícia à disciplina orçamental e contribui para a recuperação da credibilidade do quadro orçamental da UE, bem como da confiança em políticas orçamentais prudentes. A compilação fiável e o reporte atempado de estatísticas das finanças públicas são também essenciais para o quadro orçamental europeu e para o funcionamento eficaz da supervisão mútua.

Foram alcançados alguns progressos em matéria de reformas estruturais nos últimos anos, mas a revisão intercalar da estratégia de Lisboa, realizada em Março de 2005, revelou que são necessários esforços muito maiores para melhorar o potencial de crescimento e de emprego da Europa. Mercados financeiros, de trabalho e do produto mais flexíveis encorajam uma melhor distribuição de recursos, e um ambiente de negócios mais estimulante promove a capacidade de inovação, investimento e criação de emprego. Também o desafio da conclusão do mercado interno, incluindo para os serviços, permitirá às empresas beneficiar de economias de escala e da crescente eficiência económica. Em termos gerais, as oportunidades decorrentes da globalização e das rápidas alterações tecnológicas poderão ser melhor aproveitadas se forem permitidas e aceleradas mudanças estruturais. Tal oferece as melhores perspectivas para a futura prosperidade dos cidadãos europeus.

\*\*\*

O Eurosistema presta especial atenção à evolução relacionada com a integração financeira na Europa. A integração financeira contribui para a execução harmoniosa da política monetária única em toda a área do euro, bem como para a repartição eficaz dos recursos financeiros e, portanto, para o crescimento económico. Esta integração tem implicações para a atribuição do Eurosistema de preservação da estabilidade financeira e é também

importante para a actuação eficaz e o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e de liquidação. Em Setembro de 2005, o BCE publicou o seu primeiro relatório que apresenta um conjunto de indicadores sobre integração financeira na área do euro. Estes indicadores sugerem um aumento da integração financeira, ainda que a diferentes níveis, nos vários segmentos de mercado. Por último, o SEBC apoia, sem prejuízo do objectivo da estabilidade de preços, os objectivos gerais da UE, que incluem a integração financeira.

A integração foi já totalmente alcançada na área dos sistemas de liquidação por bruto em tempo real, através do sistema TARGET. O Eurosistema prepara activamente o sistema TARGET2, que passará a oferecer melhores serviços e um novo quadro de fixação de preços para os serviços essenciais. O TARGET2 começará a ser utilizado em 19 de Novembro de 2007 no primeiro grupo de países a migrar. Em Maio de 2008, todos os bancos centrais participantes no TARGET2, bem como as correspondentes comunidades bancárias nacionais, deverão utilizar já o novo sistema.

Quanto aos sistemas de pagamentos de retalho, a criação de uma Área Única de Pagamentos em Euros (*Single Euro Payments Area (SEPA)*) continua a ser um objectivo fundamental. Na SEPA, os clientes poderão realizar pagamentos em toda a área do euro a partir de uma única conta bancária, utilizando um conjunto único de instrumentos de pagamentos, com a mesma eficiência e segurança de que dispõem actualmente a nível nacional. Prevê-se que esta opção fique disponível aos cidadãos até 2008. O Eurosistema apoia totalmente este prazo, que requer o forte empenho de todas as partes envolvidas.

Após a assinatura do Tratado que institui uma Constituição para a Europa (Constituição Europeia), em Outubro de 2004, os Estados-Membros iniciaram os necessários procedimentos de ratificação. Até à data,

15 Estados-Membros ratificaram já a Constituição Europeia ou estão muito próximo de concluir formalmente esse processo. Em França e nos Países Baixos, a Constituição não obteve o apoio da maioria. Segundo o BCE, a Constituição Europeia clarifica o quadro jurídico e institucional da UE e melhora a capacidade da União para actuar a nível quer europeu, quer internacional, ao mesmo tempo que confirma o enquadramento monetário existente. É de salientar que o processo de ratificação não tem qualquer influência sobre o funcionamento da União Monetária e não afecta a estabilidade do euro. O BCE, ao abrigo quer do actual Tratado, quer da Constituição Europeia, continuará a garantir a credibilidade do euro e a assegurar a estabilidade de preços, condição prévia para uma conjuntura macroeconómica não inflacionista conducente ao crescimento económico e à criação de emprego.

Em 2005, quatro Estados-Membros da UE aderiram ao mecanismo de taxas de câmbio (MTC II) tendo em vista a sua adesão à área do euro, logo que tenham sido satisfeitos todos os critérios de convergência numa base sustentável. O BCE, bem como a Comissão Europeia, publicará o relatório de convergência bienal no Outono de 2006. Convém salientar que os Estados-Membros serão avaliados numa base caso a caso, de acordo com o seu comportamento económico e monetário individual, em total respeito pelo princípio da igualdade de tratamento. Nestas circunstâncias, o alargamento da área do euro será benéfico quer para a actual área do euro, quer para os países aderentes.

\*\*\*

Em 2005, o BCE registou um excedente de €992 milhões. Um montante equivalente foi destinado à constituição de uma provisão para fazer face a riscos cambiais, de taxa de juro e do preço do ouro, pelo que o resultado líquido declarado para 2005 foi exactamente nulo. Esta

provisão será utilizada para cobrir perdas decorrentes de exposições a tais riscos, em particular perdas de reavaliação não cobertas pelas contas de reavaliação. O excedente em 2005 compara com perdas líquidas no valor de €1 636 milhões em 2004, que se deveram principalmente à apreciação do euro face ao dólar dos EUA. Em 2005, o euro depreciou-se face a esta moeda.

O total de postos de trabalho do BCE orçamentados para 2005 foi de 1 369.5 posições equivalentes a tempo inteiro, que compara com 1 362.5 em 2004. No final de 2005, o número de funcionários do BCE com contratos permanentes ou a termo de pelo menos um ano era de 1 360, o que corresponde a 1 351 posições equivalentes a tempo inteiro. Depois de 15 de Maio de 2005, o BCE começou a aceitar candidaturas de nacionais dos dois países aderentes, a Bulgária e a Roménia. A adopção da nova estratégia de recursos humanos iniciada em 2004 prosseguiu em 2005. Para além de promover a mobilidade, a estratégia incide sobre a evolução da gestão do BCE e sobre a continuação da aquisição e desenvolvimento de capacidades e competências pelos funcionários. Além disso, os seis valores do BCE identificados em 2004 foram gradualmente incorporados na política de recursos humanos e continuarão a orientar todos os funcionários no seu trabalho diário.

As questões relacionadas com os recursos humanos são também abordadas ao nível do Eurosistema. Com o objectivo de continuar a promover a cooperação e o espírito de equipa entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC neste domínio, o Conselho do BCE estabeleceu, em 2005, a Conferência de Recursos Humanos. Sem prejuízo da competência exclusiva dos BCN e do BCE neste âmbito, a Conferência permitirá a troca de experiências, competências e informações em termos de políticas e práticas relevantes de recursos humanos, contribuindo, nomeadamente, para identificar oportunidades de actividades comuns de formação e para

desenvolver medidas destinadas a incentivar a permuta de pessoal. Esta Conferência, juntamente com o Comité de Comunicação do Eurosistema/SEBC, foi também mandatada para adoptar medidas concretas para promover a declaração de missão do Eurosistema publicada em Janeiro de 2005. Dar um significado concreto no seu trabalho diário à declaração de missão para os funcionários do Eurosistema será um processo contínuo que elevará o espírito de equipa entre o BCE e os BCN da área do euro.

Na sua qualidade de instituição pública, o BCE está empenhado em prestar os melhores serviços ao menor custo. Face a este compromisso permanente, a Comissão Executiva decidiu rever a eficiência e eficácia do BCE, realizando um exercício de orçamentação de base zero, no qual estiveram activamente envolvidos os funcionários e os responsáveis pela gestão. Com base nas conclusões deste exercício, a Comissão Executiva decidiu que um elevado número de postos de trabalho poderia ser poupado ou reorientado, sem necessidade de dispensar pessoal. Foi adoptado um congelamento temporário das contratações. A Comissão Executiva adoptou diversas outras medidas que abrangem uma gama mais vasta de questões organizacionais em várias áreas de trabalho do BCE, o que permitirá à instituição aumentar a sua eficiência e eficácia. Estão gradualmente a ser adoptadas as alterações organizacionais desencadeadas pelo exercício de orçamentação de base zero – tais como a reestruturação de determinadas áreas de actuação para melhor explorar sinergias, a concentração de competência e capacidade analítica, a simplificação de processos de trabalho e uma reincidência no planeamento estratégico de médio prazo. O impulso proporcionado por este exercício conduzirá a uma cultura de gestão reforçada, destinada a utilizar da melhor forma os recursos existentes.



Após a selecção de um arquitecto, no início de 2005, para a concepção das futuras instalações do BCE, o Conselho do BCE decidiu rever os requisitos gerais e as dimensões do projecto. Esta fase de optimização deu origem a uma redução significativa dos custos de construção estimados. O Conselho do BCE aprovou o plano de arquitectura revisto e lançou a fase de planeamento do projecto em Dezembro de 2005. O BCE está empenhado em controlar e acompanhar este projecto com o máximo cuidado no que se refere ao custo global e à realização atempada das várias etapas.

Frankfurt am Main, Março de 2006



Jean-Claude Trichet



**Artista**

Peter Sauerer

**Título**

Großmarkthalle, 2004

**Material**

Madeira e cordel

**Formato**

90 x 20 x 15 cm

© BCE e o artista



CAPÍTULO I

**EVOLUÇÃO  
ECONÓMICA E  
POLÍTICA  
MONETÁRIA**

## I DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

O crescimento económico na área do euro registou uma moderação no segundo semestre de 2004 e no primeiro semestre de 2005, em parte devido ao aumento dos preços do petróleo, a um abrandamento temporário do comércio mundial e aos efeitos desfasados da anterior apreciação do euro. Contudo, no segundo semestre de 2005, a expansão da actividade económica na área do euro fortaleceu-se novamente, beneficiando da persistência do forte crescimento da procura mundial, do crescimento robusto dos lucros das empresas e de condições de financiamento muito favoráveis. Em termos globais, o PIB real – corrigido, embora apenas parcialmente, do número de dias úteis – cresceu 1.4% em 2005, o que compara com 1.8% em 2004 e 0.7% em 2003. No contexto de preços do petróleo elevados e voláteis, a actividade económica revelou-se, assim, relativamente resistente em 2005.

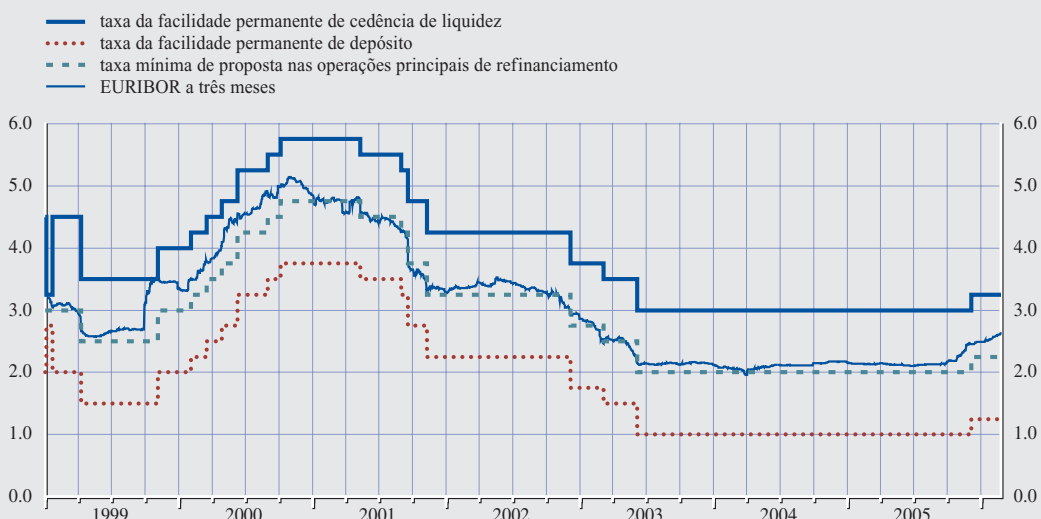
Não obstante subidas elevadas dos preços das matérias-primas e dos produtos energéticos, as pressões inflacionistas internas mantiveram-se moderadas num contexto de recuperação do crescimento económico, ainda que relativamente moderado. Em particular, a evolução salarial permaneceu moderada. As pressões inflacionistas foram também limitadas por tendências favoráveis dos preços dos bens transformados importados. As expectativas de inflação a longo prazo na área do euro mantiveram-se firmemente ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços. No entanto, a inflação global permaneceu ligeiramente elevada em 2005, principalmente devido a subidas significativas dos preços dos produtos energéticos e, em menor medida, a aumentos dos preços administrados 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. Continuaram a prevalecer os riscos ascendentes, em particular associados aos potenciais efeitos de segunda ordem sobre a fixação dos salários e preços resultantes da subida dos preços do petróleo.

A dinâmica monetária, que tinha começado a fortalecer-se em meados de 2004, intensificou-se novamente em 2005, antes de registar uma ligeira moderação nos três últimos meses do ano. Este aumento na dinâmica reflectiu em parte o efeito de estímulo sobre a procura de moeda e crédito associado ao nível baixo das taxas de juro prevalecente. O forte crescimento monetário contribuiu ainda mais para a já ampla liquidez na área do euro, apontando para riscos ascendentes para a estabilidade de preços numa perspectiva a médio e mais longo prazo.

Neste contexto, a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema manteve-se inalterada no nível historicamente baixo de 2% durante a maior parte do ano. No início do ano, a análise económica apontava para uma contenção das pressões inflacionistas internas subjacentes. Porém, numa conjuntura de forte crescimento monetário e ampla liquidez, o Conselho do BCE manifestou a necessidade de vigilância quanto aos riscos ascendentes para a estabilidade de preços. Além disso, as projecções para a inflação foram progressivamente revistas em alta ao longo do ano, em parte porque se estava a tornar evidente que o aumento dos preços do petróleo continuaria por um período de tempo mais longo do que o inicialmente previsto, confirmando a existência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços. Em Dezembro de 2005, as análises económica e monetária regulares e o seu cruzamento contribuíram para a ideia de que era necessário um ajustamento da orientação acomodatória da política monetária, de modo a fazer face a estes riscos. Deste modo, em 1 de Dezembro de 2005 o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de juro directoras do BCE em 25 pontos base, depois de ter mantido estas taxas inalteradas durante dois anos e meio. A taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema foi aumentada para 2.25%, enquanto as taxas da facilidade permanente de depósito e da facilidade permanente de cedência de liquidez foram aumentadas para 1.25% e 3.25%, respectivamente (ver Gráfico 1).

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

(percentagens por ano; dados diários)



Fonte: BCE.

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

Analisando mais pormenorizadamente as decisões de política monetária em 2005, é útil dividir o ano em duas partes. Começando com a primeira metade do ano, os dados disponíveis nos primeiros meses de 2005 faziam crer que o enfraquecimento do crescimento do PIB real observado no segundo semestre de 2004 seria de curta duração. Contudo, em grande parte devido à persistência de preços do petróleo elevados e voláteis, essa avaliação tornou-se ligeiramente mais pessimista no segundo trimestre de 2005, quando foram identificadas maiores incertezas quanto à evolução da procura interna a curto prazo. Em Junho de 2005, as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema para o crescimento real do PIB foram consequentemente revistas em baixa face aos níveis de Dezembro de 2004. Previa-se que o crescimento homólogo do PIB real registaria uma moderação de 1.8% em 2004 para entre 1.1% e 1.7% em 2005, e que aumentaria para entre 1.5% e 2.5% em 2006. As previsões de organizações internacionais e privadas deram indicações no mesmo sentido. No entanto, as condições para o fortalecimento da actividade económica pareciam persistir,

não obstante riscos descendentes para o crescimento relacionados com a baixa confiança dos consumidores, preços do petróleo elevados e voláteis e com os desequilíbrios mundiais. A nível externo, o crescimento da economia mundial permaneceu forte, suportando, assim, as exportações da área do euro. A nível interno, condições de financiamento muito favoráveis, lucros empresariais robustos e a reestruturação de empresas proporcionaram uma conjuntura positiva para o investimento. Previa-se que o crescimento do consumo privado beneficiasse de um aumento esperado do rendimento disponível real no contexto do fortalecimento do crescimento do emprego e da descida da inflação. Estatísticas revistas (que apenas foram disponibilizadas numa fase posterior do ano) indicam que o crescimento do PIB real, embora tenha permanecido moderado, recuperou efectivamente de modo gradual no primeiro semestre de 2005 (de 0.2% no último trimestre de 2004 para 0.3% e 0.4% nos primeiro e segundo trimestres de 2005, respectivamente), reflectindo principalmente um contributo mais forte das exportações líquidas.

No que respeita à evolução dos preços, a inflação homóloga medida pelo IHPC abrandou para 2.0%, em média, no primeiro semestre de 2005, face a cerca de 2.3% no segundo semestre de 2004. Porém, esta descida reflectiu principalmente efeitos de base. O aumento dos preços do petróleo continuou a exercer pressões ascendentes significativas sobre a dinâmica da inflação. No entanto, a evolução salarial manteve-se moderada, e deste modo não existia evidência de acumulação de pressões inflacionistas internas subjacentes na área do euro. Consequentemente, as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema de Junho de 2005 apontavam para que a inflação média anual medida pelo IHPC oscilasse entre 1.8% e 2.2% em 2005 e entre 0.9% e 2.1% em 2006. Embora as pressões inflacionistas internas subjacentes se mantivessem contidas no cenário de referência, foram identificados riscos ascendentes para estas projecções, relacionados, em particular, com a futura evolução dos preços do petróleo e potenciais aumentos dos impostos indirectos e preços administrados. Além disso, o Conselho do BCE sublinhou que era necessária uma vigilância constante dos potenciais efeitos de segunda ordem sobre a fixação de salários e preços que poderiam resultar da subida dos preços do petróleo.

O fortalecimento da dinâmica monetária, que teve início em meados de 2004, continuou no primeiro semestre de 2005. Em contraste com o anterior período de forte crescimento monetário observado entre 2001 e meados de 2003, o crescimento monetário foi impulsionado pelas componentes mais líquidas do M3 e esteve associado, do lado das contrapartidas, a uma expansão do crédito ao sector privado. Esta evolução reflectiu em larga medida o efeito de estímulo associado ao nível historicamente muito baixo das taxas de juro na área do euro. Em resultado do forte crescimento do M3 nos últimos anos, o *stock* de liquidez na área do euro foi significativamente superior ao necessário para financiar um crescimento económico não inflacionista. Além disso, a procura de empréstimos para aquisição de

habitação continuou a ser robusta, contribuindo para uma forte dinâmica dos preços da habitação em algumas regiões da área do euro, enquanto a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos a sociedades não financeiras recuperou novamente de forma gradual.

No geral, o Conselho do BCE concluiu que, embora no contexto de pressões inflacionistas internas moderadas fosse ainda apropriado manter as taxas de juro nos seus níveis historicamente baixos, o cruzamento da análise económica com a análise monetária corroborava a necessidade de vigilância constante quanto à materialização de riscos para a estabilidade de preços numa perspectiva a médio e mais longo prazo. Nesse contexto, a evolução das expectativas a mais longo prazo para a inflação foi acompanhada particularmente de perto.

No segundo semestre de 2005, a análise económica confirmou gradualmente o fortalecimento da actividade económica que tinha sido previsto nas projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema de Junho desse ano. O crescimento do PIB real na área do euro subiu para 0.7%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre de 2005. Além disso, as condições para a continuação do crescimento identificadas nas anteriores projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema mantiveram-se. Nessa base, as projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema publicadas em Dezembro de 2005 apontavam para um crescimento do PIB real entre 1.2% e 1.6% em 2005 e entre 1.4% e 2.4% em 2006 e 2007, ou seja, um crescimento do PIB real globalmente em linha com as projecções elaboradas em Junho. As previsões de organizações internacionais e privadas esboçavam um cenário semelhante. Paralelamente, as perspectivas para a actividade económica permaneceram sujeitas a riscos descendentes, relacionados principalmente com preços do petróleo superiores ao esperado, com os desequilíbrios mundiais e a confiança dos consumidores, a qual, embora crescente, permaneceu fraca.

No que respeita à evolução dos preços, as taxas de inflação medida pelo IHPC subiram para níveis significativamente acima de 2% no segundo semestre de 2005, atingindo um máximo de 2.6% em Setembro, principalmente devido a aumentos dos preços dos produtos energéticos. Além disso, ao contrário do que se previa no início de 2005, tornou-se cada vez mais claro que o movimento ascendente dos preços do petróleo seria bastante prolongado. Consequentemente, embora as projecções e previsões disponíveis no início de 2005 apontassem para uma descida relativamente acentuada da inflação medida pelo IHPC em 2006, esta opinião mudou significativamente no decurso do ano. No segundo semestre de 2005, foi considerado provável que a inflação média anual medida pelo IHPC em 2006 permanecesse acima de 2%, mesmo na hipótese, que se mantinha, de os aumentos salariais permanecerem contidos. Em particular, as projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema em Dezembro de 2005 indicavam que a inflação média medida pelo IHPC se situaria entre 1.6% e 2.6% em 2006 e entre 1.4% e 2.6% em 2007. As previsões de organizações internacionais e privadas avançavam um quadro, no geral, semelhante. Além disso, o Conselho do BCE confirmou que este cenário permanecia sujeito aos riscos ascendentes previamente identificados.

No segundo semestre de 2005, a análise monetária continuou a apontar para riscos ascendentes para a estabilidade de preços numa perspectiva de médio a mais longo prazo. A liquidez na área do euro era ampla tendo em conta todas as medidas plausíveis. Além disso, o reforço do crescimento monetário observado a partir de meados de 2004 ganhou um novo dinamismo no terceiro trimestre de 2005. O crescimento do agregado monetário largo M3 continuou a ser impulsionado pelas suas componentes mais líquidas, num contexto de taxas de juro muito baixas. Além do mais, a expansão do crédito – especialmente sob a forma de empréstimos hipotecários – manteve-se muito robusta. Nesse contexto, a dinâmica

dos preços em vários mercados da habitação devia ser acompanhada de perto.

Consequentemente, no segundo semestre de 2005, o Conselho do BCE expressou preocupação crescente com os riscos ascendentes para a estabilidade de preços e enfatizou a necessidade de uma forte vigilância quanto à evolução das expectativas de inflação numa perspectiva a mais longo prazo. De facto, em Dezembro foi necessário um ajustamento da orientação acomodatória da política monetária, tendo em conta os riscos para a estabilidade de preços identificados na análise económica e confirmados através do cruzamento com a análise monetária. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu em 1 de Dezembro aumentar as taxas de juro directoras do BCE em 25 pontos base. O Conselho do BCE considerou que esta decisão contribuiria para a manutenção das expectativas de inflação numa perspectiva de médio a mais longo prazo na área do euro firmemente ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços. Esse ancoramento das expectativas de inflação é um requisito prévio para que a política monetária apoie de forma continuada o crescimento económico na área do euro. No seguimento da decisão de 1 de Dezembro de 2005, as taxas de juro em todo o espectro de prazos na área do euro mantiveram-se muito baixas em termos nominais e reais. A política monetária do BCE continuou assim a ser acomodatória e a apoiar de forma considerável a actividade económica e a criação de emprego. O Conselho do BCE sublinhou que continuaria a acompanhar de perto todos os desenvolvimentos no que se refere aos riscos para a estabilidade de preços.



## 2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA

### 2.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO MUNDIAL

#### ECONOMIA MUNDIAL CONTINUOU A SUA EXPANSÃO ROBUSTA

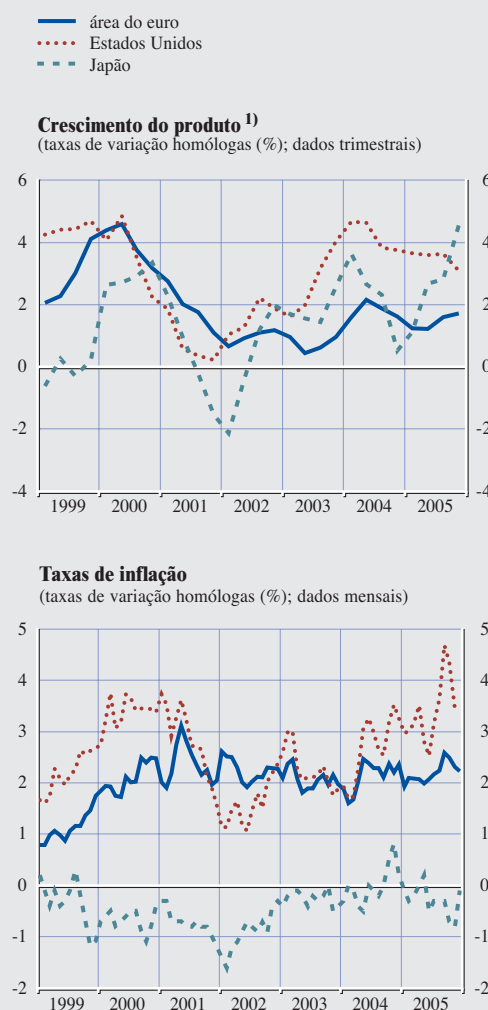
Em 2005, a economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo robusto, abrandando apenas ligeiramente face aos níveis de crescimento excepcionalmente elevados observados em 2004. À semelhança de 2004, o crescimento foi especialmente forte na Ásia. Em particular, a economia chinesa continuou a expandir-se a um ritmo mais ou menos contínuo, enquanto a economia japonesa ganhou dinamismo. A actividade mundial continuou a beneficiar de condições de financiamento favoráveis e da rendibilidade robusta das empresas em muitos países. O crescimento mundial também continuou a ser suportado pelo vigor da economia norte-americana.

Reflectindo em larga medida a forte expansão da economia mundial e o associado aumento da procura de energia, em conjunto com a progressiva erosão da capacidade produtiva disponível ao longo da cadeia de fornecimento de petróleo, os preços do petróleo continuaram a subir durante a maior parte do ano, sendo que o preço do petróleo bruto Brent atingiu um máximo histórico de USD 67.5 por barril no início de Setembro. Contudo, o efeito de preços do petróleo elevados sobre o crescimento mundial e a inflação terá sido relativamente fraco, até à data. Embora o IPC global tenha sido afectado pelo aumento na componente energética, as pressões inflacionistas subjacentes mantiveram-se bastante contidas na maior parte dos países. Para os países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a inflação homóloga medida pelo IPC global foi de 2.7% no conjunto do ano.

Nos Estados Unidos, a actividade económica expandiu-se a um ritmo forte em 2005, tendo o PIB real crescido 3.5% no conjunto do ano. O crescimento do PIB real foi sustentado pela persistência da forte despesa em consumo privado e investimento, enquanto o comércio

líquido deu um ligeiro contributo negativo para o crescimento. O consumo privado permaneceu vigoroso durante a maior parte do ano, tendo sido suportado por condições de financiamento favoráveis, pelo aumento dos preços residenciais e a contínua melhoria das condições de emprego. No contexto de um crescimento salarial relativamente contido, a subida dos preços dos produtos energéticos moderou o crescimento do rendimento disponível real,

**Gráfico 2 Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas<sup>1)</sup>**



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

contribuindo para uma nova descida da já baixa taxa de poupança dos particulares. Entretanto, a dívida das famílias em percentagem do rendimento disponível aumentou novamente em 2005. O investimento empresarial cresceu rapidamente, apoiado por condições de financiamento favoráveis e níveis elevados de rentabilidade das empresas. Não obstante os preços do petróleo elevados e um aumento do custo das matérias-primas, aumentos salariais modestos em conjunto com o crescimento vigoroso, embora mais atenuado, da produtividade contribuíram para o aumento das margens de lucro durante o ano.

O saldo das contas externas dos Estados Unidos continuou a deteriorar-se em 2005, tendo o défice da balança corrente registado um máximo histórico de 6.4% do PIB. O crescimento das importações ultrapassou o das exportações, originando um novo alargamento do défice externo.

Os preços no consumidor recuperaram temporariamente no terceiro trimestre do ano devido aos efeitos negativos de perturbações relacionadas com furacões e à subida prolongada dos preços dos produtos energéticos. Porém, as pressões sobre os preços regrediram no final do ano, com a inflação homóloga medida pelo IPC a situar-se em 3.4%. A inflação excluindo produtos energéticos e alimentares permaneceu relativamente contida, em 2.2%. Não obstante aumentos dos preços do petróleo e dos custos das matérias-primas, bem como os efeitos negativos dos furacões, uma apreciação do dólar em termos efectivos nominais e um aumento moderado dos custos unitários do trabalho ajudaram a manter sob controlo as pressões sobre os preços, enquanto, paralelamente, as expectativas de inflação permaneciam contidas.

O Comité de Operações de Mercado Aberto (FOMC) do Sistema da Reserva Federal aumentou o objectivo para a taxa dos fundos federais em 200 pontos base em 2005. Este aumento teve lugar em oito etapas sucessivas de 25 pontos base, levando o objectivo para a

taxa dos fundos federais até 4.25% no final do ano. Na declaração que se seguiu à última reunião do ano, o FOMC referiu que provavelmente seria necessário algum reforço da ponderada política de firmeza. No que respeita à política orçamental, o défice orçamental do governo federal desceu no exercício de 2005 face a 2004, principalmente devido ao aumento das receitas fiscais das empresas e dos particulares. O défice orçamental do governo federal situou-se em 2.6% do PIB no exercício de 2005.

No Japão, a recuperação económica continuou em 2005, com o PIB real a crescer a um ritmo superior ao potencial pelo segundo ano consecutivo (2.8%, após 2.3% em 2004). A actividade económica rapidamente ganhou dinamismo no início de 2005, suportada por uma forte expansão do consumo privado e do investimento não residencial. O crescimento robusto observado nas despesas de consumo reflectiu a melhoria continuada do rendimento e das condições de emprego, enquanto a rápida expansão das despesas de capital não residencial foi suportada por condições de financiamento favoráveis, lucros empresariais saudáveis e melhoria das posições financeiras, e substituição do *stock* de capital envelhecido. Embora a procura interna tenha permanecido o principal impulsionador do crescimento económico em 2005, sinais preliminares de uma recuperação das exportações (em particular para a China) tornaram-se evidentes no fim do ano. Ao longo do ano, o sector bancário beneficiou da recuperação gradual das condições macroeconómicas e da melhoria das condições de risco de crédito.

As preocupações deflacionistas abrandaram novamente em 2005. A taxa de variação homóloga dos preços no consumidor foi ligeiramente negativa no conjunto do ano (-0.3%, o que compara com 0.0% em 2004) e, perto do final do ano, o nível dos preços no consumidor excluindo produtos alimentares frescos parou de diminuir. O Banco do Japão deixou inalterado o seu objectivo para o saldo das contas correntes em cerca de JPY 30 000 a

35 000 mil milhões em 2005. Porém, no final de 2005 o Banco do Japão indicou que durante o exercício de 2006 provavelmente poria fim à sua política de afrouxamento quantitativo (que vem sendo aplicada desde Março de 2001), caso se concretizem as projecções favoráveis quanto à evolução dos preços (o Banco do Japão indicou que uma subida contínua dos preços no consumidor é uma condição prévia para que chegue ao fim a sua actual estratégia de política monetária).

Na Ásia excluindo o Japão, o crescimento, apesar de permanecer forte, registou uma ligeira descida em 2005 face às taxas muitas elevadas registadas no ano anterior, principalmente devido a um abrandamento da procura externa, a uma procura interna menos robusta e à subida dos preços do petróleo. No que respeita à evolução dos preços, a subida dos preços do petróleo deu origem a taxas de inflação elevadas em várias das principais economias da região – à excepção da China – e as autoridades monetárias começaram a aumentar gradualmente as taxas de juro. A economia chinesa continuou a registar um forte crescimento, suportado por uma procura externa dinâmica e uma procura interna robusta. As medidas macroeconómicas restritivas abrandaram o dinamismo do investimento, particularmente no sector imobiliário, e estabilizaram a inflação. A transição para um regime cambial mais flexível (mas ainda controlado com rigidez), em Julho de 2005, não parece ter tido um impacto significativo sobre a economia. Em Dezembro, no seguimento do primeiro inquérito económico abrangente da China a nível nacional, o Gabinete Nacional de Estatística da China reviu em alta o nível do PIB para 2004 em CNY 2 300 mil milhões, ou seja, 16.8% do PIB nominal anteriormente apresentado. O Gabinete Nacional de Estatística também reviu os valores para o crescimento do PIB da China a partir de 1993, aumentando-os em média em cerca de 0.5 pontos percentuais. Esta revisão ficou a dever-se principalmente à melhoria da medida do sector dos serviços da China, que revelou ser quase 50% superior ao

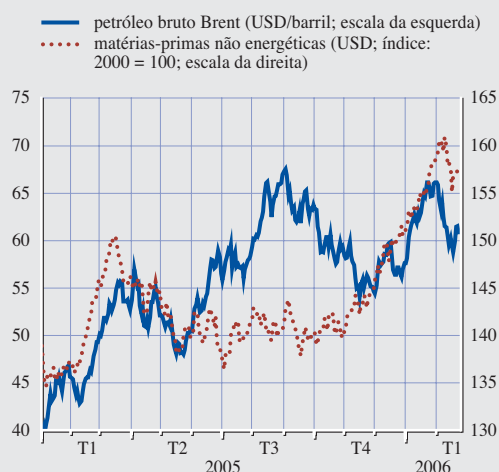
anteriormente calculado. No conjunto de 2005, o PIB chinês cresceu 9.9%.

Na América Latina, a situação económica continuou a evidenciar uma forte melhoria, embora a um ritmo ligeiramente inferior ao de 2004. A região beneficiou de uma conjuntura externa muito favorável e da subida dos preços das matérias-primas, o que permitiu a redução das vulnerabilidades financeiras. O crescimento da região, embora impulsionado pelo forte crescimento das exportações, também beneficiou da melhoria da procura para consumo e da criação de oportunidades para novos investimentos. A Argentina registou um rápido crescimento real do produto, enquanto o ritmo da expansão económica nos dois maiores países da região, isto é, o Brasil e o México, foi moderado.

### FORTE AUMENTO DOS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS EM 2005

Em 2005, os preços do petróleo subiram acentuadamente pelo segundo ano consecutivo. O preço do petróleo bruto Brent aumentou para um novo máximo histórico de USD 67.5 por barril no início de Setembro. Os preços do petróleo atenuaram-se ligeiramente após essa data, situando-se em USD 58 no final do ano.

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



Fontes: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

No conjunto do ano, o preço do petróleo bruto Brent situou-se, em média, em USD 55, ou seja, 45% acima da média para 2004.

Enquanto o crescimento da procura de petróleo se atenuou em 2005, a capacidade produtiva disponível ao longo da cadeia de fornecimento de petróleo continuou a erodir-se. Os preços do petróleo permaneceram muito sensíveis a alterações às condições de oferta e procura. Um baixo crescimento da oferta de produtores de petróleo não pertencentes à OPEP contribuiu para uma maior restritividade dos fundamentos do mercado petrolífero. O crescimento da produção na Comunidade de Estados Independentes (a principal fonte de crescimento do fornecimento por produtores não pertencentes à OPEP em anos anteriores) atenuou-se e a produção de petróleo no Mar do Norte diminuiu em 2005. Além disso, condições meteorológicas extremas (ou seja, furacões) perturbaram gravemente a produção no Golfo do México norte-americano. A procura de petróleo de produtores pertencentes à OPEP, a “procura OPEP”, aumentou em consequência dessa situação. Porém, o aumento da produção da OPEP não foi capaz de moderar os preços, uma vez que a diminuição gradual da capacidade produtiva disponível da OPEP manteve a preocupação dos participantes no mercado quanto à ausência de uma protecção face à possibilidade de perturbações no fornecimento futuro.

O aumento da procura de produtos petrolíferos refinados comprimiu a capacidade de refinação disponível e, do mesmo modo, aumentaram os estrangulamentos devidos à ausência de capacidade suficiente para processar tipos de petróleo bruto pesados e ácidos. O desequilíbrio de qualidade entre os barris de petróleo oferecidos e procurados marginais também suportou os preços dos tipos leves e doces de petróleo bruto, como o Brent. Preocupações geopolíticas relativamente à segurança de fornecimentos de petróleo no futuro exerceram pressão adicional sobre os preços do petróleo, dado que surgiram (novamente) ameaças em vários países produtores de petróleo.

Os preços das matérias-primas não energéticas, medidos pelo índice do Hamburg Institute of International Economics, têm estado dinâmicos desde 2003 e atingiram um valor máximo em Março de 2005. Em termos globais, os preços das matérias-primas não energéticas registaram uma ligeira descida em Abril e Maio, tendo globalmente estabilizado nos seis meses seguintes. Os preços das matérias-primas não energéticas aumentaram novamente desde Novembro de 2005. Em dólares dos EUA, os preços globais das matérias-primas não energéticas aumentaram, em média, 9.5% em 2005. Os preços do ouro em 2005 aumentaram para o nível mais elevado desde 1981, atingindo USD 538 por onça *tray* em Dezembro de 2005.

## 2.2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA

### A DINÂMICA DO M3 CONTINUOU A FORTALECER-SE, NUM CONTEXTO DE TAXAS DE JURO BAIXAS

Em 2005, o crescimento monetário fortaleceu-se substancialmente, impulsionado pelo efeito de estímulo do nível baixo das taxas de juro na área do euro. Simultaneamente, o efeito compensador e atenuante sobre o crescimento do M3 associado à normalização do comportamento de afectação de carteira dos residentes na área do euro (após a sua forte preferência por liquidez entre 2001 e meados de 2003), perdeu dinamismo, em especial na primeira metade do ano. Em termos gerais, o fortalecimento do crescimento monetário ao longo de 2005 contribuiu para a situação de liquidez já ampla na área do euro.

Após um aumento na segunda metade de 2004, o crescimento do M3 manteve-se robusto nos primeiros meses de 2005. A partir de Abril de 2005, houve uma retoma acentuada do fortalecimento do crescimento monetário, com a taxa de crescimento homóloga do M3 a aumentar para 8.0% no terceiro trimestre de 2005. A dinâmica monetária de mais curto prazo foi particularmente forte em meados do ano, com a taxa de crescimento a seis meses anualizada do M3 a atingir, em Setembro de 2005, o seu nível mais elevado desde o início

da Terceira Fase da UEM. No último trimestre de 2005, o crescimento monetário revelou alguns sinais de moderação, embora o M3 tenha ainda crescido a um ritmo robusto de 7.8%, numa base anual.

Do lado das componentes, o maior contributo para o crescimento global do M3 foi dado pelos activos mais líquidos no M3 contidos no agregado estreito M1. Do lado das contrapartidas, a expansão monetária foi em larga escala impulsionada pelo crédito das IFM ao sector privado. Ambos os desenvolvimentos sugerem que o prevalecente nível baixo das taxas de juro na área do euro, que implica baixos custos de oportunidade de detenção de saldos líquidos e custos de financiamento reduzidos, foi um factor essencial impulsionador da dinâmica monetária em 2005.

Esta evolução implicou também que o fortalecimento substancial do crescimento do M3 a partir de meados de 2004 foi de natureza diferente do fortalecimento observado entre 2001 e o início de 2003. Durante este último período, que foi caracterizado por uma maior incerteza económica e financeira, o aumento do crescimento homólogo do M3 foi acompanhado por uma descida constante da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado (ver Gráfico 4). Pelo contrário, o fortalecimento da dinâmica monetária observado desde meados de 2004 tem estado associado a um aumento do crescimento dos empréstimos ao sector privado. Por conseguinte, reflecte muito provavelmente factores fundamentais, em particular o nível baixo das taxas de juro, em vez do impacto de ajustamentos de carteira induzidos pela volatilidade nos mercados financeiros, como os observados entre 2001 e meados de 2003. (Para uma análise das forças impulsionadoras subjacentes ao crescimento do M3 desde meados de 2004, ver Caixa 1 intitulada “Alteração da natureza da forte dinâmica monetária nos últimos anos”.)

A normalização do comportamento de afectação de carteira dos residentes na área do euro, na sequência da sua maior preferência por liquidez

entre 2001 e meados de 2003, prosseguiu ao longo de 2005, embora apenas a um ritmo muito lento. Verificaram-se ajustamentos de carteira com substituição de moeda por activos de mais longo prazo, o que exerceu algum efeito atenuante sobre o crescimento do M3, embora em dimensão muito mais modesta do que seria de esperar, considerando a regularidade observada no passado. Em particular, o sector detentor de moeda da área do euro continuou a revelar relutância em investir em activos externos, o que contrastou com a apetência de estrangeiros em investir em activos da área do euro. Porém, no final do ano, observaram-se alguns sinais preliminares de uma eventual recuperação do desfazer de anteriores ajustamentos de carteira no sentido de moeda, como se reflecte no comportamento das disponibilidades líquidas sobre o exterior de IFM. Na medida em que este desfazer tem um efeito atenuante sobre o crescimento monetário, tal implicaria que a série oficial do crescimento do M3 tende a subestimar a taxa de expansão monetária subjacente.

Tal como sucedeu em 2003 e 2004, o principal contributo para o crescimento homólogo do M3 em 2005 foi dado pelas componentes mais líquidas contidas no M1 (ver Gráfico 5). A continuação do forte contributo global do M1 ocultou algumas diferenças em termos do desenvolvimento das componentes subjacentes. Por um lado, a taxa de crescimento homóloga das detenções de moeda em circulação abrandou ao longo de 2005, situando-se em 13.7% em Dezembro de 2005, face a 18.5% em Janeiro de 2005. Esta evolução esteve em linha com as expectativas de um processo prolongado de ajustamento das detenções de notas e moedas, após a transição para o euro fiduciário em Janeiro de 2002. Por outro lado, verificou-se em 2005 um fortalecimento da taxa de crescimento homóloga dos depósitos à ordem, apoiado pelos custos de oportunidade muito baixos de detenção destes instrumentos num contexto de taxas de juro muito baixas. A taxa de juro média dos depósitos à ordem para as famílias e as sociedades não financeiras manteve-se praticamente inalterada em relação

#### Gráfico 4 M3 e empréstimos ao sector privado

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



Fonte: BCE.

#### Gráfico 5 Contributos para o crescimento homólogo do M3

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

ao nível registado no final de 2003, situando-se em 0.81% no final de 2005 (ver Gráfico 6). Simultaneamente, as inovações financeiras, tal como contas de depósito na Internet com ampla liquidez e elevado rendimento, que são em parte registadas como depósitos à ordem, poderão ter sido também relevantes.

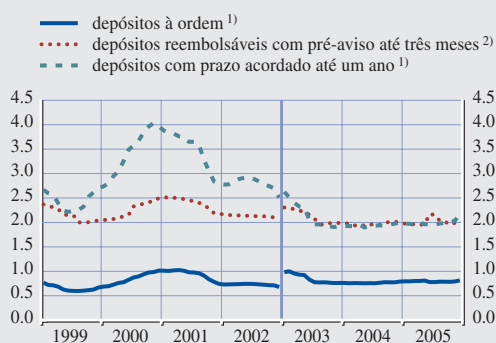
Embora o M1 tenha dado o maior contributo global para o crescimento do M3 em 2005, o fortalecimento do crescimento homólogo do M3 em 2005 deveu-se, em grande parte, à evolução dos depósitos de curto prazo excepto depósitos à ordem (ver Gráfico 5). O seu contributo médio para o crescimento anual do M3 foi de cerca de 2.1 pontos percentuais em 2005, quase o dobro do valor registado em 2004. Este elevado contributo reflectiu um aumento sustentado da taxa de crescimento homóloga dos depósitos de curto prazo (ou seja, depósitos com prazo até dois anos, inclusive), enquanto a taxa dos depósitos de poupança de curto prazo (ou seja, depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive) desceu gradualmente ao longo do ano. Em termos gerais, a relativa robustez da

procura de depósitos de curto prazo, excepto depósitos à ordem, deverá reflectir o baixo custo de oportunidade de detenção destes activos de remuneração relativamente baixa mas também relativamente líquidos, num contexto de baixas taxas de juro.

No que se refere a instrumentos negociáveis, o seu contributo médio para a taxa de crescimento homóloga do M3 aumentou apenas ligeiramente para 0.6 pontos percentuais em 2005, face a 0.5 pontos percentuais no ano anterior. Este aumento ocultou desenvolvimentos diferentes nas componentes. Por um lado, a taxa de crescimento homóloga das acções/idades de participação em fundos do mercado monetário manteve-se num nível relativamente moderado. Dado que estes activos são frequentemente detidos por famílias e empresas como veículos de poupança seguros em épocas de incerteza económica e financeira, o seu crescimento moderado foi consistente com uma normalização em curso, embora lenta, do comportamento de afectação de carteira por parte dos residentes na área do euro em 2005. Por outro lado, a procura de títulos de dívida com prazo até dois

### Gráfico 6 Taxas de juro de curto prazo sobre depósitos

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

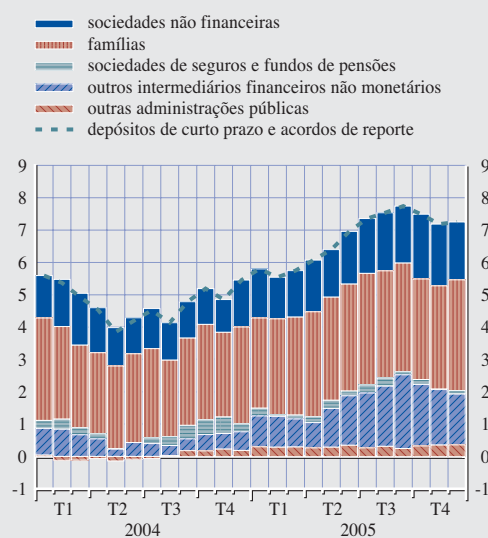
Notas: Dados relativos às taxas de juro a retalho até Dezembro de 2002 e às taxas de juro das IFM sobre novas operações excluindo descobertos bancários desde Janeiro de 2003 (com ponderadores ajustados desde Dezembro de 2003). Para mais informações sobre as estatísticas das taxas de juro das IFM e sobre os ponderadores ajustados, ver Caixa 2 na edição de Dezembro de 2003 e Caixa 3 na edição de Agosto de 2004 do Boletim Mensal do BCE, respectivamente.

1) Antes de 2003, taxa de juro sobre os depósitos de empresas. A partir de Janeiro de 2003, taxa de juro sobre os depósitos das famílias e das sociedades não financeiras.

2) Antes de 2003, taxa de juro sobre os depósitos de empresas. A partir de Janeiro de 2003, taxa de juro sobre os depósitos das famílias.

### Gráfico 7 Contributos para a taxa de crescimento homóloga de depósitos de curto prazo e acordos de reporte

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais; dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Nota: O sector que reporta os dados inclui IFM e exclui o Eurosistema e as administrações centrais.

anos fortaleceu-se de forma significativa, reflectindo eventualmente o aparecimento de novos produtos estruturados que combinam estes títulos com instrumentos derivados que envolvem alguma exposição à evolução dos mercados de títulos, enquanto protegem os investidores de elevadas perdas de capital. A taxa de crescimento homóloga média dos acordos de reporte aumentou também fortemente em 2005, em comparação com o ano anterior, embora o crescimento destes instrumentos possa ser muito volátil.

A desagregação sectorial dos depósitos de curto prazo e dos acordos de reporte (ou seja, a maior agregação de componentes do M3 para a qual se encontra disponível uma desagregação sectorial fiável) sugere que o fortalecimento do crescimento monetário ao longo de 2005 se poderia atribuir, em larga medida, às detenções de depósitos de intermediários financeiros excepto IFM (ver Gráfico 7). Em particular, os

intermediários financeiros não monetários, excepto sociedades de seguros e fundos de pensões (conhecidos por outros intermediários financeiros ou OIF) foram em grande parte responsáveis pela trajectória ascendente da dinâmica do M3 durante a maior parte de 2005, apesar de justificarem apenas uma pequena parte do total das detenções de moeda. A crescente importância dos OIF nos últimos anos como sector detentor de moeda poderá em larga medida reflectir a desregulamentação e liberalização financeiras, bem como a evolução associada de mercados de títulos mais profundos e mais líquidos.

Ao mesmo tempo, o contributo dos depósitos detidos por sociedades não financeiras para o crescimento dos depósitos de curto prazo e dos acordos de reporte aumentou também ligeiramente face a 2004. No caso de sociedades não financeiras, estas detenções concentram-se tipicamente nos tipos de depósitos mais

líquidos, sugerindo que são geralmente detidos para efeitos de transacção e estão associados a financiamentos de curto prazo e a necessidades de tesouraria. Além disso, o crescimento mais forte dos depósitos das empresas poderá reflectir também motivos de precaução, dado que as sociedades não financeiras podem deter depósitos líquidos para evitar custos de oportunidade relacionados com possibilidades de investimento inadiáveis e/ou custos de

obtenção de financiamento externo, caso surjam necessidades de tesouraria não previstas.

Por último, os dados relativos à desagregação sectorial dos depósitos de curto prazo e dos acordos de reporte indicam que as famílias continuaram a dar os principais contributos para o forte crescimento destes instrumentos ao longo de 2005.

## Caixa I

### ALTERAÇÃO DA NATUREZA DA FORTE DINÂMICA MONETÁRIA NOS ÚLTIMOS ANOS

A evolução monetária nos últimos anos foi caracterizada por dois períodos de fortalecimento significativo da taxa de crescimento homóloga do M3. O primeiro período teve início com a duplicação do crescimento homólogo do M3, de taxas em torno de 4% para cerca de 8% ao longo de 2001 e terminou com um novo aumento para quase 9% na primeira metade de 2003. O segundo período principiou em meados de 2004, e desde essa data o crescimento homólogo do M3 aumentou de cerca de 5% para um pico de 8% no terceiro trimestre de 2005. A presente caixa utiliza informação contida nas componentes e contrapartidas do M3 e a desagregação sectorial dos depósitos para ilustrar a diferente natureza do fortalecimento do crescimento monetário nos dois períodos.

Os principais impulsionadores do crescimento mais forte do M3 entre 2001 e a primeira metade de 2003 foram o aumento das incertezas geopolíticas, económicas e, em especial, financeiras prevalentes nesse período, associadas a uma série de grandes choques para a economia mundial<sup>1</sup>. Estes choques incluíram uma queda substancial dos preços das acções, os ataques terroristas nos Estados Unidos em 11 de Setembro de 2001, diversos escândalos contabilísticos dos dois lados do Atlântico, na sequência da correcção do mercado accionista, e as guerras no Afeganistão no final de 2001 e no Iraque no início de 2003. A procura de um “porto seguro” para as poupanças face a estes choques levou o sector detentor de moeda (principalmente as famílias e as sociedades não financeiras) a ajustar as carteiras de activos, substituindo activos de maior risco e de mais longo prazo por activos monetários seguros e líquidos, fazendo assim aumentar o crescimento monetário. A partir de meados de 2004, pelo contrário, o crescimento monetário mais forte parece ter sido de natureza mais fundamental, impulsionado pelo nível baixo das taxas de juro e, por conseguinte, pelos baixos custos de oportunidade da detenção de moeda.

Uma análise pormenorizada das componentes do M3 revela que os ajustamentos de carteira com a substituição de activos de maior risco por moeda entre 2001 e meados de 2003 impulsionaram as entradas em títulos de dívida com prazo até dois anos e em acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário, detidas por famílias e empresas com o

1 Ver artigo intitulado “*Money demand and uncertainty*” na edição de Outubro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

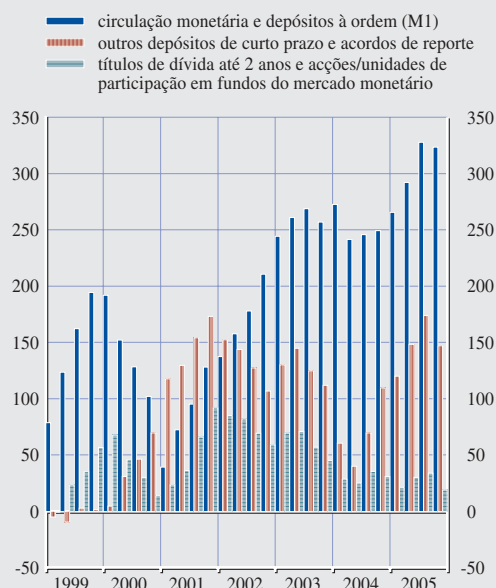


objectivo de “estacionar” liquidez em épocas de maior incerteza. Em consequência, a evolução destas duas componentes exerceu uma influência significativa sobre a dinâmica monetária global, enquanto o contributo das componentes mais líquidas desempenhou um papel subordinado. Pelo contrário, o elevado crescimento do M3 desde meados de 2004 foi impulsionado pelas componentes mais líquidas contidas no agregado estreito M1. Ao mesmo tempo, o fluxo anual no sentido de títulos de dívida com prazo até dois anos e de acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário tem sido mais modesto (ver Gráfico A).

Quanto às contrapartidas do M3, a diferente natureza do forte crescimento monetário nos dois períodos é visível na evolução dos empréstimos ao sector privado (ver Gráfico 4 no texto principal). Entre 2001 e meados de 2003, o fortalecimento do crescimento do M3 foi acompanhado por uma forte descida da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado. Por outras palavras, durante o período prolongado de maior incerteza económica e financeira, as taxas de crescimento do M3 e o financiamento privado prosseguiram trajectórias divergentes. Pelo contrário, o período desde meados de 2004 tem sido caracterizado por um fortalecimento do crescimento monetário e do crescimento dos empréstimos ao sector

### Gráfico A Componentes do M3

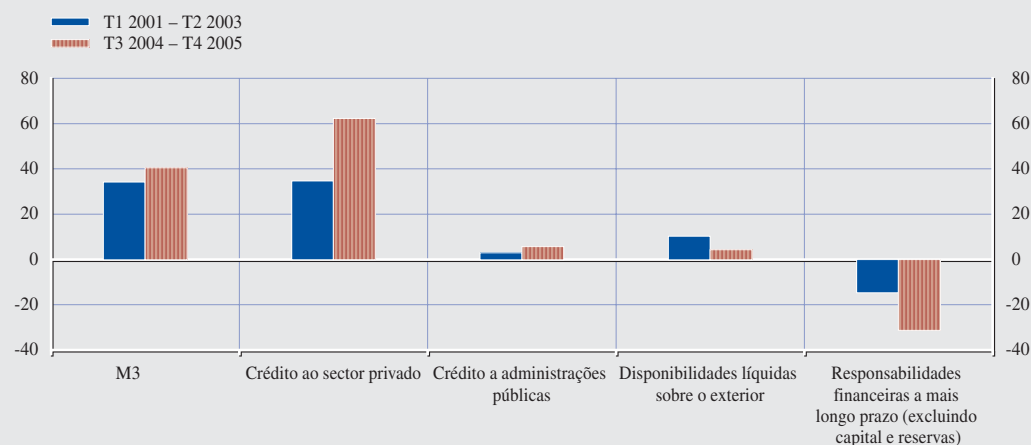
(fluxos anuais; EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

### Gráfico B Movimentos no M3 e suas contrapartidas

(fluxos mensais; médias do período; EUR mil milhões; dados corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Notas: O M3 é apresentado apenas como referência. As responsabilidades financeiras a mais longo prazo (excluindo capital e reservas) são apresentadas com sinal contrário, uma vez que são responsabilidades do sector das IFM.

privado, reflectindo os baixos custos de oportunidade de detenção de activos monetários e as condições de financiamento favoráveis implícitas nos níveis baixos das taxas de juro.

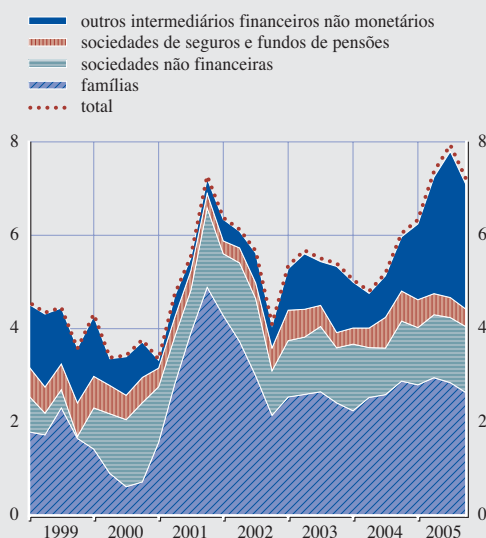
O Gráfico B ilustra o papel essencial desempenhado pelos fortes fluxos de capitais para a área do euro no fortalecimento da dinâmica monetária entre 2001 e meados de 2003 (representado pelas alterações nas disponibilidades líquidas sobre o exterior ao longo deste período). No contexto de maior incerteza quer geopolítica quer nos mercados financeiros, os residentes na área do euro repatriaram fundos previamente investidos em títulos de participação estrangeiros, na procura de um porto seguro face aos choques que afectavam a economia mundial. No período desde meados de 2004, as alterações na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior desempenharam um papel muito mais modesto no fortalecimento da dinâmica monetária, se bem que positivo. Embora tal possa sugerir que o sector detentor de moeda da área do euro se manteve relutante em investir em activos externos (pelo menos no que se refere à procura de activos da área do euro por não residentes na área do euro), o seu impacto sobre o crescimento do M3 tem sido modesto, quando comparado com o impulso proporcionado pela expansão dos empréstimos.

Quanto à evolução global das contrapartidas do M3, o período entre 2001 e meados de 2003 pode ser caracterizado por uma substituição de activos de mais longo prazo de maior risco por activos monetários de mais curto prazo, como ilustra o modesto fluxo para responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM. No período desde meados de 2004, no contexto de uma expansão do balanço consolidado global das IFM, verificaram-se entradas substanciais para responsabilidades financeiras a mais longo prazo de IFM, em paralelo com uma forte dinâmica monetária.

Por último, analisando uma desagregação sectorial dos depósitos em todos os prazos (o agregado para o qual se dispõe de uma desagregação sectorial desde 1999, que inclui depósitos a mais longo prazo fora do M3), pode-se observar que, durante o primeiro período, o fortalecimento da procura de depósitos (incluindo acordos de reporte) teve predominantemente origem no sector das famílias (ver Gráfico C). Tal reflecte a maior aversão ao risco e a preferência por liquidez por parte das famílias, após o rebentamento da bolha do mercado bolsista e o surgimento de incertezas geopolíticas. No segundo período, o fortalecimento do crescimento dos depósitos em todos os prazos é caracterizado por um crescente contributo do sector “outros intermediários financeiros não monetários”, tendo o impacto dos depósitos das famílias sido modesto. Porém, os dados relativos a depósitos de curto prazo e acordos de reporte (ou seja, as componentes do M3 para as quais se dispõe de uma desagregação sectorial, mas

### Gráfico C Composição sectorial dos depósitos do sector privado

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais; dados não corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Nota: O sector que reporta os dados inclui IFM excluindo o Eurosistema.

que apenas foram recolhidas desde 2003) indicam que o contributo das famílias neste período é mais pronunciado para os depósitos contidos no M3 do que para as detenções de depósitos globais.

Em suma, a análise da desagregação sectorial dos depósitos, bem como das componentes e contrapartidas do M3, confirma que os dois períodos de forte crescimento do M3 nos últimos anos, entre 2001 e o primeiro semestre de 2003 e desde meados de 2004, tiveram naturezas diferentes. Em particular, o vigor do crescimento das componentes mais líquidas e a dinâmica da procura de crédito sugerem que, durante o segundo período, o nível baixo das taxas de juro foi um factor essencial impulsionador do crescimento monetário. Quanto às implicações para a estabilidade de preços, o forte crescimento do M3 no primeiro período, num contexto de excepcional incerteza financeira e geopolítica, que conduziu a uma maior preferência por liquidez, parece ter reflectido alterações no comportamento de afectação de carteira e pode ser considerado relativamente benigno em termos das perspectivas para a evolução dos preços, enquanto a natureza diferente da forte evolução monetária desde meados de 2004 implica um maior risco de pressões inflacionistas a médio e mais longo prazo.

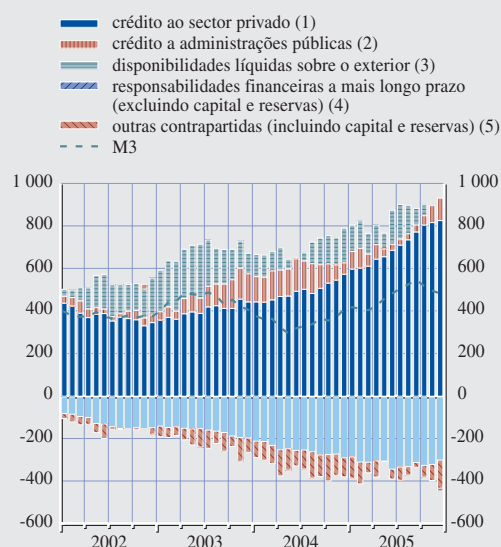
### CRESCIMENTO DO CRÉDITO DAS IFM AO SECTOR PRIVADO CONTINUOU A FORTALECER-SE

Do lado das contrapartidas, a dinâmica monetária foi impulsionada pela continuação do fortalecimento do crédito das IFM ao sector privado (ver Gráfico 8). Tal reflectiu um forte aumento da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM ao sector privado, num contexto de baixas taxas de juro, melhores condições de concessão de crédito (como referido no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro) e fortes aumentos nos preços dos activos, em particular no mercado da habitação. No final de 2005, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado tinha aumentado para 9.1%, face a 7.1% em Dezembro de 2004. A dinâmica dos empréstimos das IFM ao sector privado em 2005 foi generalizada aos principais sectores detentores de moeda. Embora o maior contributo para o crescimento dos empréstimos ao sector privado se possa atribuir ao sector das famílias, reflectindo principalmente empréstimos para a aquisição de habitação, a continuação do fortalecimento do crescimento dos empréstimos reflectiu também, em larga medida, a evolução dos empréstimos quer a sociedades não financeiras quer a outros intermediários financeiros.

Entre as outras contrapartidas do M3, a dinâmica das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e

**Gráfico 8 Contrapartidas do M3**

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



Fonte: BCE.

Notas: O M3 é apresentado apenas como referência ( $M3=1+2+3-4+5$ ). As responsabilidades financeiras a mais longo prazo (excluindo capital e reservas) são apresentadas com sinal contrário, uma vez que são responsabilidades do sector das IFM.

reservas) manteve-se robusta em 2005, após um fortalecimento substancial no ano anterior. Tal sugere a continuação da propensão por parte do sector detentor de moeda da área do euro para investir em activos de mais longo prazo em euros. Contudo, dada a ausência de uma aceleração das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM em 2005, em comparação com 2004, a evolução sugeriu também alguma perda de dinamismo na normalização do comportamento de afectação de carteira pelos residentes na área do euro, que se caracterizou por um ajustamento de activos monetários líquidos no sentido de instrumentos com um prazo mais longo.

A evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM foi ainda caracterizada, durante grande parte de 2005, por fluxos anuais positivos, que exerceram uma pressão ascendente sobre a dinâmica do M3 (ver Gráfico 8). Os dados da balança de pagamentos sugerem que este fenómeno reflectiu a maior propensão por parte de não residentes na área do euro para investir em acções e obrigações da área do euro, em comparação com a propensão de residentes na área do euro para investir no exterior. Durante a primeira metade do ano, este padrão de investimento pode ter estado relacionado com a evolução da taxa de câmbio do euro<sup>1</sup>.

Pelo contrário, a segunda metade do ano registou uma sucessão de saídas líquidas de capital da área do euro, em termos mensais em cadeia, devido provavelmente a um novo aumento do diferencial de taxa de juro entre os Estados Unidos e a área do euro nos prazos mais curtos da curva de rendimentos. Tal poderá ter estado associado a algum desvanecimento de anteriores ajustamentos de carteira a favor de activos monetários, sendo esses fundos reinvestidos em títulos estrangeiros de maior risco, na sequência de uma aparente diminuição da relutância dos investidores da área do euro em investir no exterior. Esta evolução fez reduzir gradualmente o fluxo anual de disponibilidades líquidas sobre o exterior de IFM da área do euro, acabando por levar esta

contrapartida para uma posição negativa em Novembro de 2005, pela primeira vez desde Dezembro de 2001. No final do ano, o efeito atenuador sobre o crescimento do M3, decorrente da evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior e das responsabilidades financeiras a mais longo prazo, mais do que compensou o fortalecimento do crescimento do crédito.

### A LIQUIDEZ MANTEVE-SE AMPLA

O fortalecimento da dinâmica do M3 ao longo de 2005 contribuiu para o *stock* de liquidez já amplo na área do euro. As estimativas disponíveis da situação de liquidez (representada pelo desvio monetário nominal e pelo desvio monetário real), que procuram medir a liquidez disponível para além do montante necessário para financiar um crescimento não inflacionista, aumentaram de novo em 2005 (ver Gráfico 9). O desvio monetário nominal é definido como a diferença entre o nível observado do M3 e o nível do M3 que teria resultado do crescimento constante deste agregado de acordo com o valor de referência de 4½% desde Dezembro de 1998, enquanto o desvio monetário real corrige o desvio monetário nominal da liquidez excedentária absorvida pela anterior evolução dos preços (ou seja, o desvio acumulado das taxas de inflação em relação à definição de estabilidade de preços do BCE). No final do ano, ambas as medidas revelavam alguns sinais de estabilização, mas a níveis ainda elevados.

O BCE tem também publicado regularmente desvios monetários construídos com base numa série do M3 corrigida, que procura corrigir o impacto estimado de ajustamentos de carteira a favor de activos monetários, desencadeados por uma maior incerteza em termos económicos e financeiros entre 2001 e 2003<sup>2</sup>. Estas medidas corrigidas revelam o mesmo movimento

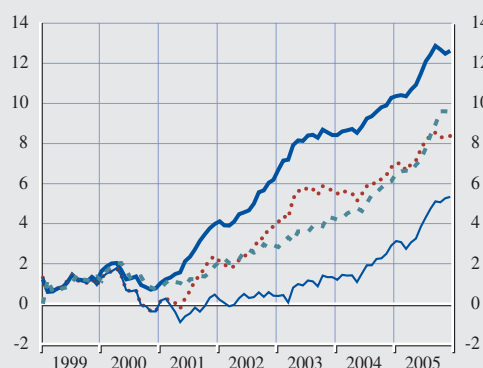
1 Para mais pormenores sobre a ligação entre a evolução da taxa de câmbio e as disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM, ver caixa intitulada “Recent developments in MFI net external assets” na edição de Julho de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

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

### Gráfico 9 Estimativas do desvio monetário<sup>1)</sup>

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

- desvio monetário nominal com base no M3 oficial
- ..... desvio monetário real com base no M3 oficial
- - - desvio monetário nominal com base no M3 corrigido do impacto estimado dos ajustamentos de carteira<sup>2)</sup>
- desvio monetário real com base no M3 corrigido do impacto estimado dos ajustamentos de carteira<sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

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

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

ascendente em 2005, mas mantendo-se substancialmente abaixo dos correspondentes desvios monetários baseados no M3 oficial.

Quando se avaliam estas medidas de liquidez, convém não esquecer que elas são medidas imperfeitas da situação de liquidez. Dado que a escolha do período de base é, de certa forma, arbitrária, os níveis destas medidas encontram-se rodeados de considerável incerteza, devendo por isso ser tratados com precaução. Além disso, não é totalmente de excluir que a actual situação de liquidez reflecte, em parte, uma mudança permanente no comportamento da procura de moeda por parte dos agentes económicos, isto é, uma preferência por

liquidez estruturalmente mais elevada e, por conseguinte, um aumento do nível desejado de detenção de moeda. Por último, a estimativa do M3 corrigida de ajustamentos de carteira está rodeada de um grau considerável de incerteza relacionada com a estimação das correcções feitas ao próprio M3.

Estas consideráveis incertezas estão bem reflectidas na vasta gama de estimativas mostrada pelas quatro medidas de liquidez aqui discutidas. Porém, não obstante estas incertezas, o cenário geral revelado por estas medidas é que as condições de liquidez na área do euro permaneceram amplas ao longo de 2005. De uma perspectiva de médio a mais longo prazo, uma liquidez ampla coloca riscos para a estabilidade de preços. Além disso, um forte crescimento monetário e do crédito, no contexto de uma situação de liquidez já ampla, implica a necessidade de acompanhar de perto a evolução dos preços dos activos, em particular nos mercados da habitação, em virtude do potencial risco de surgirem desalinhamentos.

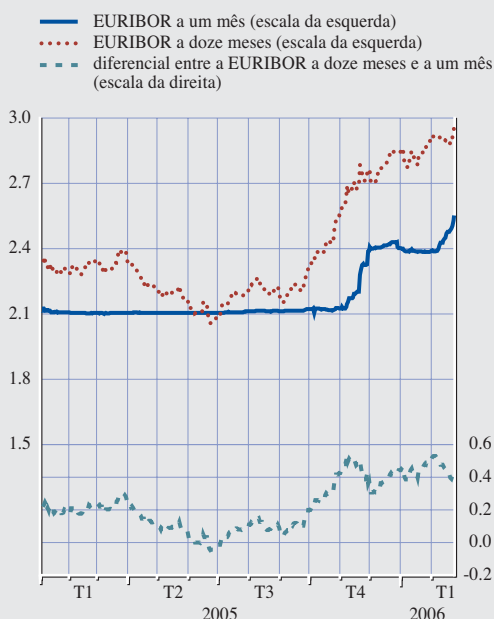
### DEPOIS DE TEREM PERMANECIDO ESTÁVEIS, AS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO AUMENTARAM NO FINAL DO ANO

Durante a maior parte de 2005, o Conselho do BCE decidiu manter inalteradas as suas taxas de juro directoras. Em 1 de Dezembro de 2005, estas taxas tiveram um aumento de 25 pontos base, mas mantiveram-se em níveis baixos segundo padrões históricos. As taxas do mercado monetário nos prazos mais curtos da curva de rendimentos (tal como a EURIBOR a um mês apresentada no Gráfico 10) reflectiram de perto esta evolução das taxas de juro directoras do BCE. As taxas de juro do mercado monetário mantiveram-se praticamente estáveis em níveis ligeiramente acima de 2% até Novembro, altura em que subiram, num contexto de expectativas de um aumento das taxas de juro directoras do BCE.

As taxas de juro do mercado monetário com prazos mais longos mantiveram-se praticamente estáveis no primeiro trimestre de 2005, em níveis ligeiramente acima das taxas com prazos

### Gráfico 10 Taxas de juro de curto prazo na área do euro e inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário

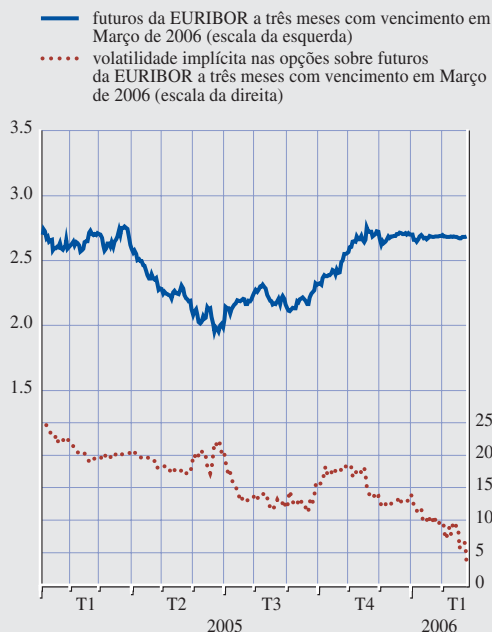
(percentagens por ano; pontos percentuais; dados diários)



Fonte: Reuters.

### Gráfico 11 Taxas de futuros da EURIBOR a três meses e volatilidade implícita derivada das opções de futuros da EURIBOR a três meses

(percentagens por ano; pontos base; dados diários)



Fontes: Reuters e Bloomberg.

mais curtos. No segundo trimestre de 2005, a EURIBOR a doze meses começou a descer e, em resultado, no final de Junho, tinha já atingido o mesmo nível – tendo mesmo durante um breve período sido inferior ao – registado pelas taxas nos prazos mais curtos da curva de rendimentos do mercado monetário. Este movimento descendente inverteu-se no final de Julho de 2005 e, a partir do início do quarto trimestre, a tendência ascendente das taxas nos prazos mais longos acelerou, evolução que persistiu até ao início de 2006.

Esta evolução reflectiu-se na inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário. No final de Maio de 2005, alguma expectativa quanto a uma descida das taxas de juro directoras do BCE deu origem a um movimento descendente das taxas, em especial nos prazos mais longos da curva de rendimentos do mercado monetário. A inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário – medida pela diferença entre a EURIBOR a doze meses

e a um mês – tornou-se negativa em Junho e atingiu um valor mínimo de -5 pontos base em 23 de Junho de 2005. Contudo, as expectativas do mercado de uma nova redução das taxas de juro directoras do BCE diminuíram rapidamente, à medida que melhoravam as perspectivas de crescimento económico para a área do euro. Tal resultou numa maior inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário, que se manteve até meados de Novembro, quando as taxas de curto prazo reagiram às crescentes expectativas de um aumento das taxas de juro directoras e a curva de rendimentos se tornou ligeiramente menos inclinada. Após a viragem do ano, as taxas de mais curto prazo do mercado monetário, em geral, estabilizaram, enquanto as taxas de mais longo prazo continuaram a aumentar. Como consequência, a inclinação da curva de rendimentos aumentou em Janeiro de 2006, atingindo níveis comparáveis aos observados em meados de Novembro. Em Fevereiro, porém, este movimento inverteu-se, tendo as taxas de mais curto prazo aumentado,

enquanto as taxas de mais longo prazo se mantiveram geralmente estáveis, com a EURIBOR a um mês e a doze meses a situar-se em 2.55% e 2.96%, respectivamente, em 24 de Fevereiro. Como resultado, a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário reduziu-se novamente 10 pontos base durante o mês de Fevereiro.

A volatilidade implícita derivada das opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a três meses desceu de forma acentuada entre Janeiro e Maio de 2005, indicando que os participantes no mercado atribuíram um grau de incerteza muito baixo à trajectória futura esperada das taxas de juro de curto prazo. Contudo, face a este nível baixo, a volatilidade aumentou subsequentemente em duas ocasiões: em Junho de 2005 e, mais acentuadamente, durante o quarto trimestre de 2005. Em ambas as ocasiões, o aumento da volatilidade esteve associado ao surgimento de expectativas do mercado de uma alteração nas taxas de juro directoras do BCE. No final do ano e, em particular, após a decisão do Conselho do BCE de aumentar as taxas de juro em 1 de Dezembro, a volatilidade desceu inicialmente, para depois estabilizar. No início de 2006, a volatilidade diminuiu de novo, alcançando níveis muito baixos em comparação com o observado em 2005 (ver Gráfico 11).

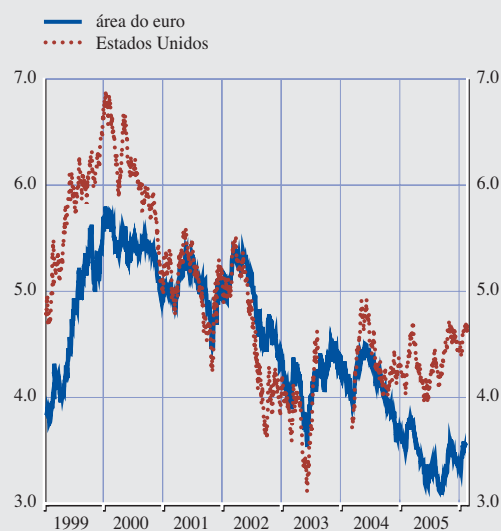
### TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE LONGO PRAZO REGISTRARAM MÍNIMOS HISTÓRICOS EM 2005

Em 2005, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro registaram os níveis mais baixos verificados desde há um século<sup>3</sup>. Após o mínimo histórico de 3.1% em Setembro de 2005, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro aumentaram para 3.4% no final do ano, ainda cerca de 35 pontos base abaixo dos níveis prevaletentes no final de 2004 (ver Gráfico 12).

Em geral, os níveis baixos das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro em 2005 reflectiram percepções entre os participantes no mercado de pressões

### Gráfico 12 Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo<sup>1)</sup>

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.  
1) Obrigações a dez anos ou à maturidade disponível mais próxima das obrigações.

inflacionistas de longo prazo moderadas e baixas taxas de rendibilidade real (ver Gráfico 13). As expectativas de inflação a longo prazo – como reflectem as taxas de inflação implícitas – flutuaram num intervalo bastante estreito ao longo de 2005, mantendo-se portanto bem ancoradas em níveis relativamente baixos. As taxas de rendibilidade reais das obrigações de longo prazo parecerem ter sido afectadas não só pelas revisões em baixa das expectativas de crescimento de longo prazo, em especial no contexto do aumento dos preços do petróleo (ver Caixa 2 intitulada “Impacto do aumento dos preços do petróleo sobre as taxas de rendibilidade das obrigações e os preços das acções: comparação histórica para a área do euro e os Estados Unidos”), mas também pela elevada procura de obrigações de dívida pública.

<sup>3</sup> Ver caixa intitulada “Long-term and short-term nominal interest rates in the largest euro area countries from a historical perspective” na edição de Agosto de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

No final do primeiro trimestre, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo na área do euro registaram o seu nível mais elevado em 2005, atingindo 3.8%, o que reflecte, em particular, o aumento das obrigações de dívida pública de longo prazo nos EUA, no contexto de maiores pressões sobre os preços e de publicações de dados geralmente favoráveis no que se refere às perspectivas económicas nos Estados Unidos.

Entre o final do primeiro e do terceiro trimestres, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro retomaram a tendência descendente, atingindo um nível historicamente baixo de 3.1% no final do terceiro trimestre de 2005. Esta descida das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo reflectiu uma queda das taxas de rendibilidade reais até ao final do terceiro trimestre, enquanto as preocupações inflacionistas permaneceram moderadas, apesar do aumento dos preços do petróleo (ver Gráfico 13). A descida das taxas de rendibilidade reais pareceu dever-se, apenas em parte, a fundamentos macroeconómicos, ou seja, perspectivas de crescimento a longo prazo, e, em mais larga medida, a outros factores principalmente relacionados com a pouca habitual procura elevada de obrigações de longo prazo<sup>4</sup>. Na área do euro, os fundos de pensões, em particular, registaram um aumento das detenções de obrigações de longo prazo, devido em parte a alterações regulamentares e à maior necessidade dos fundos de pensões de fazerem corresponder os seus activos com os seus passivos (de longo prazo). Numa perspectiva a mais longo prazo, outro desenvolvimento estrutural que poderá ter contribuído para o nível baixo das taxas de rendibilidade das obrigações foi o aumento da actividade de poupança da geração correspondente à explosão demográfica e da população em envelhecimento em geral. Comportamentos especulativos, tais como transacções influenciadas pela curva de rendimentos, ou seja endividamento a baixas taxas de juro de curto prazo e investimento em instrumentos de mais longo prazo, podem ter

### Gráfico 13 Taxas de rendibilidade reais das obrigações e taxas de inflação implícitas da área do euro

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

1) Calculadas a partir dos preços de mercado das obrigações de dívida pública francesas indexadas ao IHPC da área do euro, excluindo o tabaco.

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

intensificado a descida das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo.

Todos os principais mercados registaram taxas de rendibilidade baixas das obrigações de dívida pública de longo prazo, o que poderá sugerir que as taxas de rendibilidade das obrigações na área do euro desceram devido não só a factores internos, mas também, e em larga medida, a uma maior procura de obrigações da área do euro a nível mundial. A este respeito, o fortalecimento da procura de obrigações por países exportadores de petróleo e a continuação da elevada procura de obrigações por bancos centrais da Ásia e de outras regiões, em paralelo com uma crescente diversificação das reservas

4 Ver caixa intitulada "Recent developments in long-term real interest rates" na edição de Abril de 2005 do Boletim Mensal do BCE.



cambiais, podem ter tido um papel relevante. Além disso, não é de excluir que os níveis baixos das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo em 2005 tivessem estado também relacionados com a ampla liquidez no sistema financeiro mundial, após um período prolongado de orientação acomodatória da política monetária.

No final do terceiro trimestre de 2005, tinha cessado a descida das taxas de rendibilidade das obrigações nominais e reais na área do euro. A subida das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nominais e indexadas no quarto trimestre de 2005 sugere que os mercados esperavam um ritmo de crescimento económico ligeiramente mais rápido na área do euro a curto prazo. A subida das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nominais e reais na área do euro reflectiu também revisões em alta por parte dos participantes no mercado relativamente à futura trajectória de curto a médio prazo das taxas de juro de curto prazo, como sugere o movimento ascendente gradual nos segmentos de prazo correspondentes da curva de rendimentos implícita nos contratos a prazo no quarto trimestre de 2005.

Como resultado destes desenvolvimentos, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos nominais na área do euro terminaram o ano em 3.4%, um valor cerca de 35 pontos base abaixo do registado no final de 2004. Nos Estados Unidos, pelo contrário, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos tiveram um aumento de cerca de 20 pontos base ao longo do mesmo período. Consequentemente, o diferencial entre as taxas de juro a dez anos nos Estados Unidos e na área do euro alargou-se significativamente durante o ano de 2005. Depois de se situar em 55 pontos base no final de 2004, atingiu um pico de 120 pontos base no início do quarto trimestre de 2005. Esta evolução diferente das taxas de juro de longo prazo reflectiu opiniões divergentes entre os participantes no mercado quanto às perspectivas macroeconómicas e às expectativas das taxas de juro de curto prazo

nas duas economias. As taxas de rendibilidade reais das obrigações a mais longo prazo desceram na área do euro em 2005, enquanto nos Estados Unidos aumentaram de forma significativa.

Em 2005, as taxas de inflação implícitas a longo prazo flutuaram num intervalo estreito entre 1.9% e 2.2% na área do euro, como se mostra no Gráfico 13, apesar da subida dos preços do petróleo. A taxa de inflação implícita baseada no prazo com vencimento em 2012 situava-se no final do ano em 2.0%, o que correspondia a uma descida de 20 pontos base, em comparação com o final de 2004.

A volatilidade implícita do mercado obrigacionista em 2005 – que fornece sinais quanto às perspectivas do mercado sobre os intervalos dentro dos quais as taxas de rendibilidade das obrigações deverão oscilar a curto prazo – manteve-se nos níveis baixos observados no segundo semestre de 2004. Tal indica que em 2005 os participantes no mercado esperavam flutuações da taxa de rendibilidade de curto prazo bastante limitadas no mercado de obrigações da área do euro.

Nos dois primeiros meses de 2006, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo aumentaram nos mercados mundiais. Em 24 de Fevereiro, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro situaram-se 20 pontos base acima dos níveis prevaletentes no final de 2005. Este aumento reflectiu-se numa subida das taxas de rendibilidade das obrigações indexadas de mais longo prazo, enquanto as expectativas de inflação a mais longo prazo, medidas pelas taxas de inflação implícitas, se mantiveram praticamente inalteradas.

### **IMPACTO DO AUMENTO DOS PREÇOS DO PETRÓLEO SOBRE AS TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES E OS PREÇOS DAS ACÇÕES: COMPARAÇÃO HISTÓRICA PARA A ÁREA DO EURO E OS ESTADOS UNIDOS**

A presente caixa centra-se no impacto dos preços do petróleo mais elevados sobre as expectativas do mercado quanto ao crescimento económico e a inflação, como reflectem as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo e os preços das acções na área do euro e nos Estados Unidos. As reacções dos mercados financeiros à mais recente subida dos preços do petróleo são comparadas às verificadas em anteriores episódios de elevados preços do petróleo. Em contraste com a anterior experiência, a reacção das taxas de rendibilidade das obrigações e dos preços das acções na área do euro e nos Estados Unidos tem sido bastante moderada ao longo do último ano.

A “hipótese de Fisher” ajuda a esclarecer por que razão e de que forma as taxas de rendibilidade das obrigações reagem a alterações nos preços do petróleo. Segundo esta hipótese, as taxas de juro nominais de longo prazo podem ser decompostas em taxa de juro real esperada e prémio reclamado pelos investidores para compensar a inflação esperada durante o período de vida da obrigação. A componente taxa de juro real pode, por sua vez, estar relacionada com as perspectivas de crescimento médio da economia ao longo do prazo da obrigação, de acordo com a percepção dos investidores no mercado obrigacionista, entre outros factores. Os preços do petróleo mais elevados, em geral, atenuam as perspectivas de crescimento de curto a médio prazo das economias não produtoras de petróleo e, ao mesmo tempo, aumentam as pressões inflacionistas e, por conseguinte, as expectativas de inflação. Em teoria, a reacção global das taxas de rendibilidade nominais das obrigações a preços do petróleo mais elevados através do “canal das expectativas” é portanto ambígua, dado que depende da robustez relativa do seu impacto sobre as expectativas de crescimento e de inflação.

No passado, as taxas de rendibilidade nominais das obrigações tendiam a aumentar durante os picos dos preços do petróleo, dado que a subida da inflação e das expectativas de inflação compensavam claramente as pressões descendentes sobre as taxas de juro reais associadas ao concomitante abrandamento económico. As três primeiras linhas do Quadro A mostram as alterações nas taxas de rendibilidade das obrigações a dez anos durante os 12 meses que antecederam os dois picos dos preços do petróleo verificados durante os choques petrolíferos dos anos 70 (Janeiro de 1974 e Novembro de 1979) e o pico causado pela guerra do Golfo em 1990 (Outubro)<sup>1</sup>. Com efeito, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos aumentaram em ambos os lados do Atlântico entre 90 e 180 pontos base no caso da Alemanha e entre 50 e 150 pontos base no caso dos Estados Unidos. Durante estes episódios históricos, a inflação verificada aumentou consideravelmente em ambas as economias, dando origem a maiores expectativas de inflação entre os investidores. É muito provável que a recessão económica que caracterizou esses episódios tenha também exercido uma pressão descendente sobre a taxa de juro real. Assim, as resultantes subidas acentuadas das taxas de rendibilidade nominais das obrigações sugerem que as expectativas de maior inflação mais do que compensaram as prováveis descidas das taxas de juro reais de longo prazo.

<sup>1</sup> Considera-se que as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos alemãs representam as taxas de rendibilidade das obrigações da área do euro nestes três períodos.

Durante a mais recente subida dos preços do petróleo, porém, as taxas de juro de longo prazo reagiram de forma muito diferente, em particular na área do euro (ver quarta linha no Quadro A). Nos 12 meses que antecederam o pico dos preços do petróleo verificado em Setembro de 2005, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos diminuíram cerca de 90 pontos base na área do euro e aumentaram 20 pontos base nos Estados Unidos. Tal parece reflectir principalmente o facto de, em comparação com anteriores choques petrolíferos, a inflação verificada e esperada se ter mantido, desta vez, bastante estável. Com efeito, como se mostra no Quadro A, as taxas de inflação implícita a dez anos – embora não sendo uma medida perfeita das expectativas de inflação – registaram apenas ligeiras alterações no período em causa<sup>2</sup>. Além disso, parece que os preços do petróleo mais elevados deram também origem a algumas revisões em baixa das expectativas de crescimento dos participante no mercado e, por conseguinte, a taxas de juro reais de longo prazo mais baixas. Ao longo do período que antecedeu o pico dos preços do petróleo em Setembro de 2005, as obrigações indexadas a dez anos da área do euro desceram cerca de 80 pontos base, enquanto nos Estados Unidos houve muito pouca evidência de uma reacção idêntica (ver Quadro A). A descida das taxas de rendibilidade nominais das obrigações de longo prazo da área do euro durante este período reflecte assim principalmente taxas de rendibilidade reais das obrigações mais baixas, mantendo-se as expectativas de inflação praticamente inalteradas. Além disso, a melhor credibilidade e previsibilidade dos bancos centrais pode ter ajudado a reduzir a incerteza, contribuindo assim também para os movimentos moderados das taxas de rendibilidade das obrigações durante o último ano. No entanto, a explicação da ligação entre o recente comportamento das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo e os preços do petróleo apenas através do impacto dos preços do petróleo sobre as expectativas de crescimento e de inflação dos participantes no mercado negligencia diversos outros factores que poderão ter afectado directamente ambas as variáveis<sup>3</sup>.

**Quadro A Alterações nas taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro e nos Estados Unidos nos 12 meses que precederam os picos dos preços do petróleo**

(pontos base)

	área do euro	Estados Unidos
Jan. 1973 – Jan. 1974	91	46
Nov. 1978 – Nov. 1979	117	152
Out. 1989 – Out. 1990	176	73
Set. 2004 – Set. 2005	-89	20
<i>dos quais:</i>		
taxas de juro reais de longo prazo	-79	-4
taxas de inflação implícitas a longo prazo	-10	24

Fontes: BIS, Reuters e cálculos do BCE.

Nota: Para os três primeiros períodos na área do euro são utilizados dados referentes às obrigações alemãs.

Os preços das acções poderão ter sido também afectados pela evolução dos preços do petróleo. Em teoria, o preço de uma acção é igual à soma dos dividendos esperados no futuro, descontando a taxa de juro sem risco e o prémio de risco exigido pelos investidores para a sua detenção. Os dividendos esperados no futuro podem ser substituídos por expectativas de ganhos de valorização, caso se assuma que uma determinada proporção dos ganhos será paga em dividendos. As alterações nos preços do petróleo podem ter um impacto sobre as três componentes. Por exemplo, custos da energia mais elevados podem dar origem a um crescimento mais lento dos lucros esperados em algumas empresas, mas também a um maior crescimento dos lucros esperados nas empresas que tendem a beneficiar dos aumentos do preço do petróleo, como por exemplo as empresas de exploração de petróleo. As taxas de rendibilidade reais das

<sup>2</sup> O mercado de obrigações indexadas é bastante recente e, portanto, esta decomposição não é possível para os três períodos anteriores de picos dos preços do petróleo.

<sup>3</sup> Por exemplo, é provável que a recente evolução das taxas de juro reais de longo prazo tenha sido também impulsionada por diversos factores que determinam os prémios de risco subjacentes às taxas de rendibilidade das obrigações. Ver caixa intitulada “Recent developments in long-term real interest rates” na edição de Abril de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

**Quadro B Alterações nos preços das acções na área do euro e nos Estados Unidos nos 12 meses que precederam os picos dos preços do petróleo**

(percentagens)

	área do euro	Estados Unidos
Jan. 1973 – Jan. 1974	-2	-19
Nov. 1978 – Nov. 1979	2	3
Out. 1989 – Out. 1990	-1	-9
Set. 2004 – Set. 2005	30	12

Fontes: Datastream, Reuters e cálculos do BCE.

Nota: O índice do mercado bolsista utilizado no cálculo é o índice total de mercado da Datastream.

obrigações de dívida pública de longo prazo são frequentemente utilizadas como uma aproximação à taxa real isenta de risco, componente que pode ser também influenciada pelas alterações nos preços do petróleo, como se explicou acima. Por último, em períodos de preços do petróleo elevados, os investidores, em geral, revelam maior incerteza quanto às perspectivas de lucros das empresas que, por seu lado, podem dar origem à procura de prémios de risco das acções mais elevados. Muito embora algumas das componentes se possam contrariar entre si, os elevados e crescentes preços do petróleo tendem, em geral, a ser desfavoráveis para as acções, uma vez que estas são normalmente ensombradas pelo futuro impacto negativo sobre a percepção de rendibilidade da empresa (ver as três primeiras linhas do Quadro B).

O Quadro B apresenta os ganhos anuais dos mercados bolsistas na área do euro e nos Estados Unidos para os mesmos quatro períodos de picos dos preços do petróleo. O quadro salienta também algumas diferenças assinaláveis no comportamento dos preços das acções entre o período mais recente e os anteriores períodos que antecederam os picos dos preços do petróleo. Embora os dois choques petrolíferos verificados na década de 70 e o pico registado no início da década de 90 tenham coincidido com receitas relativamente fracas para os investidores nos mercados bolsistas, o período que decorreu entre Setembro de 2004 e Setembro de 2005 registou um aumento dos preços das acções, em particular na área do euro. No episódio mais recente, os participantes no mercado parecem ter atribuído menos importância a factores relacionados com os preços do petróleo que tendem a influenciar os preços das acções.

Uma explicação para isso poderá ser que, em comparação com a década de 70 e o início da década de 80, as economias mais maduras estão bastante menos dependentes do petróleo. Por seu lado, os aumentos dos preços do petróleo recentemente têm sido mais conduzidos pela procura, estimulada por uma saudável actividade económica mundial. Além disso, os riscos de escaladas no processo de negociação salarial e de espirais salários-inflação parecem ser agora mais limitados do que em anteriores choques petrolíferos. Em termos de desempenho relativo, o aumento mais forte no mercado bolsista da área do euro face ao mercado bolsista dos Estados Unidos no período 2004-05 reflecte, em certa medida, a descida mais acentuada das taxas de juro reais de longo prazo na área do euro (ver de novo Quadro A).

Em suma, contrariamente aos episódios históricos de picos dos preços do petróleo, os mercados obrigacionistas e bolsistas da área do euro e dos Estados Unidos reagiram de forma mais contida durante o último aumento do preço do petróleo. A descida das taxas de rendibilidade reais das obrigações indexadas da área do euro pode indicar que a recente subida dos preços do petróleo terá dado origem a algumas preocupações quanto às perspectivas de crescimento económico na área do euro, embora outros factores estruturais e de curto prazo possam ter desempenhado um papel neste período. No que se refere à taxa de inflação implícita estável na área do euro, não é de excluir que a maior credibilidade dos bancos centrais na concretização de um ambiente de inflação baixa e estável tenha desempenhado um papel essencial na resistência observada dos preços dos activos financeiros ao mais recente choque petrolífero.

## OS PREÇOS DAS ACÇÕES DA ÁREA DO EURO CONTINUARAM A AUMENTAR EM 2005

Em 2005, os preços das acções na área do euro prosseguiram a tendência ascendente principiada no início de 2003 (ver Gráfico 14). O índice Dow Jones EURO STOXX registava, no final do ano, um ganho de 23% em comparação com o final do ano anterior, tendo um desempenho mais fraco que o do índice Nikkei 225, mas superior ao do índice Standard & Poor's 500, que oscilou em 2005. Independentemente da evolução relativa das taxas de juro, o desempenho aquém do esperado dos mercados bolsistas dos EUA pode de certa forma ser explicado pela evolução cambial: em 2005 o dólar dos EUA registou uma apreciação de 13% e de 15% face ao euro e ao iene japonês, respectivamente.

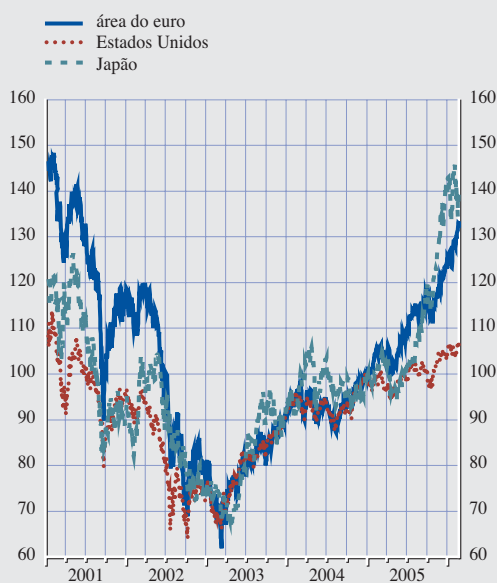
O forte desempenho do mercado bolsista na área do euro em 2005 pareceu reflectir diversos

factores, em particular taxas de juro de longo prazo mais baixas, que actuam como um factor de desconto para fluxos de caixa esperados no futuro, e um crescimento de dois dígitos sustentado nos ganhos observados por acção (ver Gráfico 15). Os analistas dos mercados bolsistas, em geral, reviram as suas estimativas de ganhos em alta. A continuação da baixa volatilidade dos mercados bolsistas, que sugeriu um nível baixo de incerteza entre os participantes no mercado quanto às perspectivas dos mercados bolsistas a curto prazo, pareceu fornecer também um contexto favorável para a evolução dos preços das acções.

Factores potencialmente negativos, tais como perspectivas económicas menos optimistas resultantes da subida dos preços do petróleo (ver Caixa 2) atenuaram apenas parcialmente os ganhos nos preços das acções.

**Gráfico 14 Índices de cotações de acções**

(índice: 31 de Dezembro de 2004 = 100; dados diários)



Fontes: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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

**Gráfico 15 Crescimento dos lucros das empresas por acção observados e previstos**

(percentagens por ano; dados mensais)



Fontes: Thomson Financial Datastream e cálculos da BCE.

Notas: Crescimento dos lucros por acção do índice Dow Jones EURO STOXX.

1) Refere-se à sequência de 12 meses dos lucros por acção.

2) Refere-se às expectativas de lucro dos analistas com uma antecedência de doze meses.

3) Refere-se às expectativas de lucro dos analistas com uma antecedência de três a cinco anos.

Analisando em termos de desagregação sectorial, a subida dos preços das acções na área do euro em 2005 foi mais marcada nos sectores do petróleo e do gás (em conformidade com o forte crescimento dos ganhos apresentados, que resultaram, em larga medida, da evolução dos preços do petróleo) e no sector financeiro. Dos dez sectores económicos do índice Dow Jones EURO STOXX, apenas o sector das telecomunicações registava preços das acções mais baixos no final de 2005 do que um ano antes. Os sectores da saúde e dos serviços de consumo tiveram também um desempenho mais fraco do que o índice geral em 2005. O desempenho mais fraco destes sectores sugere que as perspectivas de ganhos das empresas mais dependentes do consumo privado foram comparativamente fracas em 2005.

No início de 2006, os preços mundiais das acções continuaram a aumentar. Até 24 de Fevereiro de 2006, o índice Dow Jones EURO STOXX subiu 8% em comparação com o final de 2005. O Standard & Poor's 500 e o Nikkei 225 tiveram um aumento inferior no mesmo período. Estas subidas dos preços das acções podem ser explicadas por um crescimento sólido dos lucros das empresas a nível global, em paralelo com um aumento da apetência dos investidores por acções.

### FORTE PROCURA DE FINANCIAMENTO DAS FAMÍLIAS

Em 2005, o endividamento das famílias manteve a tendência ascendente observada desde meados de 2003, reflectindo o crescimento robusto dos empréstimos para aquisição de habitação e o crescimento cada vez mais forte do crédito ao consumo. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM às famílias aumentou para 9.4% em Dezembro de 2005, face a 7.9% no final de 2004. Ao mesmo tempo, a evolução ao nível da área do euro tendeu a ocultar as diferenças entre os países (ver Caixa 3 sobre “Diferenças no crescimento dos empréstimos às famílias entre os países da área do euro”).

A dinâmica dos empréstimos às famílias de outros intermediários financeiros, que no ano

**Gráfico 16 Empréstimos de IFM às famílias**

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

anterior tinha sido bastante mais forte do que a dinâmica dos empréstimos de IFM, abrandou de forma considerável em 2005, o que resultou numa convergência da taxa de crescimento homóloga do total dos empréstimos às famílias com a dos mesmos empréstimos concedidos por IFM.

Avaliando a desagregação dos empréstimos de IFM às famílias por objectivo, a robustez do endividamento das famílias parece ter sido generalizada a todas as categorias de empréstimos ao longo de 2005, em comparação com o ano anterior. Apesar disso, a dinâmica dos empréstimos continuou a ser largamente impulsionada pela procura robusta de empréstimos para aquisição de habitação (ver Gráfico 16). É provável que a actual robustez dos empréstimos hipotecários tenha estado associada a uma nova redução das taxas de juro do crédito hipotecário em toda a área do euro e à evolução dinâmica do mercado da habitação observada em várias regiões (ver Secção 2.3 deste capítulo).

Em 2005, as taxas dos empréstimos hipotecários continuaram a descer dos níveis já baixos

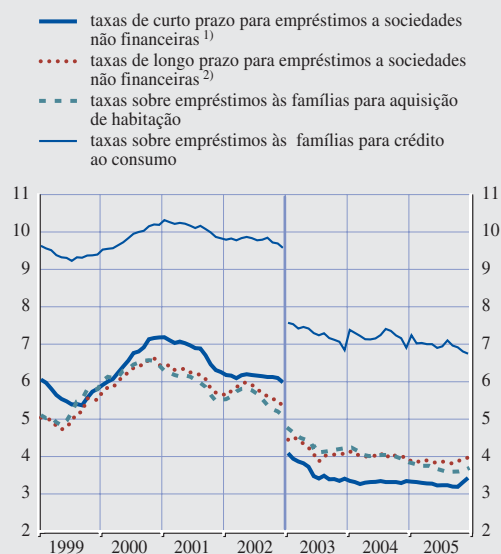
atingidos em anos anteriores (ver Gráfico 17). Por exemplo, as taxas de juro das IFM relativas a novos empréstimos para aquisição de habitação com fixação inicial de taxa entre cinco e dez anos tiveram uma descida de 13 pontos base ao longo do ano, para se situar em 3.7% em Dezembro de 2005.

Além disso, os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro sugerem que o crescimento robusto dos empréstimos para aquisição de habitação, embora principalmente impulsionado pela forte procura das famílias, pode ter estado também relacionado com algum abrandamento da restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito pelos bancos na aprovação de empréstimos para a aquisição de habitação nos primeiro e terceiro trimestres de 2005. Esta menor restritividade dos padrões de crédito e a forte procura reflectem em parte uma avaliação cada vez mais favorável das perspectivas do mercado da habitação, quer pelos bancos quer pelos mutuários.

Apesar de um crescimento relativamente moderado das despesas de consumo nominais ao nível da área do euro, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo seguiu uma tendência ascendente em 2005, atingindo uma taxa de 7.5% no último trimestre de 2005. Este fortalecimento está em linha com as baixas taxas de juro do crédito ao consumo prevalentes em 2005 e é também corroborado pelos resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, que

### Gráfico 17 Taxas de juro aplicadas aos empréstimos às famílias e a sociedades não financeiras

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

Notas: Dados relativos às taxas de juro a retalho até Dezembro de 2002 e às taxas de juro das IFM sobre novas operações excluindo descobertos bancários desde Janeiro de 2003 (com ponderadores ajustados desde Dezembro de 2003). Para mais informações sobre as estatísticas das taxas de juro das IFM e sobre os ponderadores ajustados, ver Caixa 2 na edição de Dezembro de 2003 e Caixa 3 na edição de Agosto de 2004 do Boletim Mensal do BCE, respectivamente.

1) Antes de 2003, taxa de juro dos empréstimos a empresas com prazo até um ano. A partir de Janeiro de 2003, taxa de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras com taxa variável e prazo de fixação inicial de taxa até um ano.

2) Antes de 2003, taxa de juro dos empréstimos a empresas com prazo superior a um ano. A partir de Janeiro de 2003, taxa de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras com prazo de fixação inicial de taxa superior a um ano.

apontam para um abrandamento da restritividade das condições de crédito.

### Caixa 3

#### DIFERENÇAS NO CRESCIMENTO DOS EMPRÉSTIMOS ÀS FAMÍLIAS ENTRE OS PAÍSES DA ÁREA DO EURO

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM às famílias na área do euro tem-se fortalecido a um ritmo razoavelmente constante desde meados de 2003, situando-se em 9.4% no final de 2005. Contudo, esta dinâmica robusta dos empréstimos ao nível da área do euro tendeu a ocultar diferenças consideráveis nas taxas de crescimento entre os países da área do euro. A presente caixa analisa estas diferenças em termos de medidas de dispersão estatística e fornece algumas explicações para as variações entre os países.

## Medição das diferenças no crescimento dos empréstimos às famílias entre os países da área do euro

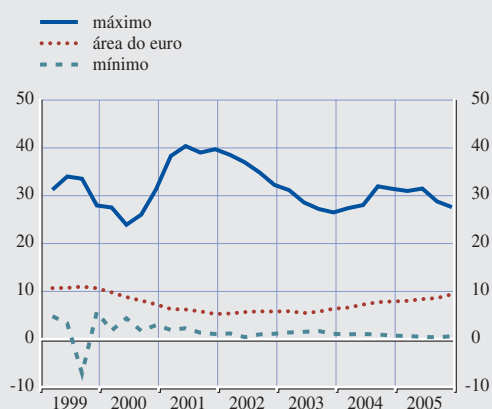
As diferenças no crescimento dos empréstimos às famílias entre países podem ser analisadas segundo diferentes perspectivas. O Gráfico A mostra o intervalo entre a taxa de crescimento homóloga mais elevada e a mais baixa do total de empréstimos de IFM às famílias nos países da área do euro, no período desde o início da Terceira Fase da UEM. Tipicamente, este intervalo tem sido bastante significativo, excedendo 30 pontos percentuais em várias ocasiões. Enquanto nos países que registaram a expansão mais rápida dos empréstimos, as taxas de crescimento homólogas flutuaram entre 25% e 40%, nos países onde se observou o crescimento mais lento durante o período de referência, a dinâmica de endividamento das famílias revelou-se muito moderada, caindo ocasionalmente para valores inferiores a zero. Uma comparação destas taxas com as taxas de crescimento entre 5% e 10% registadas no conjunto da área do euro sugere que os países com taxas de crescimento mais elevadas eram “observações excepcionais” (*outliers*) e/ou tinham apenas um peso relativamente pequeno no saldo dos empréstimos às famílias para toda a área do euro.

Considerando os pesos de cada país no agregado da área do euro, o Gráfico B mostra a dispersão do crescimento homólogo dos empréstimos entre os países no período 1999-2005, medido pelo coeficiente de variação ponderado. Esta medida tem a vantagem de ser menos sujeita à influência de observações excepcionais. Não obstante, em termos gerais, a evolução das duas medidas de dispersão desde 1999 é bastante idêntica: depois de um pico em meados de 2002, a dispersão do crescimento dos empréstimos às famílias entre os países parece ter diminuído ligeiramente ao longo de 2003, tendo depois praticamente estabilizado em níveis superiores aos registados em 1999.

O total dos empréstimos de IFM às famílias pode ser decomposto em empréstimos para aquisição de habitação, crédito ao consumo e outros empréstimos. Como se pode observar no Gráfico B, o coeficiente de variação ponderado para os empréstimos hipotecários aumentou até ao final de 2002, mas tem-se mantido desde então bastante estável. Dada a elevada percentagem dos empréstimos hipotecários no total dos empréstimos de IFM às famílias (próximo de 70% no final de 2005), a dispersão do crescimento dos empréstimos hipotecários determina, em larga escala, a dispersão do crescimento global dos empréstimos às famílias. O coeficiente de variação ponderado para o crescimento do crédito ao consumo e outros empréstimos foi muito mais irregular no passado do que o coeficiente para o crescimento dos empréstimos hipotecários, mas parece ter também estabilizado recentemente, embora a um nível significativamente mais elevado do que o coeficiente de variação ponderado para o crescimento dos empréstimos hipotecários.

**Gráfico A Intervalo de crescimento dos empréstimos de IFM às famílias nos países da área do euro**

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.



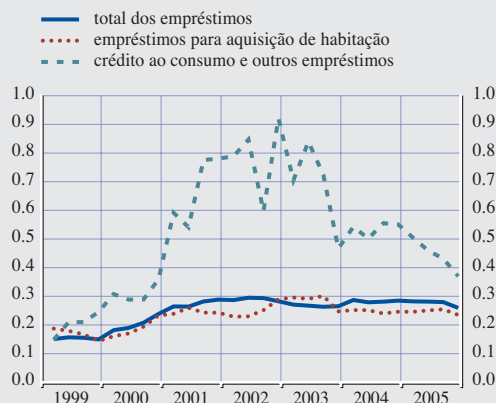
### Crescimento dos empréstimos às famílias e diferenças nos níveis da dívida entre os países da área do euro

As diferenças no crescimento dos empréstimos às famílias entre países nos últimos anos pode reflectir diversos factores, incluindo diferenças entre as situações financeiras das famílias e o grau de convergência das taxas de juro antes da União Monetária; diferenças na estrutura dos mercados financeiros – em especial para o crédito hipotecário; e diferenças entre os principais factores económicos determinantes do endividamento das famílias – nomeadamente a dinâmica dos mercados imobiliários e os preços da habitação.

O Gráfico C apresenta o crescimento médio homólogo do total dos empréstimos de IFM às famílias nos vários países da área do euro, no período entre o quarto trimestre de 1998 e o quarto trimestre de 2005, face ao nível do endividamento das famílias nos países a nível individual no final de 1998. No início da Terceira Fase da UEM, os países da área do euro apresentavam variações consideráveis de endividamento das famílias, medido pelo rácio do total de empréstimos de IFM em relação ao PIB. O gráfico ilustra que os países que tinham inicialmente menores rácios da dívida registaram, em média, um maior crescimento dos empréstimos do que os países com um rácio da dívida inicial mais elevado. Parte das discrepâncias registadas desde 1999, em termos de crescimento médio dos empréstimos, poderão portanto reflectir um processo de “convergência” dos rácios da dívida, em linha com a convergência das taxas de juro e da inflação.

A estrutura dos mercados financeiros variava também consideravelmente entre os países em 1999 e terá provavelmente contribuído para níveis iniciais diferentes de endividamento das famílias. No caso dos mercados hipotecários, esta variação reflecte-se, por exemplo, nas diferenças entre os produtos disponíveis, no que se refere a factores como a duração dos contratos, a utilização de taxas de juro variáveis ou fixas, bem como os rácios médio e máximo dos empréstimos em relação ao valor. Embora a liberalização dos mercados financeiros e a maior concorrência entre os intermediários financeiros tenham sido

### Gráfico B Coeficiente de variação ponderado para o crescimento homólogo dos empréstimos de IFM às famílias

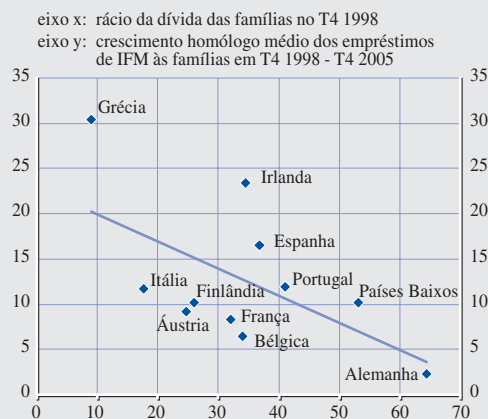


Fonte: BCE.

Nota: O coeficiente de variação ponderado de uma variável é o rácio do seu desvio padrão ponderado em relação à sua média ponderada. Os ponderadores são baseados no peso do país na correspondente categoria de empréstimos.

### Gráfico C Crescimento dos empréstimos de IFM às famílias e endividamento das famílias nos países da área do euro

(eixo x: em percentagem do PIB; eixo y: taxas de variação homólogas (%))



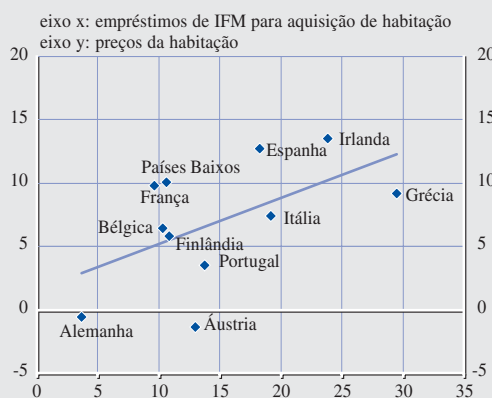
Fonte: BCE.

Nota: O Luxemburgo não foi incluído no gráfico devido à elevada percentagem dos empréstimos transfronteiras no total dos empréstimos às famílias.

generalizadas nos últimos anos, o impacto destas alterações estruturais nos mercados financeiros foi mais profundo em alguns países da área do euro do que em outros, devido quer ao ponto de partida quer ao ritmo e âmbito das reformas efectuadas. Tal resultou, por exemplo, numa redução mais acentuada das margens das taxas de juro e de outros custos de endividamento, bem como numa gama mais alargada de produtos hipotecários inovadores e diversificados – por exemplo, a oferta de empréstimos a 30 ou mesmo 50 anos e o aparecimento de uma taxa variável “acordeão” e de hipotecas “isentas de amortização” – em alguns países em relação a outros, permitindo assim que mais famílias possam ter acesso a financiamento para a aquisição de habitação. As variações entre países em termos da dinâmica do endividamento das famílias pode portanto reflectir, em parte, a heterogeneidade quer do nível quer da taxa de variação da sofisticação e profundidade dos mercados financeiros.

#### Gráfico D Dinâmica do mercado da habitação e dos empréstimos na área do euro no período de 1999 a 2004

(taxas de crescimento médias anuais em percentagens)



Fonte: BCE.

Nota: O Luxemburgo não foi incluído no gráfico devido à elevada percentagem dos empréstimos transfronteiras no total dos empréstimos às famílias.

Embora a União Monetária tenha tido como resultado taxas de juro de curto prazo uniformes nos diferentes países, a variação entre os países em termos da dinâmica de endividamento das famílias reflecte também a heterogeneidade da evolução macroeconómica entre os países da área do euro. Tal foi particularmente expressivo na evolução dos mercados imobiliários. Como se mostra no Gráfico D, vários países (por exemplo a Irlanda e a Espanha) registaram aumentos muito rápidos nos preços da habitação desde 1999, enquanto outros (como a Alemanha e a Áustria) se caracterizaram por preços da habitação estáveis. Uma vez que o crédito hipotecário é a maior componente do endividamento global das famílias e está naturalmente relacionado com a dinâmica da evolução dos mercados da habitação, as diferenças substanciais de evolução dos preços imobiliários reflectem-se na heterogeneidade das taxas de crescimento dos empréstimos às famílias. Por seu lado, as diferenças no crédito ao consumo poderão resultar de padrões diferentes de rendimento disponível das famílias e de consumo privado entre os países.

Em suma, entre 1999 e 2005, verificaram-se diferenças substanciais no crescimento homólogo do total de empréstimos de IFM às famílias entre os países da área do euro. A evidência disponível mostra também que estas diferenças entre países têm sido persistentes. Embora a convergência do nível da inflação e das taxas de juro antes do início da UEM – e portanto o impacto da mudança para um contexto de baixa inflação credível no início da Terceira Fase – possam ter contribuído para explicar a variação entre os países, a experiência heterogénea desde a introdução do euro, em especial no que respeita à evolução do mercado da habitação e às alterações na estrutura dos mercados financeiros, desempenhou também um papel importante. É óbvio que outros factores podem ter contribuído para a variação no crescimento dos empréstimos às famílias entre os países. Entre estes, referem-se, por exemplo, diferenças na evolução do rendimento e do consumo privado, bem como nos factores demográficos e na

atitude face à aquisição de casa própria entre países, enquanto as diferenças na dedutibilidade fiscal dos pagamentos de juros, na tributação de mais valias relacionadas com a habitação e na titularização de hipotecas poderão ter também desempenhado um papel relevante. Os diferentes avanços alcançados na elaboração de modelos no sector financeiro, que aumentaram a capacidade dos bancos para avaliar a evolução do mercado e o risco de crédito, podem também explicar parte destas diferenças.

### AUMENTO DA DÍVIDA DAS FAMÍLIAS

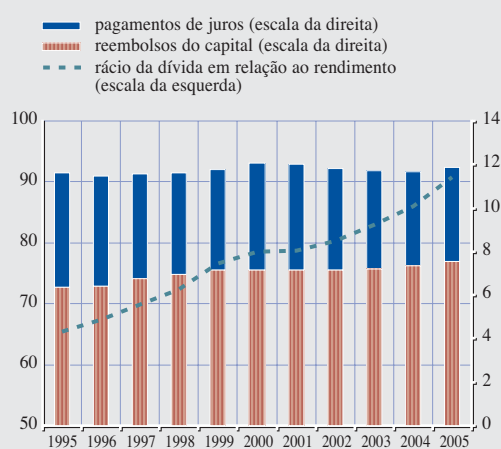
Como resultado da continuação da forte dinâmica de endividamento, o rácio da dívida das famílias em relação ao rendimento disponível aumentou de novo em 2005 (ver Gráfico 18). Porém, o endividamento das famílias na área do euro manteve-se abaixo do observado em outros países industrializados, como os Estados Unidos, Reino Unido e Japão. Além disso, apesar de um aumento do endividamento, os encargos totais com o serviço da dívida do sector das famílias (o rácio dos pagamentos de juros e reembolsos do capital em relação ao rendimento disponível) mantiveram-se praticamente inalterados. Os

encargos mais elevados com a amortização da dívida, associados ao forte crescimento dos empréstimos observado nos últimos anos, têm sido mais ou menos compensados pela menor percentagem do rendimento afectada ao pagamentos de juros, num contexto de baixas taxas de juro.

Não obstante, a subida do endividamento fez aumentar a exposição das famílias a variações nas taxas de juro, no rendimento e nos preços dos activos. Além disso, na avaliação destes valores agregados, será necessário levar em linha de conta que estes representam uma média para o sector das famílias de toda a área do euro e que o rácio do serviço da dívida para as famílias que detêm dívida hipotecária seria superior. Também os encargos com o serviço da dívida podem variar entre os países da área do euro, bem como entre as famílias com diferentes categorias de rendimento. Por último, existe alguma incerteza relacionada com o facto de a percentagem de dívida hipotecária exposta a alterações nas condições das taxas de juro prevalentes depender das características específicas dos contratos hipotecários subjacentes, que variam consideravelmente dentro da área do euro.

**Gráfico 18 Dívida e encargos com o serviço da dívida das famílias**

(em percentagem do rendimento disponível)



Fonte: BCE.

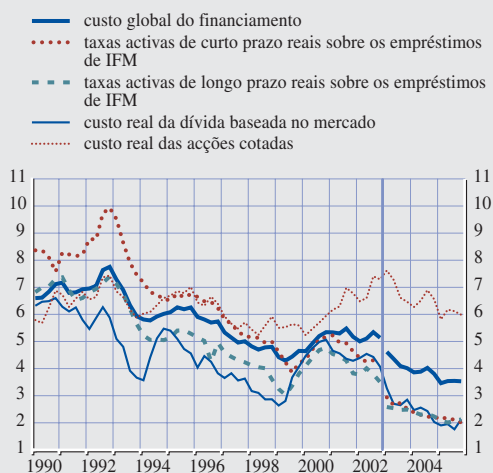
Nota: Os dados para 2005 são estimativas.

### CONTINUAÇÃO DO BAIXO CUSTO REAL DO FINANCIAMENTO EXTERNO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

O custo real geral do financiamento externo das sociedades não financeiras, calculado pela ponderação de diferentes fontes de financiamento externo, com base nos seus saldos (corrigidos de efeitos de valorização), continuou a registar, ao longo de 2005, um

### Gráfico 19 Custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras da área do euro

(percentagens por ano)



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

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

nível baixo segundo os padrões históricos (ver Gráfico 19)<sup>5</sup>. O financiamento por dívida das sociedades não financeiras registou um aumento acentuado, devido ao seu custo muito baixo, enquanto a emissão de acções cotadas aumentou apenas ligeiramente na segunda metade do ano.

No que se refere às componentes do custo real do financiamento externo, as taxas activas reais do crédito de IFM a sociedades não financeiras diminuíram ligeiramente até ao segundo trimestre de 2005 (ver Gráfico 17). Tal reflectiu uma nova descida das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de curto e médio prazo na primeira metade do ano. O aumento das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública na segunda metade do ano reflectiu-se apenas parcialmente na evolução das taxas activas das IFM. No quarto trimestre, o custo real dos empréstimos bancários manteve-se inalterado em níveis baixos, após um ligeiro aumento no terceiro trimestre. Em termos gerais, o baixo custo real

dos empréstimos bancários reflecte uma avaliação positiva do risco de crédito das sociedades não financeiras por parte dos bancos, o que é também indicado pelos resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, que apontam para um abrandamento líquido ou para uma posição praticamente inalterada dos critérios aplicados à concessão de empréstimos a empresas em 2005.

O custo real da dívida baseada no mercado foi mais volátil do que o custo real dos empréstimos bancários ao longo de 2005. O custo real da dívida baseada no mercado de sociedades não financeiras aumentou até meados do segundo trimestre, face a um nível baixo no primeiro trimestre de 2005, o que esteve relacionado com o aumento dos diferenciais das obrigações de empresas, principalmente impulsionado por uma série de eventos específicos das empresas, que afectaram, principalmente, o sector automóvel. Subsequentemente, o custo real da dívida baseada no mercado diminuiu até ao terceiro trimestre, devido principalmente a uma inversão parcial nos segundo e terceiro trimestres da subida nos diferenciais das obrigações de empresas, mas aumentou de novo no quarto trimestre de 2005. Tal deveu-se, em larga escala, a uma subida das taxas de juro de mercado na segunda metade do ano e a um aumento dos diferenciais das obrigações de empresas no quarto trimestre. No final de 2005, o seu nível era ligeiramente mais elevado do que no final de 2004, mas ainda muito baixo segundo os padrões históricos.

Em 2005, o custo real das acções cotadas de sociedades não financeiras manteve-se em níveis consideravelmente mais elevados do que o custo real do financiamento por dívida e esteve, em geral, de acordo com a sua média para o período desde 1995. Na primeira metade do ano, o custo real das acções cotadas subiu ligeiramente, o que se poderá dever ao facto de

<sup>5</sup> Para uma descrição detalhada das medidas do custo real do financiamento externo das sociedades não financeiras da área do euro, ver Caixa 4 na edição de Março de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

a rendibilidade superior ao previsto das sociedades não financeiras não se ter reflectido totalmente nos preços do mercado bolsista, ou de se ter verificado um aumento do prémio de risco das acções. No final do ano, porém, principalmente em resultado da evolução favorável do mercado bolsista, o custo real das acções caiu para um nível em torno do registado no início do ano.

#### **AUMENTO DA PROCURA DE FINANCIAMENTO EXTERNO POR SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS**

A procura de financiamento externo por parte das sociedades não financeiras aumentou de forma considerável em 2005. Tal ocorreu no contexto de níveis sólidos de rendibilidade das empresas em 2005 (e do aumento associado das possibilidades de financiamento interno), após uma forte subida da rendibilidade em 2003 e 2004, como indicam as demonstrações financeiras agregadas das sociedades não financeiras cotadas na área do euro (ver Gráfico 20)<sup>6</sup>. Um factor determinante da melhoria da rendibilidade consistiu em cortes nas despesas operacionais em relação às vendas. Embora se tivesse previsto um maior crescimento dos lucros das empresas para o período de 12 meses seguinte entre Fevereiro e Outubro de 2005, no final de 2005 as medidas de rendibilidade com base no mercado bolsista indicaram que o crescimento da rendibilidade das grandes empresas cotadas se deveria moderar ligeiramente nos 12 meses seguintes. Simultaneamente, os níveis esperados de rendibilidade das empresas mantiveram-se relativamente elevados.

Ao longo de 2005, a taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo das sociedades não financeiras subiu acentuadamente para 2.8% no quarto trimestre, face a 1.3% no final de 2004. Esta evolução deveu-se principalmente a um forte aumento do contributo dos empréstimos, enquanto a subida do contributo dos títulos de dívida e das acções cotadas foi mais modesta (ver Gráfico 21).

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de IFM a sociedades não

financeiras aumentou para 8.0% em Dezembro, face a 5.4% no final de 2004. Na primeira metade do ano, o aumento deveu-se em larga medida à evolução dos empréstimos de curto prazo. Porém, na segunda metade do ano, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos de longo prazo recuperou fortemente. Enquanto os empréstimos de curto prazo são frequentemente utilizados como fundos de tesouraria, os empréstimos de longo prazo estão geralmente mais estreitamente relacionados com investimento empresarial. Em conformidade com estes desenvolvimentos, os inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito de Outubro de 2005 e Janeiro de 2006 indicaram que o investimento fixo contribuiu para um aumento da procura líquida de empréstimos ou linhas de crédito pelas empresas. Além disso, a taxa de crescimento homóloga da formação bruta de capital fixo aumentou acentuadamente nos segundo e terceiro trimestres de 2005. A este respeito, as sociedades não financeiras podem ter pretendido tirar proveito do baixo custo de financiamento e dos critérios relativamente acomodaticios aplicados à concessão de crédito para as despesas das empresas.

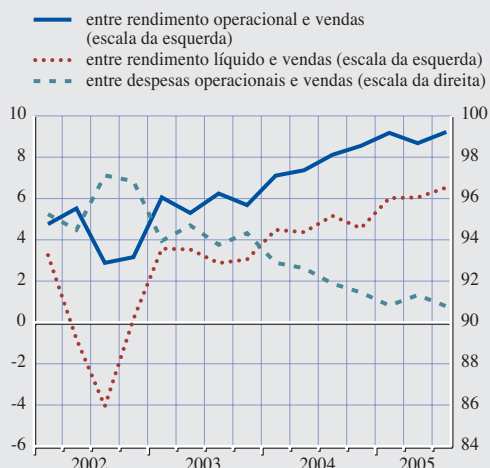
Os dados disponíveis para o período até ao final do terceiro trimestre de 2005 indicaram que, em contraste com os empréstimos de IFM, a taxa de variação homóloga dos empréstimos do sector não monetário a sociedades não financeiras se manteve negativa. Tal poderá ser ainda atribuído a alterações nos regulamentos fiscais de um país da área do euro, o que deu origem a alguma substituição de empréstimos entre empresas por acções não cotadas.

A taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras manteve-se, em geral, modesta em 2005. Após uma recuperação no primeiro trimestre, em parte relacionada com um aumento na actividade de fusões e aquisições, a taxa de crescimento homóloga desceu nos segundo e terceiro

<sup>6</sup> Para outros pormenores sobre a metodologia e a evolução a mais longo prazo, ver artigo intitulado "Developments in corporate finance in the euro area" na edição de Novembro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

**Gráfico 20 Rácios dos lucros de sociedades não financeiras cotadas na área do euro**

(percentagens)

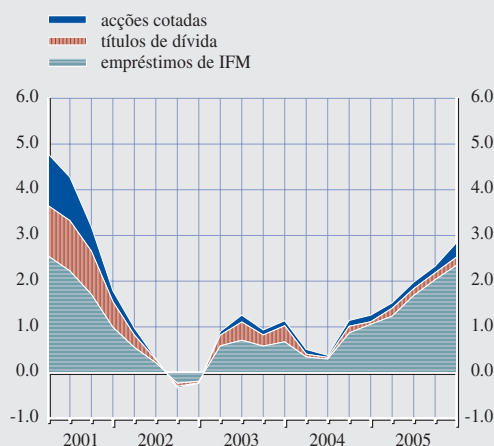


Fontes: Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

Notas: O cálculo baseia-se em demonstrações financeiras trimestrais agregadas de sociedades não financeiras cotadas na área do euro. Foram excluídas da amostra as observações excepcionais ou muito dispersas. Quando comparado com o rendimento operacional, que é definido como vendas menos despesas operacionais, o rendimento líquido refere-se ao rendimento operacional e não operacional, após dedução de impostos, amortizações e rubricas extraordinárias.

**Gráfico 21 Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras<sup>1)</sup>**

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

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

trimestres e manteve-se modesta no último trimestre de 2005. Possíveis explicações para a actividade em geral relativamente baixa de emissão líquida de títulos de dívida consistem numa substituição de títulos de dívida pelo financiamento por empréstimos, bem como no aumento da rendibilidade de grandes empresas cotadas. Simultaneamente, enquanto a emissão líquida de títulos de dívida a taxa fixa foi moderada em 2005, as sociedades não financeiras incrementaram fortemente a sua emissão de títulos de dívida de longo prazo a taxas variáveis. Além disso, 2005 registou um nível elevado de reembolsos de títulos de dívida emitidos no período de 1999-2001, quando florescia o mercado de obrigações de empresas da área do euro.

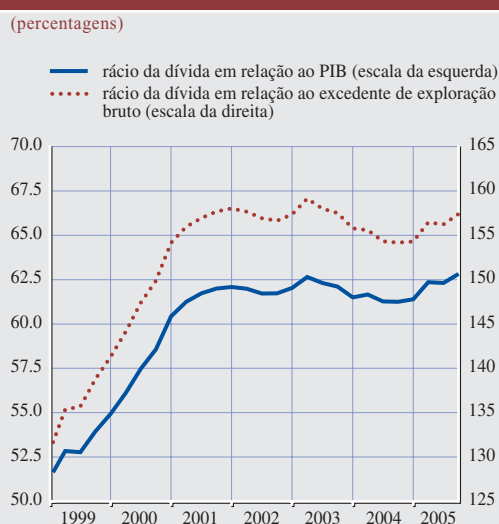
A taxa de crescimento homóloga das acções cotadas emitidas por sociedades não financeiras aumentou ligeiramente em 2005, mas manteve-se em geral moderada, em parte como resultado do facto do custo real das acções ser

significativamente superior ao do financiamento por dívida. Porém, verificou-se um ligeiro aumento da emissão de acções cotadas de sociedades não financeiras na segunda metade do ano.

No que respeita à evolução da posição do balanço de sociedades não financeiras na área do euro, o aumento da procura de financiamento por dívida por sociedades não financeiras levou a um ligeiro aumento dos rácios da dívida das sociedades não financeiras em 2005, para 63% do PIB no final do quarto trimestre (ver Gráfico 22). Tal poderá indicar que o período de intensa reestruturação dos balanços das sociedades não financeiras terminou em 2005. Ao mesmo tempo, porém, é provável que a situação varie de forma considerável entre as empresas a nível individual.

O ligeiro aumento dos rácios da dívida tem de ser avaliado juntamente com a melhoria da rendibilidade das sociedades não financeiras e

**Gráfico 22 Rádios da dívida do sector empresarial não financeiro**



Fontes: BCE e Eurostat.

Notas: O excedente de exploração bruto refere-se ao excedente de exploração bruto mais rendimentos diversos para o total da economia. Os dados sobre a dívida foram retirados das estatísticas das contas financeiras trimestrais e incluem empréstimos, títulos de dívida emitidos e provisões de fundos de pensões. Quando comparados com os dados obtidos a partir das demonstrações financeiras anuais, os rácios da dívida são aqui ligeiramente inferiores, devido principalmente à inclusão de empréstimos concedidos por bancos fora da área do euro e a uma maior cobertura dos empréstimos concedidos pelos sectores não financeiros nas contas financeiras anuais. O valor para o último trimestre é uma estimativa.

com a continuação dos baixos custos reais do financiamento externo, segundo os padrões históricos. Além disso, os pagamentos de juros líquidos de sociedades não financeiras sobre os seus empréstimos e depósitos junto de IFM (em percentagem do PIB) permaneceram num nível baixo.

Em termos gerais, apesar do ligeiro aumento dos rácios da dívida, a posição do balanço das sociedades não financeiras parece ter melhorado, na globalidade, em 2005, devido principalmente à sólida rentabilidade. O mesmo sugerem os desenvolvimentos globais favoráveis dos critérios aplicados à concessão de crédito a empresas, como indica o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, bem como a evolução das notações de crédito.

### 2.3 EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

A inflação medida pelo IHPC global na área do euro situou-se numa média de 2.2% em 2005, o que compara com 2.1% nos dois anos anteriores (ver Quadro 1). As pressões inflacionistas internas subjacentes mantiveram-se baixas em 2005, em parte reflectindo a continuação da moderação salarial num contexto de uma evolução moderada do mercado de trabalho. A subida dos preços do petróleo foi o principal factor a exercer pressões ascendentes sobre os preços, designadamente na segunda metade do ano. Contudo, registaram-se apenas sinais limitados de uma repercussão de anteriores aumentos dos preços do petróleo sobre os preços numa fase mais avançada da cadeia de produção. Ao mesmo tempo, a inflação foi atenuada pelos efeitos desfasados da anterior apreciação do euro e pelo impacto da forte concorrência mundial. Além disso, o contributo da tributação indirecta líquida e dos preços administrados para a inflação medida pelo IHPC foi ligeiramente mais baixo em 2005 do que em 2004.

#### INFLAÇÃO GLOBAL AFECTADA PRINCIPALMENTE PELA EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DO PETRÓLEO

Em 2005, o perfil da inflação medida pelo IHPC global foi significativamente afectado pela evolução da componente energética, dado que os preços do petróleo aumentaram significativamente (ver Gráfico 23). O preço médio em euros do barril de petróleo bruto Brent registou um aumento de cerca de 45% em 2005 face a 2004. Em consequência, a taxa de crescimento homóloga dos preços dos produtos energéticos situou-se em 10.1% em 2005, o que compara com 4.5% em 2004. O contributo dos preços dos produtos energéticos para a taxa de inflação média anual em 2005, de 0.8 pontos percentuais, foi o mais elevado dos últimos cinco anos (ver Gráfico 24).

A inflação global manteve-se próximo de 2.0% no primeiro semestre de 2005. Na segunda metade do ano, e reflectindo em grande parte a evolução dos preços do petróleo, a inflação aumentou para um valor máximo de 2.6% em

## Quadro I Evolução dos preços

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

	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2005 Dez.	2006 Jan.
<b>IHPC e suas componentes</b>										
Índice global	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0	2.0	2.3	2.3	2.2	2.4
Produtos energéticos	3.0	4.5	10.1	8.5	7.6	8.8	12.7	11.1	11.2	.
Produtos alimentares transformados	3.3	3.4	2.0	2.8	2.4	1.6	1.8	2.2	1.8	.
Produtos alimentares não transformados	2.1	0.6	0.8	-0.7	0.5	0.8	0.8	1.4	1.5	.
Produtos industriais não energéticos	0.8	0.8	0.3	0.8	0.3	0.3	0.1	0.4	0.4	.
Serviços	2.5	2.6	2.3	2.7	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	.
<b>Outros indicadores de preços e de custos</b>										
Preços da produção industrial <sup>1)</sup>	1.4	2.3	4.1	3.8	4.1	3.9	4.2	4.4	4.7	.
Preços do petróleo (EUR por barril) <sup>2)</sup>	25.1	30.5	44.6	34.5	36.6	42.2	50.9	48.6	48.5	52.5
Preços das matérias-primas <sup>3)</sup>	-4.5	10.8	9.4	1.3	1.9	2.2	11.6	23.2	29.8	23.1

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

1) Excluindo a construção.

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

3) Excluindo produtos energéticos; em euros.

Setembro, antes de descer para 2.2% no final de 2005. O impacto da subida dos preços do petróleo sobre a inflação também se reflectiu nas revisões das expectativas de inflação ao longo de 2005. Por exemplo, as expectativas de inflação para 2005 incluídas no Inquérito aos Analistas Profissionais (IAP) do BCE aumentaram de 1.9%, no primeiro trimestre, para 2.2% no último trimestre de 2005. Pelo contrário, as expectativas de inflação a longo prazo incluídas no IAP mantiveram-se inalteradas em 1.9% em 2005. Este padrão também foi amplamente partilhado por outros indicadores de inquéritos sobre as expectativas de inflação a curto e longo prazo.

As componentes menos voláteis do IHPC desempenharam um papel importante na contenção das pressões ascendentes sobre a inflação global resultantes dos preços do petróleo. Depois de uma descida no primeiro semestre de 2005, a taxa de crescimento homóloga do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados estabilizou na segunda metade do ano. Em termos globais, a taxa de crescimento homóloga do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não

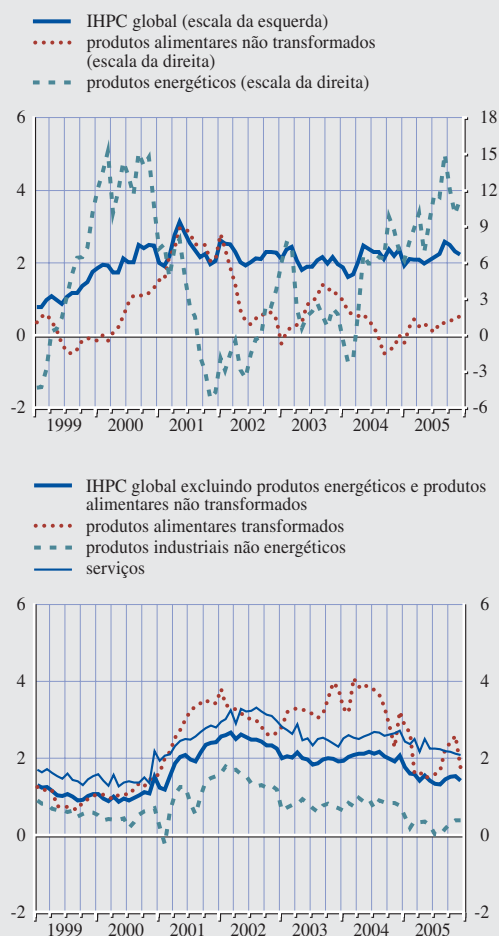
transformados situou-se em 1.5% em 2005, tendo descido face a 2.1% em 2004. Parte desta descida é explicada pelo menor contributo da tributação indirecta líquida e dos preços administrados para a inflação global em 2005, de cerca de 0.4 pontos percentuais, em comparação com cerca de 0.6 pontos percentuais em 2004<sup>7</sup>. Por exemplo, a inflação dos preços dos produtos alimentares transformados beneficiou de efeitos de base favoráveis no primeiro semestre de 2005, reflectindo aumentos dos impostos sobre o tabaco em alguns países no primeiro semestre de 2004. Estes efeitos de base foram apenas parcialmente compensados por um aumento dos impostos sobre o tabaco na Alemanha em Setembro de 2005. Em termos globais, a taxa de variação anual dos preços dos produtos alimentares transformados situou-se em 2.0% em 2005, o que constitui uma queda significativa face à taxa de 3.4% em 2004. A taxa de variação anual dos preços dos produtos industriais não

7 Para mais pormenores sobre as subcomponentes do IHPC utilizadas para avaliar o impacto da evolução dos impostos indirectos e dos preços administrados, ver a caixa intitulada "Impacto da evolução dos impostos indirectos e dos preços administrados sobre a inflação" na edição de Janeiro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.



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

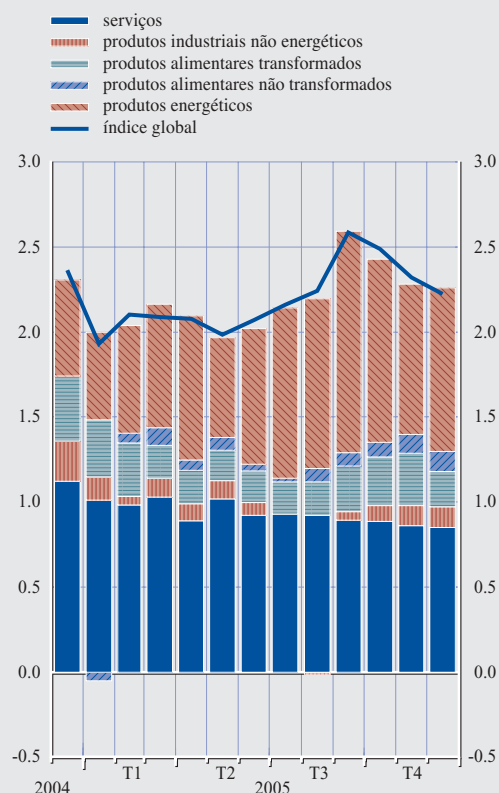
(taxas de variação homólogas (%); dados mensais)



Fonte: Eurostat.

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

(contributos anuais em pontos percentuais; dados mensais)



Fonte: Eurostat.

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

energéticos também diminuiu, de 0.8% em 2004 para 0.3% em 2005. Este contributo historicamente muito baixo dos preços dos produtos industriais não energéticos poderá reflectir um impacto descendente sobre os preços resultante da forte concorrência externa e dos efeitos desfasados da anterior apreciação do euro. Não obstante uma ligeira variabilidade de curto prazo devido a algumas componentes voláteis, tais como férias organizadas e serviços de transportes, a inflação dos preços dos serviços desceu ao longo de 2005 e situou-se em 2.3%, em média, em 2005, o que compara com 2.6% em 2004. Em termos globais, em

2005 havia poucos sinais de efeitos indirectos significativos de aumentos dos preços dos produtos energéticos.

O facto de a inflação medida pelo IHPC global se ter situado ligeiramente acima de 2% em 2005 pelo quinto ano consecutivo realça a importância de analisar os determinantes da persistência da inflação. A Caixa 4 apresenta as principais conclusões da *Eurosystem Inflation Persistence Network* (Rede sobre a Persistência da Inflação do Eurosistema) sobre a persistência da inflação e o comportamento de fixação de preços na área do euro.

## REDE DE INVESTIGAÇÃO SOBRE A PERSISTÊNCIA DA INFLAÇÃO E O COMPORTAMENTO DE FIXAÇÃO DE PREÇOS NA ÁREA DO EURO

A *Eurosystem Inflation Persistence Network* (IPN – Rede sobre a Persistência da Inflação do Eurosistema) foi criada em 2003 para analisar os padrões, factores determinantes e implicações da persistência da inflação e do comportamento de fixação de preços na área do euro e nos seus países membros. A persistência da inflação refere-se à tendência da inflação para convergir apenas lentamente para o seu valor de longo prazo na sequência de um choque. A IPN deu por finalizado o seu trabalho em 2005.

A IPN constituiu um projecto de investigação conjunto entre todos os bancos centrais do Eurosistema. Utilizou um conjunto de dados inédito, abrangendo um vasto leque de informação sobre as variáveis macroeconómicas e sectoriais e sobre o comportamento de fixação de preços de empresas individuais. Os registos individuais de preços subjacentes à construção dos índices de preços no consumidor e no produtor foram disponibilizados para um elevado número de países da área do euro. Além disso, a IPN realizou inquéritos sobre o comportamento de fixação de preços em nove países. No seu conjunto, estas bases de dados constituem uma oportunidade única para compreender o comportamento dos responsáveis pela fixação dos preços. São inéditos, mesmos por padrões internacionais, uma vez que a cobertura dos dados a que a IPN teve acesso ultrapassa amplamente a disponível para outras economias.

A IPN apresentou os seus resultados preliminares em conferências académicas por forma a receber com antecedência reacções da comunidade académica e poder tê-las em conta em trabalhos posteriores. Ao longo de 2005, foram realizadas apresentações na Reunião Anual da American Economic Association, em Filadélfia, e no Congresso Anual da Associação Económica Europeia, em Amesterdão. Foi publicado um grande número de trabalhos de investigação na série de Documentos de Trabalho do BCE, a que outros se seguirão nos próximos meses, e alguns foram publicados ou estão em fase de preparação em revistas sujeitas a análise pelos pares.

No que respeita à fixação de preços, as principais considerações da IPN são as seguintes: os preços na área do euro são bastante rígidos, sendo alterados em média apenas uma vez por ano<sup>1</sup>. Quando ocorrem, os ajustamentos de preços tendem a ser bastante elevados, cerca de 8-10% no sector retalhista e cerca de 5% no sector da produção. Curiosamente, os aumentos e as descidas de preços têm quase a mesma frequência e dimensão, com a excepção notória do sector dos serviços, onde são comuns pequenos aumentos de preços e muito raras as descidas de preços. Existe uma heterogeneidade acentuada nos diversos sectores, em particular no que se refere à frequência dos ajustamentos de preços. Além disso, a frequência, dimensão e direcção das alterações dos preços dependem de condições macroeconómicas (tais como a taxa de inflação) e factores temporais (como a sazonalidade) e são sensíveis a acontecimentos específicos (tais como alterações do IVA).

1 Tal é muito menos frequente do que as alterações de preços, por exemplo, nos Estados Unidos. Para uma análise geral mais pormenorizada destes resultados, ver o artigo intitulado “Price-setting behaviour in the euro area” na edição de Novembro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

Inquéritos mostraram que a maior parte das empresas revêem os preços quer em intervalos regulares, quer em resposta à mudança das condições económicas. As análises dos preços são mais frequentes do que as alterações dos preços, o que poderá dever-se ao facto de as análises sugerirem que não é necessário alterar os preços ou a factores que impedem as alterações dos preços mesmo que as análises o sugiram. Os inquéritos realizados pela IPN encontraram evidência de alguns obstáculos à alteração dos preços, sendo os factores mais importantes os contratos explícitos ou implícitos entre as empresas e os seus clientes e as interacções estratégicas entre empresas.

Uma outra conclusão fundamental da IPN é que o grau de persistência da inflação aumenta com o nível de agregação. As séries de preços individuais ou altamente desagregadas são, em média, muito menos persistentes do que as séries agregadas. Estimativas empíricas apontam para um grau de persistência da inflação moderado no contexto do actual regime de política monetária; porém, é importante tomar em consideração anteriores mudanças ocasionais do nível médio da inflação em estimativas que cobrem períodos alargados. No entanto, mesmo quando tal sucede, essas estimativas continuam a revestir-se de um grau de incerteza considerável.

Em termos globais, os resultados da IPN aumentaram consideravelmente o conhecimento sobre a persistência da inflação e o comportamento de fixação de preços na área do euro. Existem importantes implicações de política e consequências para a construção de modelos, sendo vários dos pressupostos habitualmente utilizados nos modelos macroeconómicos com fundamentos microeconómicos fortemente questionados pelas novas conclusões. No que respeita à política, os resultados sublinham a importância de os bancos centrais assegurarem que as expectativas de inflação estão bem ancoradas, dado que tal reduz a persistência da inflação e, deste modo, torna mais fácil a condução da política monetária.

### **PREÇOS DINÂMICOS DOS EDIFÍCIOS RESIDENCIAIS**

Os preços dos edifícios residenciais da área do euro, que não se encontram incluídos no IHPC, continuaram a subir em 2005, aumentando 7.7% (em termos homólogos) no primeiro semestre de 2005, o que compara com 7.0% no conjunto de 2004 (ver Gráfico 25). Porém, este forte aumento global escondeu uma considerável diversidade ao nível dos países. O recente dinamismo reflecte grandemente mercados imobiliários residenciais dinâmicos em Espanha, França e Itália, enquanto os preços dos edifícios residenciais registaram uma ligeira descida na Alemanha. Os dados trimestrais disponíveis para o segundo semestre de 2005 continuaram a mostrar aumentos de preços significativos no caso da Espanha e da França, embora a um ritmo ligeiramente mais moderado do que anteriormente.

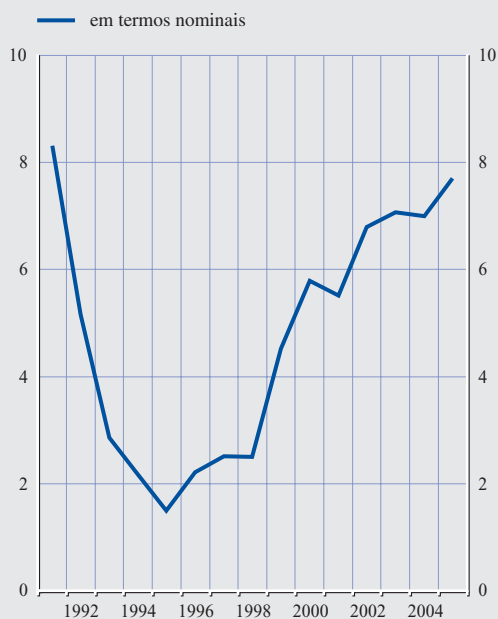
### **EFEITOS INDIRECTOS LIMITADOS EM FASES MAIS AVANÇADAS DA CADEIA DE PRODUÇÃO**

A taxa de crescimento anual dos preços da produção industrial (excluindo a construção) na área do euro situou-se em 4.1% em 2005, ou seja, significativamente acima da taxa de 2.3% registada em 2004 (ver Gráfico 26). Este aumento ficou a dever-se principalmente aos preços dos produtos energéticos, dado que a taxa de crescimento anual dos preços da produção industrial excluindo produtos energéticos (e construção) se situou em 1.8% em 2005, o que compara com 2.0% em 2004.

Esta estabilidade global da taxa de crescimento anual dos preços da produção industrial excluindo produtos energéticos dissimulou evoluções divergentes ao nível dos subsectores. A taxa de crescimento anual dos preços dos bens de investimento situou-se em 1.3% em 2005, o que compara com 0.7% em 2004. Estas

### Gráfico 25 Preços dos edifícios residenciais

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



Fonte: Cálculos do BCE, com base em dados nacionais não harmonizados.  
Nota: Os dados de 2005 referem-se à primeira metade do ano.

### Gráfico 26 Desagregação dos preços da produção industrial

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



Fonte: Eurostat.

pressões ascendentes foram parcialmente compensadas por uma forte desaceleração dos preços dos bens intermédios, reflectindo em parte a evolução dos preços das matérias-primas não petrolíferas e também efeitos desfasados da anterior apreciação do euro. A taxa de crescimento homóloga dos preços dos bens intermédios caiu de 5.5% em Janeiro de 2005 para 1.9% em Dezembro de 2005 e situou-se, em média, em 2.9% em 2005, face a 3.5% em 2004.

Existiam poucos sinais no sentido da acumulação de pressões significativas sobre os preços nas fases mais avançadas da cadeia de produção. Os preços no produtor de bens de consumo cresceram 1.1% em 2005, o que compara com 1.3% em 2004. A fraca procura por parte dos consumidores, a maior concorrência externa e a anterior apreciação do euro poderão ter impedido as empresas de repercutir os aumentos dos preços dos produtos

energéticos e, em menor medida, dos bens intermédios.

### EVOLUÇÃO MODERADA DOS CUSTOS DO TRABALHO EM 2005

O crescimento das remunerações por empregado registou uma descida significativa nos três primeiros trimestres de 2005, com uma taxa de crescimento média anual de 1.5%, o que compara com 2.0% em 2004 (ver Quadro 2). Esta descida foi motivada sobretudo pela evolução salarial na indústria excluindo a construção e, em menor medida, no sector dos serviços (ver Gráfico 27). Porém, no sector dos serviços, os desenvolvimentos divergiram. Enquanto o crescimento das remunerações por empregado no sector dos serviços relacionados com o mercado aumentou nos três primeiros trimestres de 2005, com uma taxa de crescimento média anual de 1.8%, o que compara com 1.5% em 2004, o crescimento no sector dos serviços não relacionados com o mercado registou uma

## Quadro 2 Indicadores de custos do trabalho

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

	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
Acordos salariais	2.4	2.1	2.1	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0
Custos horários totais do trabalho	3.0	2.5	.	2.4	3.2	2.5	2.2	.
Remuneração por empregado	2.3	2.0	.	1.7	1.5	1.4	1.6	.
<i>Por memória</i>								
Produtividade do trabalho	0.5	1.1	.	0.7	0.4	0.5	0.9	.
Custos unitários do trabalho	1.8	0.9	.	1.1	1.1	0.9	0.7	.

Fontes: Eurostat, dados nacionais e cálculos do BCE.

diminuição significativa, com uma taxa de crescimento média anual de 0.8%, face a 2.1% em 2004.

Outros indicadores de custos do trabalho também sugerem um crescimento salarial moderado. A taxa de crescimento anual dos acordos salariais situou-se em 2.1% em 2005, mantendo-se inalterada face a 2004. Além disso, sinais episódicos de acordos de negociação salarial assinados no período até finais de 2005 em vários países da área do euro

não sugeriram o surgimento de efeitos de segunda ordem significativos resultantes de preços do petróleo mais elevados para além dos efeitos mecânicos de sistemas de indexação salarial em países onde estes existem. Em termos globais, no contexto do crescimento do PIB real moderado em curso e pressões limitadas nos mercados de trabalho da área do euro, a evolução salarial manteve-se moderada em 2005.

Não obstante a queda do crescimento dos salários, o crescimento dos custos unitários do trabalho manteve-se inalterado em 2005. Os custos unitários do trabalho cresceram a uma média de 0.9% nos primeiros três trimestres de 2005, à semelhança de 2004. Tal reflectiu a descida das taxas de crescimento da produtividade, que se situaram numa média de 0.6% nos três primeiros trimestres de 2005, o que compara com 1.1% em 2004.

### Gráfico 27 Remuneração por empregado, por sector

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

### ABRANDAMENTO DO CRESCIMENTO ECONÓMICO EM 2005

O crescimento do PIB real na área do euro (parcialmente corrigido do número de dias úteis) situou-se em 1.4% em 2005, ou seja, abaixo do nível de 1.8% registado no ano anterior e da tendência da taxa de crescimento do produto potencial (ver Quadro 3). O desempenho inferior ao previsto em 2005, prosseguindo o crescimento moderado da actividade económica observado desde meados

### Quadro 3 Composição do crescimento do PIB real

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

	Taxas homólogas <sup>1)</sup>								Taxas trimestrais <sup>2)</sup>				
	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
Produto interno bruto real	0.7	1.8	1.4	1.6	1.2	1.2	1.6	1.7	0.2	0.3	0.4	0.7	0.3
<i>do qual:</i>													
Procura interna <sup>3)</sup>	1.3	1.8	1.6	1.9	1.6	1.7	1.7	1.6	0.5	0.1	0.5	0.5	0.4
Consumo privado	1.0	1.4	1.4	1.9	1.3	1.5	1.9	0.8	0.9	0.1	0.3	0.5	-0.2
Consumo público	1.7	1.1	1.3	0.7	0.8	1.2	1.6	1.7	0.0	0.0	0.8	0.9	0.0
Formação bruta de capital fixo	0.8	1.8	2.2	1.6	1.2	1.9	2.7	3.2	0.4	0.2	1.0	1.1	0.8
Variações de existências <sup>4)</sup>	0.2	0.3	0.1	0.4	0.4	0.2	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.4
Exportações líquidas <sup>3)</sup>	-0.6	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.2	-0.1	0.2	-0.2
Exportações <sup>5)</sup>	1.2	5.9	3.9	5.8	3.1	2.6	4.9	5.1	0.3	-0.9	2.0	3.4	0.5
Importações <sup>5)</sup>	3.0	6.2	4.7	7.1	4.3	4.2	5.4	5.0	1.3	-1.5	2.3	3.1	0.9
Valor acrescentado bruto real													
<i>do qual:</i>													
Indústria excl. construção	0.2	1.6	1.3	0.6	0.4	0.6	1.4	2.6	-0.5	0.2	0.8	0.9	0.6
Construção	0.9	1.8	1.7	1.2	-0.4	1.4	2.4	3.1	0.6	-0.5	1.9	0.5	1.3
Serviços relacionados exclusivamente com o mercado <sup>6)</sup>	0.9	1.8	2.1	2.0	2.2	1.9	2.1	2.0	0.3	0.6	0.6	0.5	0.2

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os valores apresentados são corrigidos de sazonalidade e parcialmente corrigidos de dias úteis, dado que nem todos os países da área do euro apresentam séries trimestrais das contas nacionais corrigidas do número de dias úteis.

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

2) Variação em percentagem face ao trimestre anterior.

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

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

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

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

de 2004, reflectiu o aumento dos preços do petróleo, os efeitos desfasados da apreciação do euro em 2004 e um abrandamento temporário da procura mundial na primeira metade de 2005.

Após um período prolongado de crescimento lento entre meados de 2001 e meados de 2003, o ritmo da recuperação que teve início no terceiro trimestre de 2003 foi relativamente fraco em comparação com períodos de recuperação no início da década de 80 e no início da década de 90. Vários factores poderão explicar esta situação. Em primeiro lugar, ao contrário de anteriores recuperações, a actual fase foi marcada por aumentos dos preços do petróleo muito fortes e uma apreciação significativa do euro. Em segundo lugar, existem sinais provisórios de que o crescimento do produto potencial registou uma descida nos últimos anos, principalmente em resultado de um menor crescimento da produtividade do trabalho. Em

terceiro lugar, deve-se ter em conta que o abrandamento que antecedeu a recuperação foi relativamente ligeiro. Dado que a força da recuperação tende a depender da profundidade da regressão anterior, não é surpreendente que a actual recuperação seja, em certa medida, menos dinâmica do que as anteriores<sup>8</sup>.

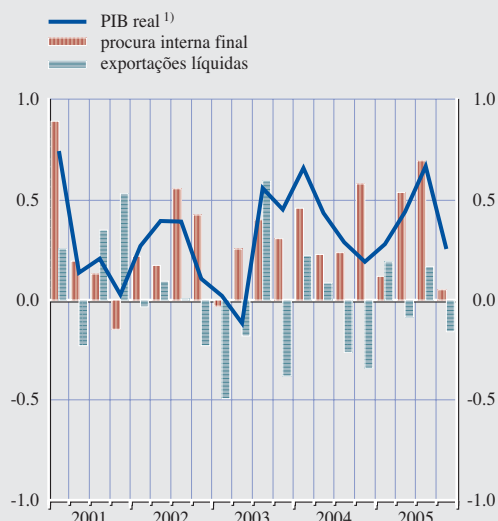
A moderação do crescimento no conjunto de 2005 pode ser atribuída ao menor contributo do sector externo e da procura interna. O crescimento da procura interna e das exportações em 2005 situou-se abaixo das expectativas do final de 2004 (ver Gráfico 28).

No que respeita ao contributo interno para o crescimento, o crescimento do consumo privado continuou a ser moderado em 2005 (ver Quadro 3). Tal ficou a dever-se, em parte, aos

8 Ver também a caixa intitulada "The current euro area recovery from a historical perspective" na edição de Novembro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

### Gráfico 28 Contributos para o crescimento trimestral do PIB real

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

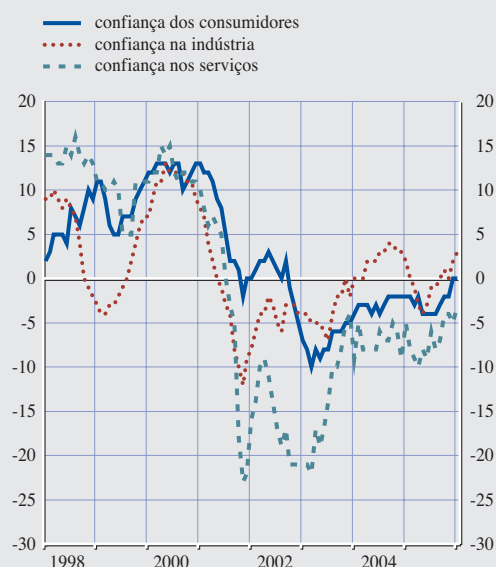


Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

### Gráfico 29 Indicadores de confiança

(saldos de respostas extremas, corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.

Notas: Todos os dados são corrigidos de sazonalidade. Os dados apresentados são calculados como desvios da média no período com início em Janeiro de 1985 para a confiança dos consumidores e a confiança na indústria, e no período com início em Abril de 1995 para a confiança nos serviços.

reduzidos aumentos do rendimento disponível real, reflectindo a contenção do crescimento do rendimento nominal e a subida dos preços dos produtos energéticos. Estes efeitos não foram contrabalançados pela descida da poupança das famílias, possivelmente devido ao facto de as expectativas de emprego terem permanecido relativamente pessimistas. As preocupações quanto à sustentabilidade dos sistemas de pensões e de saúde também poderão ter desempenhado um papel relevante, juntamente com o facto de os trabalhadores com baixos rendimentos, com uma maior propensão marginal para o consumo, poderem ter sido comparativamente mais afectados pelo fraco crescimento do rendimento e por choques sobre os preços dos bens e serviços de primeira necessidade. A confiança dos consumidores manteve-se moderada em 2005, embora tenha evidenciado sinais de melhoria na parte final do ano (ver Gráfico 29).

O crescimento do investimento no primeiro semestre de 2005 ficou significativamente abaixo do observado no segundo semestre de 2004. Esta desaceleração ficou a dever-se principalmente ao menor crescimento do investimento noutros sectores excluindo a construção, atribuível, sobretudo, a uma evolução negativa do sector dos transportes.

Porém, a formação bruta de capital fixo registou um crescimento mais forte a partir de meados de 2005. Os factores subjacentes ao investimento em 2005 incluíram melhorias na eficiência empresarial, lucros robustos das empresas, condições de financiamento muito favoráveis e o crescimento da procura mundial.

Uma desagregação por sector do crescimento económico em 2005 mostra que o valor acrescentado na indústria (excluindo a construção), na construção e no sector dos

serviços deu um contributo positivo para o crescimento. O crescimento do valor acrescentado no sector dos serviços de mercado foi mais elevado do que em 2004. Contudo, foi mais baixo no sector da indústria excluindo a construção. A confiança na indústria e nos serviços deteriorou-se no primeiro semestre de 2005, embora tenha melhorado na segunda metade do ano (ver Gráfico 29). A importância

do sector dos serviços tem aumentado significativamente ao longo das últimas décadas e o seu contributo para a economia da área do euro deverá continuar a crescer nos próximos anos. A Caixa 5 descreve a composição sectorial do crescimento da área do euro, apresentando uma análise mais pormenorizada dos desenvolvimentos no sector dos serviços.

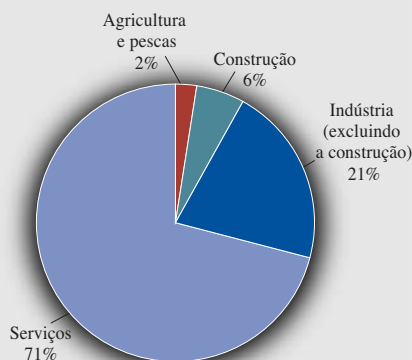
## Caixa 5

### COMPOSIÇÃO SECTORIAL DO CRESCIMENTO DA ÁREA DO EURO

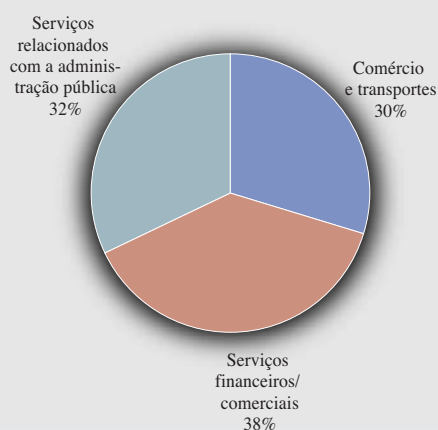
A presente caixa apresenta uma análise geral da estrutura sectorial da economia da área do euro e dos ajustamentos sectoriais nos últimos anos. Também discute os contributos para o crescimento do valor acrescentado na área do euro e para a volatilidade dos principais sectores económicos nos últimos anos e explora a possibilidade de o relativo enfraquecimento da actual recuperação em comparação com anteriores retomas estar ligado a desenvolvimentos em sectores específicos.

A desagregação por sector do valor acrescentado sublinha o papel proeminente do sector dos serviços na área do euro (ver Gráfico A). Com uma percentagem de cerca de 70%, o sector dos serviços representa, sem dúvida, o maior sector económico na área do euro. O sector da indústria, que é composto principalmente pela indústria transformadora (mas também pela indústria mineira e extractiva, e indústrias de fornecimento de electricidade, gás e água), representa cerca de 20% do valor acrescentado da área do euro. A construção e a agricultura detêm percentagens de apenas 6% e 2%, respectivamente.

**Gráfico A Desagregação do valor acrescentado bruto real total <sup>1)</sup>**



**Gráfico B Desagregação do valor acrescentado bruto real nos serviços**



Fonte: Eurostat.

1) Os ponderadores referem-se a 2005.



Por seu lado, o sector dos serviços é ainda, em geral, desagregado em três categorias principais de dimensão sensivelmente idêntica, nomeadamente, comércio e transportes, serviços financeiros e comerciais e um sector que é composto principalmente por serviços relacionados com a administração pública (ver Gráfico B). Embora esta desagregação não permita uma separação rigorosa entre serviços privados e públicos, as categorias que incluem o comércio e transportes, e os serviços financeiros e comerciais são geralmente designadas por sectores dos serviços de mercado.

Em linha com a evolução da tendência geralmente observada nas economias desenvolvidas, a economia da área do euro registou alterações estruturais significativas. Tal reflectiu-se no considerável aumento da importância do sector dos serviços, enquanto o peso do sector da indústria registou uma queda contínua. Desde 1996, por exemplo, o peso do sector dos serviços no valor acrescentado total aumentou cerca de 3 pontos percentuais, enquanto o peso do sector da indústria desceu 2 pontos percentuais. Vários factores poderão estar na origem do aumento do peso do sector dos serviços, nomeadamente uma transferência da procura dos consumidores para os serviços à medida que o rendimento aumenta, a liberalização do sector dos serviços e a crescente participação das mulheres no mercado de trabalho, o que implica algumas mudanças de actividades domésticas para actividades de serviços.

As variações do valor acrescentado desagregadas por sectores da área do euro reflectem diferenças significativas ao nível do desempenho do crescimento sectorial. No que respeita aos serviços comerciais, a contratação externa de algumas actividades por empresas do sector da indústria poderá também explicar em parte a subida observada no sector dos serviços. Esta evolução também reforça as ligações entre os dois sectores. O quadro mostra que, em média desde o início da década de 90, o valor acrescentado bruto real na área do euro aumentou 0.5%, em termos trimestrais em cadeia. Os serviços registaram a mesma taxa de crescimento, em particular devido ao crescimento dos serviços de mercado. A indústria (excluindo a construção) expandiu-se 0.3%, em média, enquanto a construção registou a taxa de crescimento mais baixa, apenas 0.1%. Em resultado da sua dimensão e forte desempenho, os serviços deram o principal contributo para o aumento do valor acrescentado da área do euro. Em média, desde meados da década de 90, os serviços contribuíram com 0.4 pontos percentuais para o crescimento do valor

### Evolução sectorial em termos do valor acrescentado bruto real na área do euro

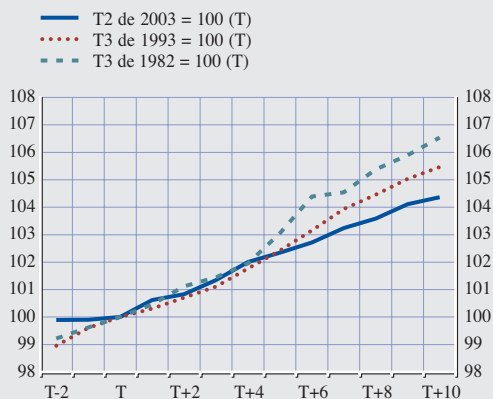
(médias ao longo dos respectivos períodos)

	Crescimento trimestral em cadeia (percentagens) (1991 a 2005)	Desvio padrão (do crescimento trimestral em cadeia) (1991 a 2005)	Contributos para o crescimento trimestral em cadeia (pontos percentuais) (1996 a 2005)	Contributos absolutos médios para a variação do crescimento trimestral em cadeia (pontos percentuais) (1996 a 2005)
Serviços	0.5	0.3	0.4	0.2
Comércio e transportes	0.5	0.6	0.1	0.1
Financeiros e comerciais	0.7	0.4	0.2	0.1
Relacionados com a administração pública	0.4	0.3	0.1	0.0
Indústria (excluindo a construção)	0.3	1.0	0.1	0.2
Construção	0.1	1.7	0.0	0.1
Agricultura	0.4	1.6	0.0	0.0
<b>Total</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-</b>

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

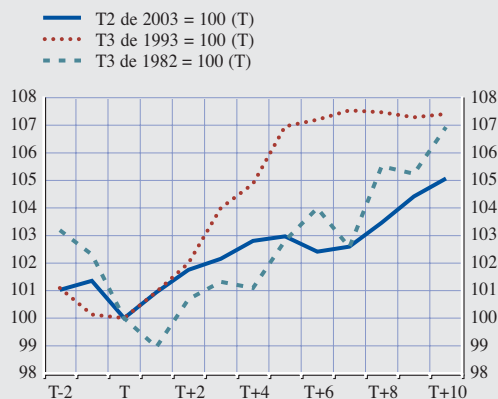
### Gráfico C Valor acrescentado no sector dos serviços da área do euro

(índice, T=100)



### Gráfico D Valor acrescentado no sector da indústria da área do euro

(índice, T=100)



Fonte: Cálculos do BCE com base em dados do Eurostat.

Nota: A recuperação tem início em T+1, sendo que o trimestre T é o valor mínimo segundo a definição do *Euro Area Business Cycle Dating Committee* do *Centre for Economic Policy Research* (Centro de Estudos de Política Económica) (ver <http://www.cepr.org/data/Dating>), à excepção da recuperação mais recente, que é identificada com base no padrão de crescimento do PIB real em termos trimestrais em cadeia.

acrescentado da área do euro, o que compara com um contributo médio de apenas 0.1 pontos percentuais pelo sector da indústria.

Também surgem diferenças significativas entre sectores em termos da volatilidade do crescimento do valor acrescentado. O crescimento do valor acrescentado nos serviços mostra uma volatilidade bastante menor do que em outros sectores (medida em termos do desvio padrão). No entanto, devido à sua dimensão, em média, o sector dos serviços contribuiu praticamente tanto como o sector da indústria para a volatilidade do crescimento do valor acrescentado desde meados da década de 90.

Tendo em conta as significativas diferenças de desempenho do crescimento médio entre os principais sectores na área do euro, surge a questão de determinar até que ponto a evolução sectorial poderá ter contribuído para o relativo enfraquecimento da actual recuperação numa perspectiva histórica. A recuperação que teve início em meados de 2003 perdeu dinamismo no segundo ano da retoma, antes de ganhar nova força no terceiro trimestre de 2005. Os gráficos C e D comparam a evolução dos sectores dos serviços e da indústria durante a actual recuperação com a evolução observada nas duas retomas anteriores. Mostram que o relativo enfraquecimento no segundo ano desta recuperação não se ficou a dever a uma fraca evolução num sector específico. De facto, o padrão de desempenho relativo nos sectores da indústria e dos serviços seguiu o desempenho do PIB global. Em ambos os sectores, não surgiram divergências claras no primeiro ano da actual recuperação em comparação com a evolução média nas duas retomas anteriores. Porém, no segundo ano da recuperação, o crescimento do valor acrescentado em ambos os sectores foi mais fraco do que em média nas duas retomas anteriores. Os gráficos ilustram ainda a natureza bem mais volátil da evolução no sector da indústria em comparação com a do sector dos serviços. É provável que vários factores tenham desempenhado um papel relevante no relativo enfraquecimento do crescimento no segundo ano desta recuperação, incluindo uma menor tendência de crescimento do produto, choques quer sobre a taxa de

câmbio do euro, quer sobre os preços do petróleo, e incertezas quanto às reformas em curso em algumas economias da área do euro (ver Caixa 5, intitulada “*The current euro area recovery from a historical perspective*”, na edição de Novembro de 2005 do Boletim Mensal do BCE).

Em termos globais, a composição sectorial do crescimento do valor acrescentado da área do euro sublinha a importância do sector dos serviços na área do euro. O sector dos serviços é, sem dúvida, o maior sector económico na área do euro. A sua importância cresceu consideravelmente nas últimas décadas, um processo que deverá continuar, e contribui agora praticamente tanto como o sector da indústria para a volatilidade global do crescimento do valor acrescentado. Consequentemente, em comparação com retomas anteriores, o crescimento mais fraco no segundo ano da actual recuperação, ou seja, entre meados de 2004 e meados de 2005, foi globalmente partilhado pelos principais sectores da área do euro.

Diversas medidas de dispersão indicam que a divergência das taxas de crescimento do PIB real entre países da área do euro permaneceu praticamente inalterada em 2005. Reflectindo em parte uma moderação no crescimento económico mundial e no comércio e um aumento dos preços do petróleo, o crescimento médio anual do PIB real desceu ou manteve-se praticamente inalterado em todos os países da área do euro em 2005 em comparação com o ano anterior, à excepção da Espanha, onde registou um ligeiro aumento e permaneceu relativamente forte.

### MELHORIAS EM CURSO NO MERCADO DE TRABALHO

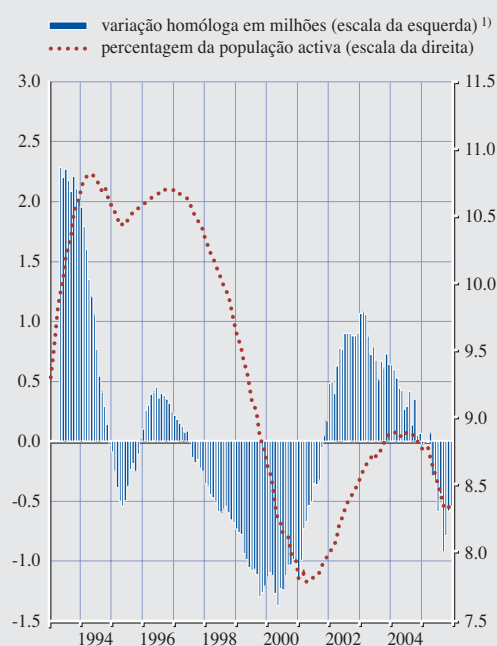
O emprego aumentou ao longo do ano a um ritmo semelhante ao registado em 2004 (ver Quadro 4). A nível sectorial, o emprego registou um forte aumento nos sectores dos serviços e da construção, enquanto no sector da indústria (excluindo a construção) e na agricultura continuou a descer. Os indicadores de inquéritos relativos às perspectivas de emprego nos sectores dos serviços e da indústria também subiram acentuadamente na parte final do ano. À luz da moderação da actividade económica em 2005, é provável que o impacto de recentes medidas de política do mercado de trabalho, que tornam mais fácil a expansão do emprego a tempo parcial e por conta própria, esteja a desempenhar um papel fundamental.

A taxa de desemprego na área do euro desceu de forma constante em 2005, situando-se em

8.3% no final do ano (ver Gráfico 30). A taxa de desemprego para trabalhadores com menos de 25 anos registou uma queda significativa. Após um aumento da taxa de desemprego compatível com uma taxa de inflação constante (NAIRU – *non-accelerating inflation rate of unemployment*) entre a década de 70 e meados

**Gráfico 30 Desemprego**

(dados mensais; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados referem-se aos 12 países da área do euro.

1) As variações homólogas não são corrigidas de sazonalidade.

## Quadro 4 Evolução do mercado de trabalho

(variações em percentagem face ao período anterior; percentagens)

	2003	2004	2005	2003	2003	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
População activa	0.8	0.9	.	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	.
Emprego	0.3	0.7	.	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	.
Agricultura <sup>1)</sup>	-2.2	-1.0	.	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.1	-0.4	-1.1	-0.2	-0.7	.
Indústria <sup>2)</sup>	-1.1	-0.9	.	-0.4	-0.4	-0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.6	0.0	0.0	.
– excl. construção	-1.5	-1.6	.	-0.5	-0.6	-0.7	0.1	-0.5	0.1	-0.8	-0.1	-0.1	.
– construção	0.0	0.8	.	-0.4	0.1	0.1	0.5	1.1	-0.3	-0.0	0.3	0.4	.
Serviços <sup>3)</sup>	0.9	1.4	.	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4	.
<b>Taxas de desemprego <sup>4)</sup></b>													
Total	8.7	8.9	8.6	8.7	8.8	8.9	8.9	8.9	8.8	8.8	8.6	8.4	8.3
Idade < a 25 anos	17.6	17.9	17.7	17.6	18.1	17.9	18.1	17.9	18.0	18.3	17.6	17.2	17.5
Idade ≥ a 25 anos	7.5	7.6	7.3	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.5	7.4	7.2	7.1

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Inclui também pescas, caça e silvicultura.

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

3) Exclui órgãos e organizações extraterritoriais.

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

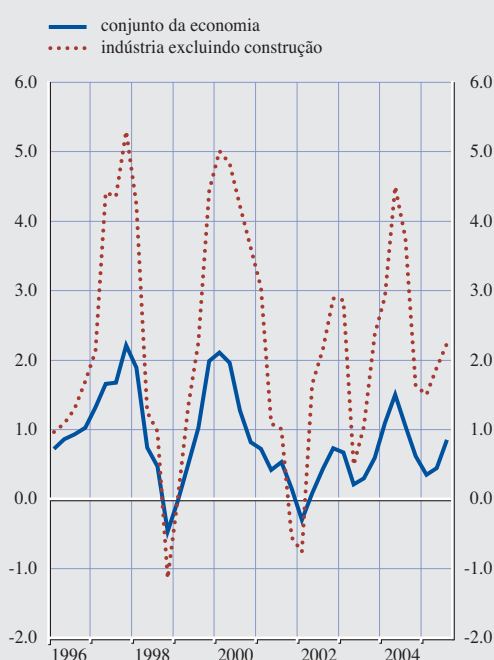
da década de 90, que reflectiu sobretudo choques adversos e instituições rígidas do mercado de trabalho na maior parte dos países

da área do euro, as estimativas para a NAIRU foram baixando ligeiramente ao longo da última década<sup>9</sup>. Esta redução tem sido atribuída sobretudo ao impacto das reformas do mercado de trabalho em alguns países da área do euro (ver Caixa 6 para mais pormenores). Enquanto vários países progrediram consideravelmente no sentido de uma maior flexibilidade dos mercados de trabalho, em muitos países são necessárias reformas mais ambiciosas. Apenas um compromisso mais determinado para com as reformas estruturais dos mercados de trabalho permitirá que as taxas de desemprego se reduzam significativamente nos próximos anos sem colocar em perigo a estabilidade de preços.

O crescimento da produtividade do trabalho manteve-se moderado em 2005 (ver Gráfico 31). O crescimento da produtividade no sector da indústria (excluindo a construção) permaneceu acima do crescimento da produtividade no conjunto da economia. O crescimento da produtividade da área do euro nos últimos anos tem sido decepcionante, tendo descido de mais de 2%, na década de 90, para um nível ligeiramente superior a 1%, mais

## Gráfico 31 Produtividade do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

9 Ver também a caixa intitulada "A longer-term perspective on structural unemployment in the euro area" na edição de Agosto de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

recentemente. O menor crescimento da produtividade na área do euro esteve parcialmente relacionado com o aumento do emprego, mas também reflecte uma utilização insuficiente das novas tecnologias que aumentam a produtividade. Uma desagregação do crescimento da produtividade do trabalho nos últimos anos também mostra que a menor qualidade do trabalho desempenha um papel relevante no crescimento da produtividade do trabalho<sup>10</sup>. Dados empíricos provisórios relacionam o desempenho da produtividade relativamente fraco nos países da área do euro com a falta de concorrência e a legislação de protecção laboral<sup>11</sup>. Numa análise prospectiva,

tal sugere que as políticas na área do capital humano devem ser dirigidas para a melhoria do nível de educação e formação profissional. Também é clara a necessidade de políticas económicas que estimulem a inovação e promovam a utilização de tecnologias que aumentem a produtividade.

10 Ver G. Schwerdt e J. Turunen, “*Growth in euro area labour quality*”, Documento de Trabalho do BCE n.º 575, Janeiro de 2006.

11 Ver G. Nicoletti e S. Scarpetta, “*Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD*”, Documento de Trabalho do Departamento de Economia da OCDE n.º 460, Novembro de 2005.

## Caixa 6

### PROGRESSO NO SENTIDO DE REFORMAS ESTRUTURAIS NOS MERCADOS DE TRABALHO E DO PRODUTO DA UE

A intensificação da concorrência, a rápida mudança tecnológica e o envelhecimento da população implicam que os países europeus devem enfrentar novos desafios e transformá-los em oportunidades. No que respeita aos mercados de trabalho e do produto, esses desafios incluem uma crescente flexibilidade do mercado de trabalho, o aumento das competências da população activa, a realização do Mercado Único (incluindo para os serviços), a promoção da inovação e o fortalecimento do enquadramento para os negócios. Tal torna necessárias reformas estruturais no sentido de melhorar o potencial de crescimento económico da Europa, promover a criação de emprego, tornar mais fácil o ajustamento e aumentar a resistência aos choques.

Como resposta a estes desafios, o Conselho Europeu da Primavera de 2005 concordou que a Comissão, o Conselho e os Estados-Membros devem relançar a estratégia de Lisboa – a ambiciosa agenda de reforma iniciada em Março de 2000 – com uma atenção renovada sobre o crescimento sustentável e o emprego<sup>1</sup>. Neste contexto, e na sequência de uma proposta da Comissão, o Conselho ECOFIN adoptou em 2005 as “Orientações Integradas para o Crescimento e o Emprego”, abrangendo quer as novas Orientações Gerais para as Políticas Económicas, quer as novas Orientações para o Emprego, por um período de três anos (2005-08). Estas orientações para as políticas económicas e de emprego tornam necessárias, nomeadamente, reformas estruturais para melhorar o funcionamento dos mercados de trabalho e do produto na UE. Com base nas Orientações Integradas, os Estados-Membros prepararam programas de reforma nacionais, delineando as suas reformas estruturais planeadas para o período de 2005-08 (ver Secção 1 do Capítulo 4). Em Julho de 2005, a Comissão adoptou um Programa de Lisboa Comunitário paralelo, de modo a complementar os programas de reforma nacionais com medidas que deverão ser tomadas a nível europeu.

1 Ver o artigo intitulado “*The Lisbon strategy – five years on*” na edição de Julho de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

A melhoria do desempenho dos mercados de trabalho é uma das prioridades mais importantes nos programas de reforma nacionais. Com 20 milhões de pessoas ainda desempregadas na UE, o progresso no aumento das taxas de emprego e na redução das taxas de desemprego tem sido lento até ao momento. Embora os Estados-Membros tenham anunciado muitas medidas de reforma para melhorar o desempenho do mercado de trabalho, parecem ser necessárias medidas mais urgentes por forma a atingir os objectivos para o emprego da estratégia de Lisboa. Em particular, as taxas de participação e de emprego femininas, dos jovens com menos de 25 anos e de trabalhadores com mais de 55 anos devem aumentar. Neste contexto, em 2005 os Estados-Membros orientaram as suas políticas do mercado de trabalho principalmente para a oferta de trabalho, dando incentivos para que mais pessoas entrem no mercado de trabalho. A maior parte das medidas de política estiveram ligadas à tributação do trabalho, a políticas activas no mercado de trabalho e benefícios relacionados com o desemprego e a segurança social. Grande parte das medidas adoptadas na área da tributação do trabalho destinaram-se a reduzir a carga fiscal sobre o trabalho, de modo a estimular o emprego ao diminuir os custos do trabalho. No que se refere às políticas activas no mercado de trabalho, vários países reestruturaram os seus serviços públicos de emprego. Na área dos benefícios relacionados com o desemprego e a segurança social, foram tomadas várias medidas no sentido de intervenções mais específicas, controlos mais apertados e condições de elegibilidade mais rigorosas. Até ao momento, alguns países da UE referiram efeitos positivos globais nos seus mercados de trabalho na sequência da abertura das suas fronteiras aos emigrantes dos novos Estados-Membros. Ao mesmo tempo, foram lançadas poucas reformas referentes a esquemas de reforma antecipada.

A Europa também enfrenta o risco de perder terreno caso o enquadramento para os negócios não melhore em termos de concorrência e regulamentos. Os mercados de bens, serviços e produtos energéticos, incluindo as indústrias de rede, ainda não são inteiramente concorrenciais. No geral, o processo de melhoria dos regulamentos ao nível nacional e da UE ganhou dinamismo. No que respeita aos serviços, a aplicação da Directiva relativa aos serviços no mercado interno constituirá um passo importante no sentido da realização do mercado interno. Porém, serão necessárias mais medidas para remover as barreiras à entrada e para assegurar um funcionamento correcto dos mercados, inclusive para as indústrias de rede.

As reformas dos mercados de trabalho e do produto devem ser complementadas por reformas que criem o clima certo para o desenvolvimento do conhecimento e a inovação. Em termos de despesas com I&D (investigação e desenvolvimento), contudo, a UE tem uma baixa classificação nas tabelas internacionais. As despesas em percentagem do PIB praticamente estagnaram desde 2001, em redor de 1.9% do PIB. Tal situou-se bem abaixo do objectivo de 3% definido na estratégia de Lisboa. Embora muitos Estados-Membros prevejam nos seus programas de reforma nacionais um aumento significativo das despesas em I&D até 2010, no médio a longo prazo são necessários mais esforços no sentido de promover, em particular, a despesa em I&D por parte do sector privado. No que respeita à educação, deverá ser dada mais atenção a esta área, de modo a manter a evolução da qualidade do trabalho em níveis consistentes com os objectivos da estratégia de Lisboa.

Em suma, em 2005 foram realizados alguns progressos no campo das reformas estruturais. As medidas de reforma iniciadas no contexto da renovada estratégia de Lisboa, posteriormente anunciadas no Programa Comunitário de Lisboa e nos programas de reforma nacionais, são um novo passo na direcção certa. Com base nestes programas, o ritmo global das reformas deve agora ser intensificado.

## 2.5 EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL

### EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL DECEPCIONANTE EM 2005

A evolução orçamental na área do euro ao longo de 2005 registou pouco progresso no sentido de uma posição sólida das finanças públicas. De acordo com os últimos dados disponíveis dos programas de estabilidade actualizados dos Estados-Membros, o défice da área do euro diminuiu ligeiramente para 2.5% do PIB, não sendo suficiente para evitar um novo aumento do rácio médio da dívida em relação ao PIB (ver Quadro 5). Em 2005, o resultado estimado da execução orçamental reflectiu alguma restritividade numa conjuntura de crescimento económico moderado.

No final de 2004 e no primeiro semestre de 2005, vários países não conseguiam cumprir os objectivos orçamentais estabelecidos nos respectivos programas de estabilidade actualizados. A execução orçamental esperada ficou aquém dos objectivos, em média, 0.2 pontos percentuais do PIB, em parte, devido a um crescimento económico menor do que o esperado, mas também devido a algumas insuficiências na consolidação orçamental e derrapagens na despesa em alguns países. As insuficiências estimadas foram particularmente pronunciadas em alguns dos países com défices já elevados. Em 2005, a deterioração das posições orçamentais é também visível no aumento do número de países que registaram rácios do défice superiores ao valor de

**Quadro 5 Posições orçamentais na área do euro**

(em percentagem do PIB)

	Excedente (+)/défice (-) das administrações públicas			Dados do programa de estabilidade para 2005
	2002	2003	2004	
<b>Área do euro</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.5</b>
Bélgica	0.0	0.1	0.0	0.0
Alemanha	-3.8	-4.1	-3.7	-3.3
Grécia	-4.9	-5.7	-6.6	-4.3
Espanha	-0.3	0.0	-0.1	1.0
França	-3.3	-4.1	-3.7	-3.0
Irlanda	-0.6	0.2	1.4	0.3
Itália	-2.7	-3.2	-3.2	-4.3
Luxemburgo	2.1	0.2	-1.2	-2.3
Países Baixos	-2.0	-3.2	-2.1	-1.2
Áustria	-0.4	-1.2	-1.0	-1.9
Portugal	-2.8	-2.9	-3.0	-6.0
Finlândia	4.3	2.5	2.1	1.8
<b>Dívida bruta das administrações públicas</b>				
	2002	2003	2004	Dados do programa de estabilidade para 2005
<b>Área do euro</b>	<b>69.2</b>	<b>70.4</b>	<b>70.8</b>	<b>71.0</b>
Bélgica	105.8	100.4	96.2	94.3
Alemanha	61.2	64.8	66.4	67.5
Grécia	111.6	108.8	109.3	107.9
Espanha	53.2	49.4	46.9	43.1
França	58.8	63.2	65.1	65.8
Irlanda	32.4	31.5	29.8	28.0
Itália	108.3	106.8	106.5	108.5
Luxemburgo	6.8	6.7	6.6	6.4
Países Baixos	51.3	52.6	53.1	54.4
Áustria	66.7	65.1	64.3	63.4
Portugal	56.1	57.7	59.4	65.5
Finlândia	42.3	45.2	45.1	42.7

Fontes: Comissão Europeia (para 2002-04), programas de estabilidade actualizados de 2005-06 (para 2005) e cálculos do BCE.

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

referência de 3% do PIB em comparação com os programas de estabilidade actualizados de 2004. Segundo as estimativas, quatro países registaram défices acima do valor de referência (ou seja, Alemanha, Grécia, Itália e Portugal), embora os programas de estabilidade tivessem previsto que apenas dois países ultrapassariam esse nível. À excepção de Portugal, onde foram utilizadas medidas temporárias significativas para manter o défice em ou abaixo de 3% do PIB entre 2002 e 2004, estes países têm vindo a registar défices acima do valor de referência durante a maior parte do período desde a introdução do euro em 1999. A Alemanha deverá registar um rácio do défice de 3.3% do PIB e a França de 3.0%. Assim, o défice da Alemanha manteve-se acima de 3% do PIB pelo quarto ano consecutivo. Após revisões estatísticas significativas em 2004, tornou-se evidente que, de acordo com a metodologia do SEC 95, a Grécia registava défices acima do valor de referência desde 1997, sendo esperado em 2005 um nível do défice de 4.3% do PIB. A Itália também excedeu o valor de referência por uma margem significativa em 2005, estimando-se um rácio do défice de 4.3% do PIB. Portugal quase duplicou o seu défice em comparação com 2004, atingindo 6.0% do PIB, depois de ter chegado ao fim a aplicação de medidas de política temporárias significativas.

A execução orçamental no conjunto da área do euro mostrou uma orientação ligeiramente restritiva da política orçamental. O crescimento estimado do PIB real situou-se abaixo do potencial, o que implica que o ciclo económico teve um impacto negativo na evolução orçamental. Os pagamentos de juros mantiveram-se estáveis, reflectindo taxas de juro historicamente baixas e uma conjuntura financeira favorável.

Embora as necessidades de consolidação tenham variado muito na área do euro, tendo os saldos orçamentais corrigidos do ciclo para cada país oscilado, segundo as estimativas, entre um excedente de cerca de 2.5% do PIB e um défice de cerca de 5% do PIB, as melhorias estruturais da posição das finanças públicas

continuaram a ficar aquém do nível necessário em alguns países. As medidas temporárias destinadas a reduzir o défice e os efeitos extraordinários, em certa medida, atenuam o cenário – embora em menor escala do que em anos anteriores – e, por definição, não levaram a melhorias sustentadas. No conjunto da área do euro, estima-se que quer a despesa, quer a receita pública tenham aumentado ligeiramente em percentagem do PIB. Os cortes nos impostos directos e nas contribuições sociais compensam largamente o grau limitado de contenção da despesa e os aumentos observados nos impostos indirectos em 2005.

O rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro em 2005 deverá ter aumentado pelo terceiro ano consecutivo, situando-se em 71.0% do PIB. Esse aumento foi originado por um baixo rácio do excedente primário, pelo facto de o crescimento económico ter sido inferior à taxa de juro média implícita na dívida pública e, em alguns casos, por ajustamentos saldos/fluxos que aumentaram a dívida. A maior parte dos países da área do euro registou rácios da dívida acima do valor de referência de 60% do PIB. Em muitos casos, o rácio da dívida em relação ao PIB continuou a aumentar. A Itália, cuja dívida se situou num nível estimado de 108.5% do PIB, registou o rácio mais elevado da área do euro. O rácio da dívida na Grécia caiu apenas ligeiramente, tendo a dívida permanecido acima de 100% do PIB em 2005. Três outros países, cujo rácio da dívida se situa acima do valor de referência de 60% do PIB (ou seja, Alemanha, França e Portugal) não deverão ter reduzido os seus rácios da dívida em relação ao PIB. Embora, segundo as estimativas, a Bélgica tenha registado de novo um saldo orçamental equilibrado em 2005, em parte, devido a medidas temporárias, a redução no seu rácio da dívida abrandou consideravelmente devido a significativos ajustamentos défice-dívida. A continuação de desequilíbrios orçamentais significativos e a dinâmica desfavorável da dívida na área do euro também se reflectiram no volume da emissão de títulos de dívida pública (ver Caixa 7).



## Caixa 7

### EVOLUÇÃO DA EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA NA ÁREA DO EURO

A emissão de títulos de dívida pública manteve-se forte em 2005, uma vez que aumentaram as necessidades de financiamento dos governos para financiar os respectivos défices orçamentais. Em 1999, quando teve início a Terceira Fase da UEM, a maior parte dos países da área do euro tinha apenas pequenos desequilíbrios orçamentais, ou até registava excedentes, e as necessidades de financiamento desses países por conseguinte eram baixas. Contudo, a partir de 2000, as posições orçamentais começaram a deteriorar-se, em parte, devido ao agravamento das condições económicas e, em consequência, as necessidades brutas de financiamento dos países da área do euro aumentaram. Esta evolução está reflectida quer no aumento do rácio da dívida em relação ao PIB, quer na taxa de crescimento anual dos títulos de dívida emitidos pelo sector das administrações públicas na área do euro. A última taxa situou-se, em média, em torno de 4.5% nos últimos quatro anos (ver Quadro A).

Uma análise da estrutura do saldo de títulos de dívida pública revela que a emissão destes títulos é predominantemente realizada pela administração central, representando 93.8% do saldo de títulos de dívida em Dezembro de 2005, sendo as outras administrações públicas responsáveis pelos remanescentes 6.2%. Não obstante, as outras administrações públicas têm-se tornado mais activas. Entre 1998 e 2005, a percentagem de títulos de dívida emitidos pela administração central diminuiu continuamente, enquanto a percentagem de títulos de dívida emitidos por outras administrações públicas duplicou (ver Quadro B).

Os países continuaram a ter uma orientação de longo prazo na gestão da respectiva dívida. Um factor importante que tornou mais atractiva a emissão de títulos de dívida de longo prazo pelas administrações públicas foi o nível baixo das taxas de juro. De facto, a dívida de longo prazo representava 92.3% do saldo de títulos de dívida no final de 2005, enquanto a percentagem de títulos de dívida de curto prazo era de apenas 7.7%. Tal é igualmente consistente com a taxa de crescimento negativa observada nos títulos de dívida de curto prazo em 2005. A taxa de crescimento anual dos títulos de dívida de longo prazo desceu ligeiramente para 4.8% em 2005, face a 5.7% em 2004.

O Quadro B indica que a grande maioria dos títulos de dívida pública de longo prazo foi emitida a taxa fixa. Ao longo do tempo, a percentagem de títulos de dívida de longo prazo a taxa variável diminuiu substancialmente de 11.9% em 1998 para 7.9% em Dezembro de 2005. A esta evolução esteve subjacente a redução gradual, observada no final da década de 90, do prémio de prazo pago por alguns governos por títulos de longo prazo a taxa fixa, num contexto

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

(percentagens; fim de período)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total das administrações públicas	4.3	3.6	2.5	2.7	4.1	4.7	5.0	4.1
<i>Longo prazo</i>	6.3	5.7	3.3	2.2	2.9	3.9	5.7	4.8
Taxa fixa			5.1	5.2	3.9	5.0	6.1	4.7
Taxa variável			-4.0	-16.2	-9.4	-5.5	5.1	9.3
<i>Curto prazo</i>	-10.5	-16.0	-7.1	8.8	19.1	13.4	-1.3	-3.3

Fonte: BCE.

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

(percentagens do total de títulos de dívida emitidos pela administração pública; fim de período)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Administração central	96.9	96.9	96.7	96.3	95.4	94.7	94.3	93.8
Títulos de longo prazo	87.5	89.3	89.8	89.0	87.2	85.8	86.0	86.2
Títulos de curto prazo	9.4	7.6	6.9	7.2	8.2	8.9	8.3	7.6
Outras administrações públicas	3.1	3.1	3.3	3.7	4.6	5.3	5.7	6.2
Títulos de longo prazo	3.0	3.0	3.2	3.6	4.5	5.2	5.6	6.1
Títulos de curto prazo	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total da administração pública								
Longo prazo	90.5	92.3	93.0	92.6	91.7	91.1	91.6	92.3
Taxa fixa	75.9	79.2	81.1	82.5	82.0	82.2	82.8	83.4
Taxa variável	11.9	10.6	10.0	8.8	8.1	7.6	7.7	7.9
Curto prazo	9.5	7.7	7.0	7.4	8.3	8.9	8.4	7.7
Total da administração pública em EUR mil milhões	3 314.6	3 450.7	3 547.6	3 765.7	3 940.2	4 142.0	4 370.5	4 588.3

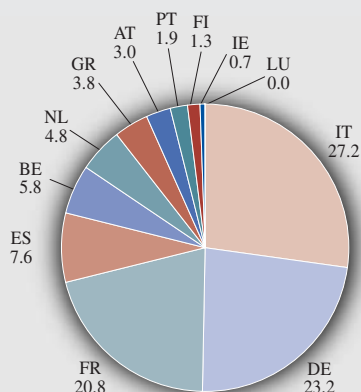
Fonte: BCE.

de estabilidade de preços. Não obstante, a percentagem de títulos de dívida a taxa variável aumentou ligeiramente de 7.7% em 2004, para 7.9% em 2005. A Itália é o único país onde a percentagem de títulos de dívida a taxa variável é significativamente superior à média da área do euro (21%), embora esta percentagem tenha descido significativamente desde 1998. Na área do euro, a taxa de crescimento de títulos de longo prazo a taxa variável aumentou para 9.3% em 2005, reflectindo a evolução da emissão de títulos de dívida em outros segmentos do mercado, como as IFM (ver Secção 2.2 do presente capítulo). Este aumento pode estar relacionado com o facto de os títulos a taxa variável terem sido afectados positivamente pelos níveis muito baixos das taxas de juro de curto prazo (ver Quadro A).

De um modo geral, as tendências recentes na estrutura de financiamento das administrações públicas reflectem o facto de as estratégias nacionais de gestão da dívida terem aproveitado os desenvolvimentos favoráveis nas condições do mercado financeiro, resultantes de políticas económicas mais orientadas para a estabilidade na última década. O benefício mais visível para

### Gráfico A Saldo de títulos de dívida pública da área do euro por país emitente em 2005

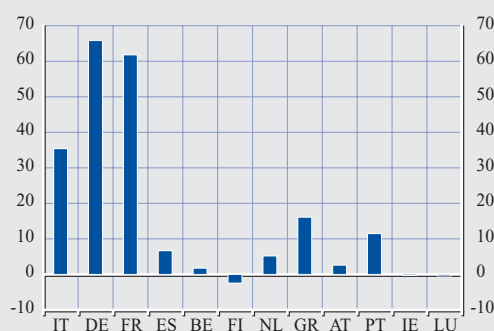
(percentagens; fim de período)



Fonte: BCE.

### Gráfico B Emissões líquidas de títulos de dívida pública por país emitente em 2005

(EUR mil milhões; médias do período)



Fonte: BCE.

o público é a proporção significativamente menor de orçamentos públicos gastos no pagamento de juros.

Analisando os montantes totais do saldo da dívida das administrações públicas em Dezembro de 2005 (ver Gráfico A), a Itália é de longe o maior emitente, com 27.2% do montante total na área do euro. Seguem-se a Alemanha e a França com 23.2% e 20.8%, respectivamente. Os governos destes três países por si só representam mais de dois terços do total da dívida soberana da área do euro. Comparando os níveis da emissão líquida em 2005, a Alemanha regista o montante mais elevado, com €65.8 mil milhões. Seguem-se a França e a Itália, com €61.8 mil milhões e €35.4 mil milhões, respectivamente (ver Gráfico B).

### **PERSPECTIVAS PARA AS FINANÇAS PÚBLICAS EM 2006**

As últimas actualizações dos programas de estabilidade sugerem que os objectivos representam progressos na consolidação que, na maior parte dos casos, são globalmente consistentes com o Pacto de Estabilidade e Crescimento revisto. Contudo, tal como em anos anteriores, muitos governos não têm planos suficientemente concretos ou credíveis para fazer face, de forma abrangente, aos seus desequilíbrios orçamentais. Pode ser vista uma certa intenção de conter a despesa, mas tal deverá ser contrabalançado por cortes nos impostos, dando origem a uma redução paralela da despesa e da receita públicas. Em consequência, é de rezear que na maior parte dos países continuarão a ser feitos poucos progressos na contenção dos défices orçamentais, assim como na realização de reformas estruturais abrangentes. Para 2006, os programas de estabilidade indicam uma descida moderada de 0.2 pontos percentuais, para 2.3% do PIB, no défice médio da área do euro, enquanto o crescimento económico se deve situar próximo do potencial. Nestas circunstâncias, o ciclo económico terá um efeito neutro sobre a evolução orçamental em 2006 e os pagamentos de juros descerão ligeiramente a nível da área do euro. O rácio médio da dívida deverá manter-se geralmente estável, num valor próximo de 71% do PIB.

Dos países com défice excessivo, a Grécia pretende reduzir o seu défice para um valor inferior ao limite de 3% em 2006, enquanto a Alemanha e a Itália tencionam fazê-lo apenas

em 2007; Portugal espera corrigir o seu défice excessivo em 2008. Enquanto estes países, conjuntamente com França, tencionam alcançar posições orçamentais em linha com os seus objectivos de médio prazo apenas após o horizonte do respectivo programa, todos os outros conseguiram-no, o mais tardar, até 2008.

### **A POLÍTICA ORÇAMENTAL CARECE DE UMA VIRAGEM ESTRATÉGICA**

A evolução orçamental passada e futura, registada pela Comissão Europeia e definida nos programas de estabilidade actualizados, desencadeia sérios desafios.

Primeiro, deve ser dada prioridade à consolidação orçamental. O número de países com graves desequilíbrios orçamentais é particularmente preocupante. A melhoria das perspectivas de crescimento constitui uma boa oportunidade para os países avançarem no sentido da correcção de défices excessivos e da concretização de finanças públicas sólidas. Contudo, parece que, sem medidas adicionais, alguns países poderão não conseguir cumprir os seus compromissos em termos de consolidação. Tal deve ser evitado, sobretudo para que seja recuperada a credibilidade do Pacto de Estabilidade e Crescimento revisto. O quadro orçamental europeu é um pilar essencial da UEM, que mantém as expectativas de disciplina orçamental e, por conseguinte, contribui para o crescimento, a estabilidade e a coesão na área do euro.

Segundo, em linha com razões económicas, o Pacto revisto dá maior ênfase à consolidação

sustentada dos saldos orçamentais do que às medidas extraordinárias e temporárias para melhorar a situação orçamental. Seria, pois, positivo se a dependência dessas medidas fosse reduzida, como previsto por alguns governos. É evidente que medidas temporárias podem atrasar os esforços de consolidação necessários para fazer face aos desafios orçamentais estruturais enfrentados por muitos países da área do euro. Além disso, os ganhos de curto prazo resultantes dessas medidas podem causar uma nova deterioração no futuro. Tal poderá levar a uma maior carga orçamental para as gerações vindouras.

Terceiro, a maior parte dos países da área do euro necessita de uma estratégia de reforma abrangente, a fim de suportar o emprego e o crescimento. Essas reformas devem incluir a prossecução da consolidação orçamental. Dado que muitos países querem reduzir as taxas efectivas dos impostos sobre o trabalho e os rendimentos de capital no âmbito dessa estratégia, é crucial o controlo da despesa pública. As reformas estruturais da despesa são essenciais para finanças públicas sólidas, que encorajem o crescimento. Para promover o investimento, a inovação e o emprego, a despesa deve ser dirigida para objectivos produtivos. Ao mesmo tempo, os mecanismos de controlo da despesa podem ter que ser reforçados para evitar derrapagens da mesma, as quais levam frequentemente a um ajustamento ascendente dos objectivos para o défice orçamental. Em muitos casos, será também essencial analisar os compromissos dos governos, com vista a melhorar a qualidade da despesa pública. Tal permitirá aos países alcançar finanças sólidas e ao mesmo tempo financiar de forma adequada as principais atribuições do sector público.

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

### **EURO REGISTOU UMA DEPRECIÇÃO EM 2005**

Após uma forte apreciação durante os últimos três meses de 2004, o euro depreciou-se no primeiro semestre de 2005. Esta depreciação

foi bastante generalizada, embora tenha sido mais pronunciada face ao dólar dos EUA e a várias moedas asiáticas que tinham uma ligação formal ou de facto ao dólar dos EUA. Posteriormente, enquanto o euro recuperava das suas perdas anteriores face ao iene japonês, as flutuações na maior parte das restantes taxas de câmbio bilaterais do euro foram relativamente moderadas. Em consequência, no final de 2005, o euro tinha estabilizado, em termos efectivos nominais, em cerca de 6% abaixo do seu nível no início do ano (ver Gráfico 32).

O euro, depois de alcançar, no final de 2004, o nível mais elevado desde o seu lançamento em 1999, quer em termos efectivos nominais, quer face ao dólar dos EUA, começou a perder terreno no contexto de mudanças da percepção do mercado acerca das forças que afectam as taxas de câmbio. Nessa altura, eram visíveis sinais crescentes de uma melhoria na actividade económica quer nos Estados Unidos quer no Japão, enquanto a percepção em relação às perspectivas para a área do euro permaneciam mais moderadas. Nos Estados Unidos, em particular, notícias que sugeriam uma actividade económica robusta, associadas a sinais de um aumento das pressões inflacionistas, parecem ter desviado a atenção do mercado do défice elevado e persistente da balança corrente para expectativas de taxas de juro mais elevadas nos Estados Unidos, suportando assim a moeda norte-americana. Este processo registou apenas uma breve pausa entre meados de Fevereiro e o início de Março de 2005, quando a moeda norte-americana ficou sob pressão temporária face a especulações acerca de uma possível diversificação das reservas cambiais por parte de alguns bancos centrais. Contudo, a partir de meados de Março, o sentimento do mercado em relação ao dólar dos EUA melhorou, enquanto se tornou mais negativo em relação ao euro – uma evolução que se acentuou no início de Junho, após a rejeição, em França e nos Países Baixos, do Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa. A queda generalizada do valor externo do euro entre meados de Março e o fim de Julho foi apenas parcialmente compensada pela sua apreciação

face às moedas dos quatro maiores novos Estados-Membros da UE. Uma redução temporária da apetência mundial pelo risco parece ter influenciado as decisões de investimento na Europa Central e de Leste, em particular entre meados de Março e o início de Junho, resultando numa fragilidade bastante generalizada das moedas nesta região.

No segundo semestre de 2005, os mercados cambiais continuaram a ser dominados por factores cíclicos, enquanto os factores estruturais parecem ter continuado em segundo plano. Em particular, o alargamento do diferencial de taxas de juro dos Estados Unidos em relação a outras grandes economias terá continuado a suportar o dólar. Este quadro foi reforçado pelos fluxos do sector empresarial dos EUA relacionados com o *Homeland Investment Act*<sup>12</sup> e por notícias que a procura externa de activos dos EUA se mantinha robusta, atenuando possivelmente as preocupações do mercado acerca do financiamento do défice da balança corrente dos EUA. Contudo, sinais de uma melhoria no clima empresarial da área do euro contrabalançaram o vigor do dólar e, em consequência, o euro depreciou-se apenas marginalmente face ao dólar dos EUA entre Julho e o final de Dezembro de 2005. A melhoria das perspectivas económicas para o Japão parece não ter sido suficiente para contrariar o impacto descendente sobre o iene japonês resultante dos preços mais elevados do petróleo e do alargamento do diferencial das taxas de rendibilidade entre o Japão e as outras grandes economias. Deste modo, o iene japonês registou um enfraquecimento generalizado no segundo semestre de 2005. Em 21 de Julho, a China abandonou a ligação cambial ao dólar dos EUA e passou a ter um regime cambial de flutuação controlada, tendo como referência um cabaz de moedas. Esta alteração foi principalmente sentida na Ásia e parece não ter tido um impacto directo duradouro sobre a taxa de câmbio do euro.

Em 30 de Dezembro de 2005, o euro era cotado a USD 1.20. Este valor situava-se cerca de 11%

abaixo do registado no início do ano. Em 2005, o euro também enfraqueceu face à libra esterlina (3.9%), à coroa norueguesa (2.5%) e ao dólar australiano e canadiano (7.0% e 14.4%, respectivamente). O euro também se depreciou face a algumas das moedas dos novos Estados-Membros da UE, nomeadamente o zloti polaco (5.4%) e a coroa checa (4.7%). Ao longo do mesmo período, o euro manteve-se praticamente inalterado face ao iene japonês e ao franco suíço.

A depreciação do euro face às moedas atrás mencionadas foi apenas parcialmente contrabalançada pela sua apreciação moderada face ao forint húngaro e, de forma mais significativa, face à coroa sueca (5.1%).

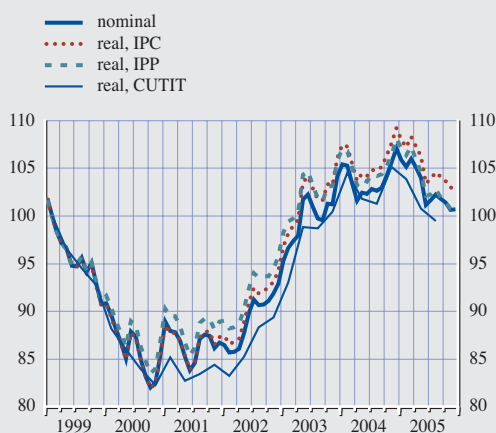
Em Janeiro de 2006, o euro recuperou face à maioria das principais moedas, mas retrocedeu em Fevereiro. Durante os dois primeiros meses de 2006, a evolução da taxa de câmbio do euro parece ter sido principalmente influenciada por expectativas de mercado acerca da trajectória no futuro da política monetária, em particular, na área do euro, Estados Unidos e Japão. Em 24 de Fevereiro de 2006, o euro situava-se, em termos efectivos nominais, cerca de 0.3% abaixo do nível observado no início do ano.

A taxa de câmbio efectiva real do euro – baseada em diferentes índices de preços e custos – também desceu em 2005, em linha com o decréscimo da taxa de câmbio efectiva nominal (ver Gráfico 32). No quarto trimestre de 2005, os índices da taxa de câmbio efectiva real do euro situavam-se ligeiramente acima do nível observado no primeiro trimestre de 1999 e próximo do seu nível médio dos últimos dez anos.

12 O *Homeland Investment Act* (Lei do Investimento Interno) permite às empresas dos Estados Unidos repatriar lucros no exterior, a uma taxa de imposto compensatória, durante os respectivos exercícios.

### Gráfico 32 Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro<sup>1)</sup>

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

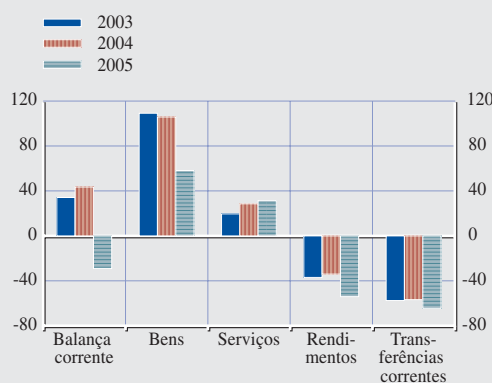


Fonte: BCE.

1) Um movimento dos índices das TCE-23 no sentido ascendente representa uma apreciação do euro. As últimas observações para os dados mensais referem-se a Dezembro de 2005. No caso da TCE-23 real com base nos CUTIT, a última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2005, baseando-se parcialmente em estimativas.

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

(EUR mil milhões; dados corrigidos de sazonalidade)



Fonte: BCE.

### BALANÇA CORRENTE DIMINUIU EM 2005, PRINCIPALMENTE DEVIDO AO CUSTO MAIS ELEVADO DAS IMPORTAÇÕES DE PETRÓLEO

Em 2005, a balança corrente da área do euro registou um défice no valor de €29.0 mil milhões (ou seja, 0.4% do PIB), face a um excedente no montante de €43.5 mil milhões em 2004 (0.6% do PIB). Esta queda resultou largamente da deterioração do excedente de bens e, em menor escala, do défice de rendimentos, enquanto os saldos das balanças de serviços e transferências correntes se mantiveram praticamente inalterados (ver Gráfico 33).

A desagregação geográfica da balança corrente da área do euro, que se encontra disponível até ao terceiro trimestre de 2005, revela que a acentuada redução do excedente acumulado da balança corrente no período de 12 meses terminado em Setembro de 2005 se deveu, principalmente, aos aumentos dos défices do comércio petrolífero com os países exportadores de petróleo. Ao longo do mesmo período, o excedente com os Estados Unidos manteve-se

praticamente inalterado (em cerca de €41 mil milhões), enquanto o excedente com outros países da UE subiu €14 mil milhões, devido principalmente a um aumento do excedente com o Reino Unido.

Em 2005, o excedente de bens diminuiu €47.6 mil milhões, uma vez que os valores das importações cresceram mais rapidamente do que os das exportações. Os valores das exportações de bens aumentaram aproximadamente ao mesmo ritmo do que em 2004, enquanto o crescimento dos valores das importações de bens acelerou ligeiramente. O défice de rendimentos aumentou acentuadamente, em especial, na parte final do ano, reflectindo um aumento maior nos pagamentos de rendimentos.

A evolução do comércio de bens é mais facilmente compreendida através das estatísticas de comércio externo do Eurostat, as quais desagregam o valor das exportações e importações de bens extra-área do euro nas suas componentes preço e volume (as

estatísticas disponíveis abrangem o período até Novembro de 2005). Do lado das importações, o forte aumento dos valores das importações de bens em 2005 resultou, principalmente, do crescimento robusto dos valores das importações de produtos energéticos, reflectindo largamente o aumento do preço do petróleo. Para além disso e em particular no segundo semestre de 2005, registou-se um aumento dos volumes das importações. Após terem permanecido inalterados durante a primeira parte de 2005, os volumes das importações aceleraram devido à recuperação da procura final total da área do euro, especialmente nas categorias da despesa intensivas em importações, tais como o investimento e as exportações.

Do lado das exportações, quer os preços das exportações quer os seus volumes, contribuíram para o crescimento dos valores das exportações de bens em 2005. O aumento dos preços das exportações, em parte, ficou a dever-se à subida dos custos associados a preços mais elevados do petróleo. Ao longo do ano, os volumes das exportações de bens aceleraram, devido principalmente à evolução da procura externa da área do euro. O crescimento da procura

externa da área do euro, tendo sido fraco no primeiro trimestre, aumentou de forma robusta durante a restante parte do ano, embora menos rapidamente do que no ano anterior. Em particular, as exportações para a Ásia (especialmente para a China) e para os novos Estados-Membros da UE cresceram rapidamente, reflectindo o dinamismo da actividade económica nestas regiões em 2005. As exportações da área do euro também beneficiaram da aplicação das receitas das exportações de petróleo por parte de países exportadores de petróleo (ver Caixa 8). Em termos de produtos, as exportações de bens de investimento registaram o crescimento mais forte, enquanto as exportações de bens de consumo foram mais moderadas. No que respeita à competitividade dos preços, os volumes das exportações foram afectados negativamente, no início do ano, pelos efeitos desfasados da apreciação do euro. Contudo, a sua depreciação posterior pode ter contribuído para que os volumes das exportações tenham excedido a taxa de crescimento da procura externa nos segundo e terceiro trimestres de 2005.

#### Caixa 8

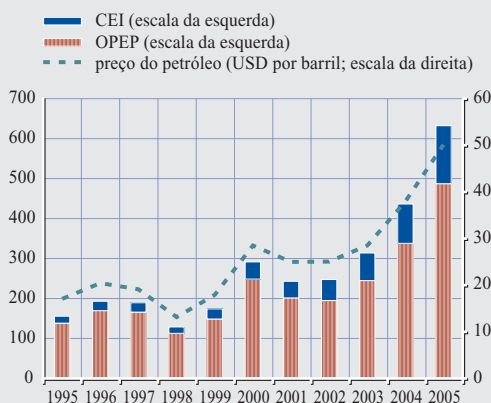
##### APLICAÇÃO DAS RECEITAS DO PETRÓLEO E RESPECTIVO IMPACTO

Os aumentos dos preços do petróleo e os volumes crescentes da produção têm gerado desde 2002 receitas provenientes das exportações de petróleo substancialmente mais elevadas nos países exportadores de petróleo. A presente caixa analisa as receitas das exportações para os países pertencentes à Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e à Comunidade de Estados Independentes (CEI), os quais em conjunto produzem aproximadamente 70% do petróleo transaccionado internacionalmente. Segundo as estimativas, as receitas da OPEP e da CEI em conjunto deverão ter aumentado de USD 250 mil milhões em 2002 para cerca de USD 630 mil milhões em 2005 (ver Gráfico A). A caixa analisa os efeitos de “*feedback*” resultantes do aumento das receitas do petróleo (“aplicação das receitas do petróleo”) e, em particular, os dois canais principais – mercados financeiros e comércio internacional – através dos quais as receitas das exportações de petróleo são transmitidas aos países importadores de petróleo.

Um cenário possível associado com a reafecção de riqueza após um período de elevados preços do petróleo sustentados consiste no facto de os países exportadores de petróleo aumentarem os seus depósitos em bancos internacionais e/ou comprarem acções e títulos de

### Gráfico A Receitas das exportações de petróleo

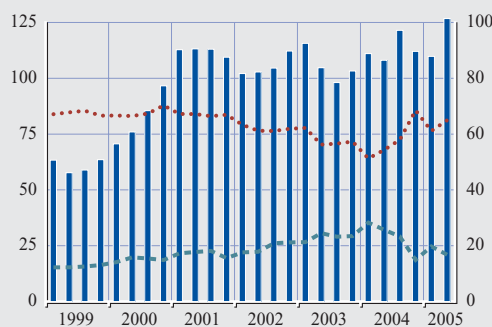
(USD mil milhões, salvo indicação em contrário)



Fontes: Agência Internacional de Energia e estimativas do BCE.

### Gráfico B Activos líquidos e composição por moeda da OPEP

■ activos líquidos (USD mil milhões; escala da esquerda)  
 ●●● depósitos em dólares dos EUA (percentagens; escala da direita)  
 - - - depósitos em euros (percentagens; escala da direita)



Fontes: BIS e cálculos do BCE.  
Nota: A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2005.

dívida estrangeiros. Tradicionalmente e, em particular, na sequência do segundo choque dos preços do petróleo no início da década de 80, os países da OPEP investiram principalmente em activos e nos mercados dos EUA e efectuaram os seus depósitos bancários quase exclusivamente em dólares dos EUA. De igual modo, o aumento dos preços do petróleo entre meados de 1998 até ao final de 2000 foi acompanhado, com um ligeiro desfasamento, pela quase duplicação do saldo dos activos líquidos da OPEP em bancos internacionais – uma medida da canalização líquida de fundos da OPEP para depósitos em bancos internacionais. Contudo, tal não foi o caso no período mais recente de aumento acentuado dos preços do petróleo, uma vez que o saldo dos activos líquidos da OPEP nos bancos inquiridos pelo BIS se manteve quase inalterado desde o primeiro trimestre de 2001 (ver Gráfico B)<sup>1</sup>. O padrão de investimento que pode ser observado pelo acompanhamento das posições do balanço dos bancos pode, contudo, não dar uma ideia completa. Na verdade, analisando os fluxos de capitais transfronteiras, o Departamento do Tesouro dos EUA reporta um aumento de 92% nos títulos do Tesouro dos EUA detidos pela OPEP entre Janeiro de 2001 e Setembro de 2005 (de USD 28.5 mil milhões para USD 54.6 mil milhões). Para além disso, as receitas das exportações de petróleo podem também ter sido canalizadas para títulos do Tesouro dos EUA através de zonas francas.

Existem algumas mudanças visíveis na composição por moeda dos activos dos países exportadores de petróleo. As economias da OPEP aumentaram gradualmente a sua percentagem de depósitos denominados em euros de 12% no início de 1999 para um valor superior a 28% no final do primeiro trimestre de 2004. Este aumento foi acompanhado por uma queda constante da percentagem de depósitos denominados em dólares dos EUA. Contudo, desde 2004, as economias da OPEP voltaram a canalizar gradualmente os seus depósitos para dólares dos EUA, apesar da relativamente forte apreciação do euro durante esse ano. Tal aumentou a percentagem dos depósitos denominados em dólares dos EUA, de um valor mínimo de 51%,

<sup>1</sup> Ver “BIS Quarterly Review”, Dezembro de 2005, p. 25-27. Activos líquidos referem-se à diferença entre as disponibilidades e as responsabilidades da OPEP face aos bancos inquiridos pelo BIS e constituem uma medida da canalização líquida de fundos para o sistema bancário internacional.



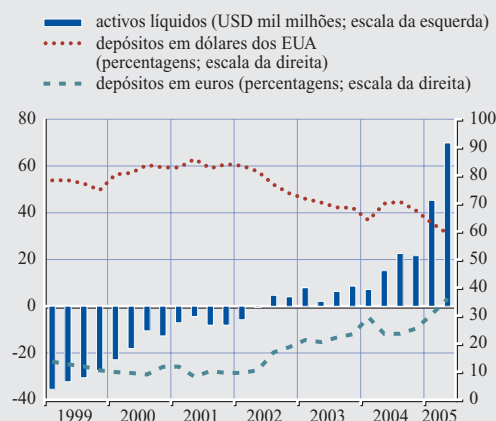
registado no final do primeiro trimestre de 2004, para 65% no segundo trimestre de 2005. Esta evolução coincidiu com uma redução semelhante, em termos de magnitude, na percentagem de depósitos denominados em euros, que era de 17% no segundo trimestre de 2005.

Os activos líquidos detidos pela Rússia, que é o maior produtor de petróleo na CEI e o maior exportador mundial de petróleo não pertencente à OPEP, aumentaram consideravelmente durante as subidas mais recentes dos preços do petróleo e também registaram uma alteração em termos da sua composição por moeda (ver Gráfico C). A Rússia tem sido um credor líquido dos bancos inquiridos pelo BIS desde 2002. A percentagem de depósitos denominados em euros mais do que triplicou entre meados de 2002 e o

segundo trimestre de 2005, aumentando de 11% para 36%. Este aumento bastante acentuado ao longo dos últimos três anos também reflecte, de certa forma, a forte apreciação do euro face ao dólar dos EUA durante esse período e a crescente utilização do euro como moeda de reserva por parte das autoridades monetárias da Rússia. Como explicado a seguir, esta alteração no sentido de uma carteira de depósitos mais equilibrada em termos de moedas, pode sinalizar o desejo dos produtores de petróleo de salvaguardar o seu poder de compra quando as suas importações se deslocam dos Estados Unidos para a Europa e para outros países.

O comércio internacional representa o segundo canal potencial para aplicar as maiores receitas do petróleo. Durante o primeiro e o segundo choques dos preços do petróleo na década de 70, as receitas das exportações de petróleo da OPEP excederam persistentemente e num grau relativamente elevado, as suas importações totais, dando origem a “excedentes comerciais dependentes do petróleo”. Estes excedentes passaram a pequenos défices em meados da década de 80, quando o preço do petróleo voltou a cair para cerca de USD 15 por barril. Em 2000, foi novamente registado um grande excedente quando os preços do petróleo começaram a subir acentuadamente. Contudo, desde 2001, os excedentes comerciais dependentes do petróleo da OPEP mantiveram-se relativamente moderados em comparação com períodos anteriores de preços elevados do petróleo, apesar do forte aumento quer dos preços do petróleo quer dos volumes das exportações de petróleo. Tal implica que o aumento das receitas das exportações de petróleo para a OPEP coincidiu com o aumento das importações da OPEP. Pode ser observada uma tendência semelhante no caso da CEI. Os défices comerciais dependentes do petróleo registados pela CEI diminuíram acentuadamente após a subida dos preços do petróleo em 1999 e 2000. Contudo, o forte aumento dos preços do petróleo coincidiu com uma deterioração da balança comercial dependente do petróleo da CEI entre 2001 e 2004. Tal implica que as crescentes receitas das exportações de petróleo para a CEI nesses anos também coincidiram com a expansão das importações. Contudo, no primeiro semestre de 2005, o défice comercial dependente do petróleo registado pela CEI voltou a diminuir significativamente.

**Gráfico C Activos líquidos e composição por moeda da Rússia**



Fontes: BIS e cálculos do BCE.

Nota: A última observação refere-se ao segundo trimestre de 2005.

## Quotas de mercado de economias seleccionadas nas importações da OPEP e da CEI

(em percentagem do total das importações)

	OPEP			CEI		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Área do euro	26.0	24.8	26.7	32.0	31.6	33.2
Estados Unidos	15.4	12.5	8.9	7.0	6.5	3.7
Reino Unido	5.9	5.0	4.4	2.5	2.3	2.5
Ásia excluindo o Japão e China	9.8	10.7	12.3	2.8	2.5	3.1
Japão	9.2	8.3	7.0	1.4	1.8	3.3
China	3.7	4.8	7.4	1.9	2.9	5.9

Fontes: FMI e cálculos do BCE.

O total das importações da OPEP e da CEI registou aumentos médios anuais de 18% e 21%, respectivamente, entre 2001 e 2004 em termos nominais em dólares dos EUA. A área do euro parece ter beneficiado da forte procura por parte dos países exportadores de petróleo. As taxas de crescimento médias anuais das importações por parte da OPEP e da CEI provenientes da área do euro situaram-se em 21% e 26%, respectivamente, entre 2001 e 2004, dando origem a um aumento da quota de mercado da área do euro em ambas as regiões exportadoras de petróleo (ver quadro). A Ásia excluindo o Japão também conseguiu aumentar a sua percentagem relativa no total das importações da OPEP e da CEI. Estes valores contrastam fortemente com os dos Estados Unidos, que viram a sua quota de mercado diminuir significativamente ao longo do mesmo período. Em 2005, a área do euro continuou a beneficiar do aumento das importações por parte de países exportadores de petróleo. As importações da OPEP e da CEI no primeiro semestre de 2005 (últimos dados disponíveis) situavam-se, respectivamente, 22% e 25% acima do valor registado no período homólogo do ano anterior.

De um modo geral, desde 1999, têm surgido diferentes padrões na afectação das receitas adicionais das exportações de petróleo por parte de economias exportadoras de petróleo, particularmente das economias da OPEP. Na sequência do aumento substancial dos preços do petróleo em 1999, os países da OPEP depositaram uma grande percentagem das suas receitas do petróleo em bancos internacionais, enquanto as despesas com importações se mantiveram baixas. Contudo, desde 2001, quer as economias da OPEP quer da CEI, têm aumentado significativamente as suas importações. A área do euro parece ter beneficiado deste aumento recente da actividade de importação. Assim, embora o preço elevado do petróleo devesse contribuir para um abrandamento da actividade económica na área do euro, parece que recentemente os efeitos de “*feedback*” associados à aplicação das receitas do petróleo mitigaram, de certa forma, os efeitos de primeira ordem negativos do aumento acentuado dos preços do petróleo.

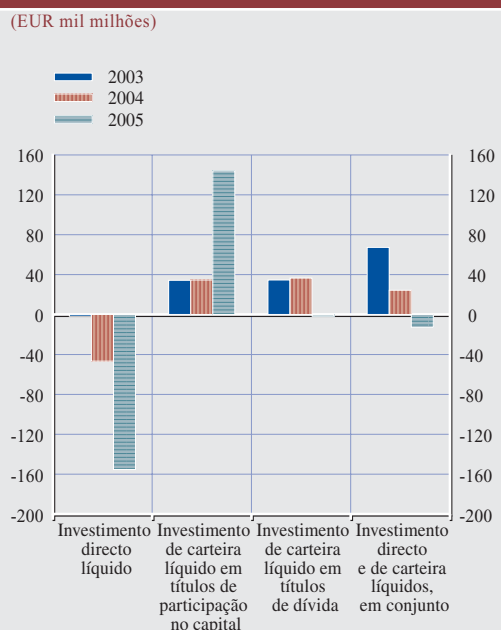
### SAÍDAS LÍQUIDAS DE INVESTIMENTO DIRECTO E DE CARTEIRA EM CONJUNTO EM 2005

Na balança financeira, a área do euro registou saídas líquidas no valor de €13 mil milhões no investimento directo e de carteira em conjunto em 2005, o que compara com entradas líquidas no montante de €24 mil milhões em 2004. Este valor resultou principalmente do aumento das entradas líquidas em investimento de carteira

em títulos de participação, compensadas por saídas líquidas em investimento directo e menores entradas líquidas em títulos de dívida (ver Gráfico 34).

O maior défice do investimento directo em 2005 deveu-se a um aumento do investimento directo estrangeiro (IDE) por parte da área do euro, em grande parte, sob a forma de

**Gráfico 34 Balança financeira da área do euro**

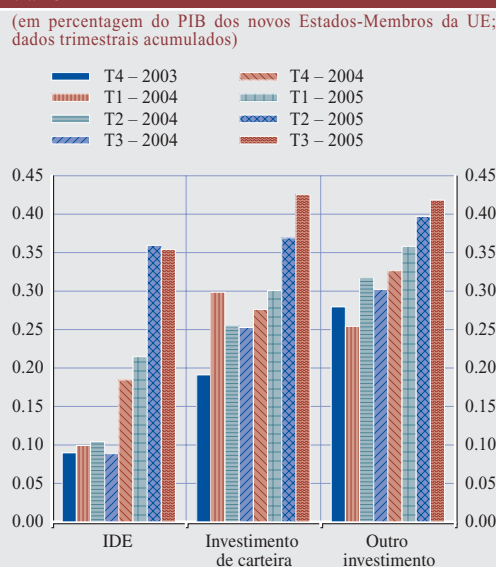


Fonte: BCE.

investimento em títulos de participação no capital. Esta recuperação pode reflectir, em parte, o interesse renovado das empresas da área do euro em aumentar a competitividade através de filiais no estrangeiro, bem como a operação excepcional relacionada com a reestruturação da *Royal Dutch Shell*. Ao mesmo tempo, as entradas de IDE na área do euro estabilizaram em níveis baixos em 2004. As expectativas de que o resto do mundo venha a registar um crescimento económico mais forte do que a área do euro pode ter contribuído para a evolução observada.

O crescimento das entradas líquidas de investimento de carteira resultou de um aumento das aquisições líquidas de títulos de participação no capital da área do euro por não residentes. Estas aquisições foram motivadas, em parte, pelas acções adquiridas no contexto da reestruturação da *Royal Dutch Shell*, mas também por expectativas de rendimentos relativamente mais elevados nos mercados bolsistas da área do euro. Os dados dos inquéritos aos mercados também indicam que

**Gráfico 35 Saídas financeiras da área do euro para os novos Estados-Membros da UE**



Fonte: BCE.

os investidores estrangeiros estavam interessados em acções da área do euro, que consideraram ter um preço mais atractivo do que as acções em outros mercados.

No que respeita aos títulos de dívida, os fluxos transfronteiras aumentaram acentuadamente em 2005, sendo a maior parte das transacções realizadas em obrigações e outros títulos de dívida. Ao longo de 2005, foram observadas duas tendências distintas: na parte inicial do ano, registou-se um aumento constante nas entradas líquidas em títulos de dívida da área do euro, que atingiram o seu valor mais elevado no início do Verão. Posteriormente, esta tendência inverteu-se para saídas líquidas no segundo semestre do ano. Tal poderá ter reflectido o facto de os diferenciais da taxa de rendibilidade entre as obrigações e outros títulos de dívida pública dos EUA e da área do euro se terem tornado bastante significativos, especialmente ao longo do Verão.

Tendo por base os fluxos acumulados nos três primeiros trimestres de 2005, o Reino Unido e

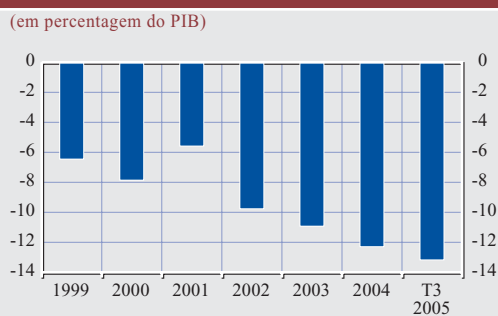
os novos Estados-Membros da UE foram os principais destinatários do investimento directo da área do euro. Os novos Estados-Membros da UE foram igualmente os principais investidores na área do euro ao longo deste período. A desagregação geográfica do investimento de carteira mostra que o investimento de carteira no exterior da área do euro nos três primeiros trimestres de 2005 foi dirigido principalmente para o Reino Unido e zonas francas. Os investidores da área do euro foram também grandes compradores líquidos de obrigações e outros títulos de dívida dos EUA, mas foram vendedores líquidos de títulos de participação e de instrumentos do mercado monetário dos EUA.

Os novos Estados-Membros da UE no conjunto receberam um montante considerável de investimento no exterior da área do euro. É evidente uma tendência claramente positiva, o que implica que os investidores da área do euro podem ter considerado esta região relativamente rentável e que a integração financeira entre a área do euro e os novos Estados-Membros da UE pode ter registado um reforço durante este período (ver Gráfico 35).

### NOVA DETERIORAÇÃO DA POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL EM 2005

Os dados sobre a posição de investimento internacional (p.i.i.) da área do euro face ao resto do mundo, disponíveis até ao final do terceiro trimestre de 2005, indicam que a área do euro registou uma posição devedora líquida no valor de €1 049 mil milhões (representando 13.2% do PIB da área do euro), o que compara com uma posição devedora líquida no valor de €946 mil milhões (12.4 % do PIB) no final de 2004 e de €809 mil milhões (11.0% do PIB) no final de 2003 (ver Gráfico 36). O valor mais elevado das responsabilidades líquidas em 2005 resultou, em grande parte, de um aumento da posição devedora líquida de investimento de carteira (de €1 071 mil milhões para €1 350 mil milhões), parcialmente compensado por um aumento da posição credora líquida de investimento directo (de €89 mil milhões para €224 mil milhões) e por um decréscimo na

**Gráfico 36 Posição de investimento internacional líquida**



Fonte: BCE.

posição devedora líquida de outro investimento (de €241 mil milhões para €212 mil milhões).

No que respeita à desagregação geográfica do saldo do IDE da área do euro no final de 2004, 24% foi investido no Reino Unido e 21% nos Estados Unidos. Em relação ao saldo do investimento de carteira no exterior da área do euro, a percentagem correspondente destes dois países foi de 23% e 35%, respectivamente. Estes dois países foram igualmente os principais investidores directos na área do euro.

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

#### ACTIVIDADE ECONÓMICA

Em 2005, o crescimento real do PIB nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro registou uma moderação em comparação com 2004, mas manteve-se mais forte do que na área do euro (ver Quadro 6). Tal como em anos anteriores, o crescimento do produto foi mais elevado nos Estados bálticos, onde atingiu um valor superior a 7%, e na Eslováquia e República Checa, ambas com taxas de crescimento de 6%.

A robustez da procura interna foi apoiada na maior parte dos países pelo forte crescimento do consumo privado, que se manteve em níveis elevados em 2005, em particular, na maior parte dos novos Estados-Membros. A despesa das famílias foi apoiada pelo crescimento significativo do rendimento disponível real, assim como por políticas orçamentais expansionistas e pelo aumento dos preços da habitação em alguns países. Para além disso, o aumento do crescimento do crédito ao sector privado em vários Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, especialmente nos Estados bálticos, suportou o aumento contínuo

do investimento imobiliário e da despesa das famílias. Em 2005, o crescimento do consumo foi moderado em Malta (reflectindo o baixo crescimento do rendimento disponível), Polónia (devido à contenção salarial e à poupança mais elevada) e Reino Unido (no contexto de taxas de juro mais elevadas e de um arrefecimento do mercado da habitação). A procura interna foi novamente apoiada pelo fortalecimento contínuo do crescimento do investimento em muitos Estados-Membros não pertencentes à área do euro, em particular, Estados bálticos, Hungria, Malta, Eslováquia e Suécia. As baixas taxas de juro, a recuperação da confiança na indústria, um grau elevado de utilização do capital e perspectivas positivas de procura sustentada contribuíram para o forte crescimento do investimento, enquanto os recursos financeiros provenientes de fundos da UE também apoiaram o crescimento do investimento nos novos Estados-Membros.

No que respeita à procura externa, as exportações foram o principal impulsionador do crescimento real do PIB na maior parte dos novos Estados-Membros, nomeadamente, Estados bálticos,

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

(taxas de variação homólogas (%))

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
República Checa	2.6	1.5	3.2	4.4	6.0	5.3	5.8	6.0	6.7
Dinamarca	0.7	0.5	0.7	1.9	3.4	0.3	4.7	4.8	3.7
Estónia	6.5	7.2	6.7	7.8	.	7.2	9.9	10.6	.
Chipre	4.1	2.1	1.9	3.9	3.8	3.9	3.6	4.0	3.6
Letónia	8.0	6.5	7.2	8.5	10.2	7.3	11.4	11.4	10.5
Lituânia	7.2	6.8	10.5	7.0	7.5	4.4	8.4	7.6	8.8
Hungria	4.3	3.8	3.4	4.6	4.1	3.2	4.5	4.5	4.3
Malta	0.3	1.5	-2.5	-1.5	2.5	0.1	2.8	4.1	2.8
Polónia	1.1	1.4	3.8	5.3	3.2	3.6	1.2	3.4	.
Eslovénia	2.7	3.5	2.7	4.2	3.9	2.8	5.4	3.6	3.7
Eslováquia	3.8	4.6	4.5	5.5	6.0	5.1	5.1	6.2	7.6
Suécia	1.1	2.0	1.7	3.7	2.7	1.1	3.3	3.5	2.9
Reino Unido	2.2	2.0	2.5	3.2	1.8	2.0	1.6	1.8	1.8
UE10 <sup>1)</sup>	2.8	2.6	3.9	5.1	4.5	4.1	3.8	4.8	.
UE13 <sup>2)</sup>	2.1	2.0	2.5	3.5	2.5	2.2	2.4	2.7	2.5
Área do euro	1.9	0.9	0.7	2.1	1.3	0.6	1.9	1.4	1.3

Fontes: Eurostat e os institutos nacionais de estatística na Lituânia e na Eslovénia para as taxas de crescimento homólogas em 2005 nestes dois países.

Notas: Os dados trimestrais não se encontram corrigidos de sazonalidade, à excepção dos dados relativos à República Checa (dados corrigidos de sazonalidade) e do Reino Unido (dados corrigidos de sazonalidade e de dias úteis). A taxa de crescimento anual para a República Checa em 2005 é uma média dos valores trimestrais.

1) O agregado UE10 inclui os dados para os dez países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004.

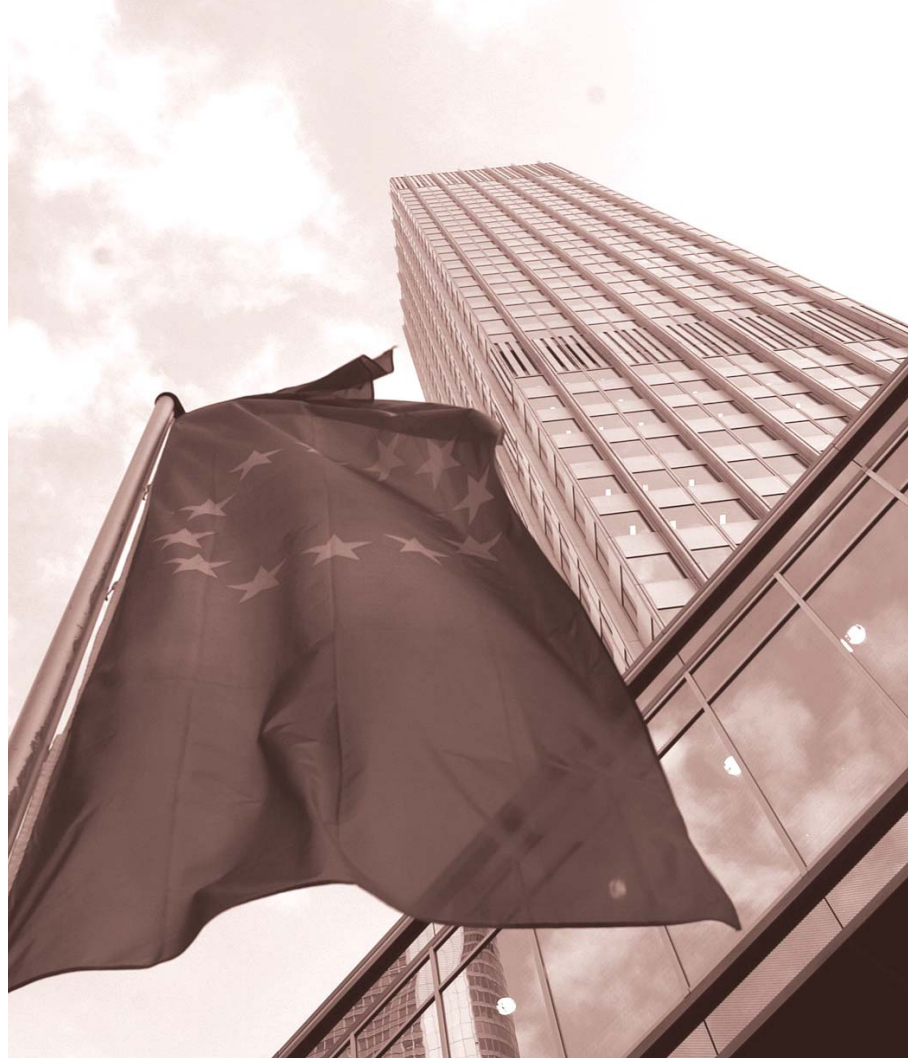
2) O agregado UE13 inclui os dados para os 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

República Checa, Hungria e Polónia. Contudo, o contributo das exportações líquidas para o crescimento real do PIB variou significativamente entre os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e foi geralmente neutro para o conjunto do grupo. O crescimento quer das exportações quer das importações manteve-se bastante elevado em 2005 nos novos Estados-Membros, sugerindo que o longo processo de integração comercial ganhou novo dinamismo, com a remoção de barreiras ao comércio, principalmente em relação aos produtos alimentares, após a adesão à UE.

Em 2005, a situação no mercado de trabalho continuou a melhorar na maior parte dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro, particularmente, nos Estados bálticos, Polónia e Eslováquia. Embora as taxas de desemprego tenham caído apenas gradualmente, o crescimento do emprego registou um acentuado fortalecimento nos novos Estados-Membros, nomeadamente, nos países com as taxas de desemprego mais elevadas. Na Polónia e Eslováquia, a taxa de desemprego manteve-se particularmente elevada, isto é, cerca de duas vezes mais alta do que na área do euro. O mercado de trabalho em Chipre, Dinamarca e Reino Unido, mostrou-se relativamente restritivo, com taxas de desemprego inferiores a 6%.

### **EVOLUÇÃO DOS PREÇOS**

Em 2005, a inflação medida pelo IHPC registou os valores mais baixos – inferiores à média da área do euro – na Suécia, República Checa, Dinamarca e Reino Unido. Na maior parte dos outros Estados-Membros não pertencentes à área do euro, a inflação medida pelo IHPC situou-se ligeiramente acima da média da área do euro, embora na Letónia, Estónia e Hungria se tenha situado acima de 3% (ver Quadro 7). Em comparação com 2004, a maior parte dos novos Estados-Membros, à excepção dos Estados bálticos, registou uma inflação medida pelo IHPC mais baixa em 2005, enquanto a Dinamarca e o Reino Unido, partindo de níveis baixos, registaram taxas de inflação mais elevadas.



A evolução da inflação nos Estados-Membros não pertencentes à área do euro resultou, em parte, de factores comuns. Em vários dos novos Estados-Membros, a desaceleração da inflação no primeiro semestre de 2005 reflectiu o efeito de base dos aumentos dos preços em 2004 relacionados com a adesão à UE. Para além disso, a forte concorrência parece ter exercido pressão descendente sobre a evolução dos preços na maior parte dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro, em particular, no que respeita aos produtos industriais e alimentares. Pelo contrário, o aumento do preço do petróleo exerceu pressão ascendente sobre a inflação. Contudo, o seu impacto exacto variou de país para país, reflectindo em grande parte diferenças nos padrões de consumo, estruturas de mercado e intensidade energética da produção. Além disso, como os preços dos produtos energéticos, em grande parte, são administrados em muitos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, a transmissão dos preços mais elevados do petróleo à inflação pode não se ter concretizado integralmente em 2005. Também surgiram pressões inflacionistas originadas pela continuação da forte procura interna em alguns dos novos Estados-Membros.

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

(taxas de variação homólogas (%))

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
República Checa	4.5	1.4	-0.1	2.6	1.6	1.4	1.2	1.6	2.2
Dinamarca	2.3	2.4	2.0	0.9	1.7	1.1	1.6	2.2	2.0
Estónia	5.6	3.6	1.4	3.0	4.1	4.5	3.6	4.3	4.0
Chipre	2.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.5	2.1	1.7	1.9
Letónia	2.5	2.0	2.9	6.2	6.9	6.7	6.7	6.7	7.5
Lituânia	1.6	0.3	-1.1	1.2	2.7	3.1	2.4	2.2	3.0
Hungria	9.1	5.2	4.7	6.8	3.5	3.5	3.6	3.5	3.2
Malta	2.5	2.6	1.9	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1	3.5
Polónia	5.3	1.9	0.7	3.6	2.2	3.6	2.2	1.8	1.2
Eslovénia	8.6	7.5	5.7	3.7	2.5	2.8	2.2	2.3	2.6
Eslováquia	7.2	3.5	8.4	7.5	2.8	2.8	2.6	2.2	3.7
Suécia	2.7	1.9	2.3	1.0	0.8	0.7	0.5	0.9	1.1
Reino Unido	1.2	1.3	1.4	1.3	2.0	1.7	1.9	2.4	2.1
UE10 <sup>1)</sup>	5.7	2.6	1.9	4.1	2.5	3.2	2.4	2.2	2.2
UE13 <sup>2)</sup>	2.7	1.8	1.6	2.1	2.1	2.1	2.0	2.2	2.1
Área do euro	2.4	2.3	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	2.3	2.3

Fonte: Eurostat.

1) O agregado UE10 inclui os dados para os dez países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004.

2) O agregado UE13 inclui os dados para os 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

A evolução cambial e a sua transmissão desfasada à inflação global também afectaram a evolução da inflação em 2005. Em vários países, nomeadamente, República Checa, Hungria, Polónia e Eslováquia, a apreciação da moeda teve um impacto moderador na inflação.

#### POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

Com base nas últimas actualizações dos programas de convergência apresentados no final de 2005 e no início de 2006, o quadro geral das políticas orçamentais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro foi heterogéneo em 2005. Três Estados-Membros não pertencentes à área do euro (Dinamarca, Estónia e Suécia) registaram um excedente orçamental, enquanto os restantes dez países registaram défices orçamentais. Os resultados orçamentais estimados para 2005 estiveram geralmente em linha ou foram melhores do que os objectivos dos programas de convergência, à excepção da República Checa, Hungria, Malta e Eslováquia. Ao longo do ano, os saldos das administrações públicas deterioraram-se em seis dos treze Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro (ver Quadro 8), embora os programas de convergência em alguns casos contenham

estimativas relativamente conservadoras. Apesar de os saldos orçamentais serem apoiados por uma conjuntura económica favorável, que em vários países originou receitas mais elevadas do que as esperadas, foram observadas as referidas deteriorações.

O contributo cíclico para o orçamento foi maioritariamente positivo ou neutro. Não obstante, os únicos países com uma orientação orçamental restritiva foram a Dinamarca, Chipre, Malta, Polónia e Reino Unido. Em Chipre e na Hungria, medidas temporárias tiveram um impacto decrescente sobre o défice superior a 0.5% do PIB, em 2005. Pelo contrário, o défice da Eslováquia aumentou em 2005, devido a despesas extraordinárias.

A execução da despesa, na sua maior parte, foi mantida próximo das trajectórias de despesa planeadas. Contudo, tal como em 2004, alguns governos, incluindo o da República Checa, Estónia, Letónia, Lituânia e Eslováquia, utilizaram uma parte do excesso da receita para financiar despesas adicionais em detrimento da melhoria dos respectivos saldos orçamentais.

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

(em percentagem do PIB)

	Excedente (+)/défice (-) das administrações públicas			Dados do programa de convergência para 2005
	2002	2003	2004	
República Checa	-6.8	-12.5	-3.0	-4.8
Dinamarca	1.4	1.2	2.9	3.6
Estónia	1.5	2.5	1.7	0.3
Chipre	-4.5	-6.3	-4.1	-2.5
Letónia	-2.3	-1.2	-0.9	-1.5
Lituânia	-1.4	-1.2	-1.4	-1.5
Hungria	-8.5	-6.5	-5.4	-6.1
Malta	-5.8	-10.4	-5.1	-3.9
Polónia	-3.3	-4.8	-3.9	-2.9
Eslovénia	-2.7	-2.7	-2.1	-1.7
Eslováquia	-7.8	-3.8	-3.1	-4.1
Suécia	-0.3	0.2	1.6	1.6
Reino Unido	-1.7	-3.3	-3.2	-3.0
UE10 <sup>1)</sup>	-4.8	-6.1	-3.6	-3.6
UE13 <sup>2)</sup>	-1.9	-3.1	-2.3	-2.2
Área do euro	-2.5	-3.0	-2.7	-2.5

	Dívida bruta das administrações públicas			Dados do programa de convergência para 2005
	2002	2003	2004	
República Checa	29.8	36.8	36.8	37.4
Dinamarca	47.6	45.0	43.2	35.6
Estónia	5.8	6.0	5.5	4.6
Chipre	65.2	69.8	72.0	70.5
Letónia	14.2	14.6	14.7	13.1
Lituânia	22.4	21.4	19.6	19.2
Hungria	55.5	57.4	57.4	57.7
Malta	63.2	72.8	75.9	76.7
Polónia	41.2	45.3	43.6	42.5
Eslovénia	29.8	29.4	29.8	29.0
Eslováquia	43.7	43.1	42.5	33.7
Suécia	52.4	52.0	51.1	50.9
Reino Unido	38.2	39.7	41.5	43.3
UE10 <sup>1)</sup>	39.9	43.3	42.6	41.5
UE13 <sup>2)</sup>	40.6	42.0	42.8	43.2
Área do euro	69.2	70.4	70.8	71.0

Fontes: Comissão Europeia (para 2002-2004), programas de convergência actualizados para 2005-06 e avaliações da Comissão (para 2005) e cálculos do BCE.

Notas: Os dados baseiam-se na definição do procedimento relativo aos défices excessivos. Os saldos orçamentais (dados da Comissão) excluem as receitas da venda de licenças de UMTS. Os dados incluem o segundo pilar constituído por fundos de pensões. O seu efeito de melhoria estimado (se disponível) em percentagem do PIB é o seguinte: Dinamarca (0.9% sobre o saldo orçamental), Hungria (1.3% sobre o saldo orçamental e 3.8% sobre a dívida), Polónia (1.8% sobre o saldo orçamental e 5.4% sobre a dívida), Eslováquia (0.8% sobre o saldo orçamental) e Suécia (1.0% sobre o saldo orçamental e 0.6% sobre a dívida).

1) O agregado UE10 inclui os dados para os dez países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004.

2) O agregado UE13 inclui os dados para os 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

Tendo por base as decisões do Conselho ECOFIN de 5 de Julho de 2004, seis Estados-Membros não pertencentes à área do euro (República Checa, Chipre, Hungria, Malta, Polónia e Eslováquia) foram considerados em situação de défice excessivo. Destes países, Chipre reduziu o seu défice para um valor inferior a 3% do PIB em 2005, como exigido na respectiva decisão do Conselho. Pelo contrário,

programas de convergência, os défices aumentaram na República Checa, Hungria e Eslováquia (embora, no caso da Eslováquia, devido a um efeito pontual da redução da dívida, equivalente a 0.8% do PIB). Chipre, Malta e Polónia cumpriram o referencial de consolidação estabelecido, correspondente a uma variação positiva do saldo orçamental corrigido do ciclo de pelo menos 0.5% do PIB, líquido de medidas pontuais e outras medidas



temporárias. A Hungria voltou a registar uma derrapagem significativa em relação ao seu objectivo orçamental para 2005, o qual foi revisto em alta de 3.6% para 6.1% do PIB. Nos termos do disposto no n.º 8 do artigo 104.º do Tratado, o Conselho decidiu em duas ocasiões que a Hungria não tinha tomado medidas efectivas para corrigir o défice excessivo (ver também Secção 1.1 do Capítulo 4). O Reino Unido registou um rácio do défice superior ao valor de referência de 3% do PIB pelo terceiro ano consecutivo. O Conselho ECOFIN decidiu, em 24 de Janeiro de 2006, que existia um défice excessivo no Reino Unido e emitiu uma recomendação em conformidade com o disposto no n.º 7 do artigo 104.º do Tratado, para que o défice excessivo seja corrigido o mais rapidamente possível e, o mais tardar, até 2006/07.

Em 2005, o rácio da dívida da maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro manteve-se bem abaixo da média da área do euro. Apenas Chipre e Malta continuaram a registar rácios superiores ao valor de referência de 60% do PIB. Com algumas excepções, o rácio da dívida diminuiu

nos Estados-Membros não pertencentes à área do euro, reflectindo em parte diferenciais de crescimento-juros positivos e ajustamentos défice-dívida que fizeram diminuir a dívida<sup>13</sup>.

### EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

O saldo das balanças corrente e de capital em conjunto dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuou a variar consideravelmente de país para país em 2005 (ver Quadro 9). Enquanto a Suécia e a Dinamarca registaram excedentes consideráveis, o Reino Unido e os novos Estados-Membros da UE registaram défices. Os défices na Estónia, Letónia e Malta continuaram em valores muito elevados – próximo ou acima de 10% do PIB –, embora com uma redução nos dois primeiros países, enquanto Chipre, Lituânia, Hungria e Eslováquia registaram défices das balanças corrente e de capital superiores a 5% do PIB. A República Checa, Polónia, Eslovénia e Reino Unido registaram défices mais moderados nas respectivas balanças corrente e de capital.

<sup>13</sup> Os valores relativos à dívida em 2005 retirados das últimas actualizações dos programas de convergência não são estritamente comparáveis com os dados da Comissão Europeia para anos anteriores.

**Quadro 9 Balança de pagamentos, rubricas seleccionadas**

(em percentagem do PIB)

	Saldo da balança corrente e da balança de capital, em conjunto				Fluxos líquidos de IDE				Fluxos líquidos de investimento de carteira			
	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>
República Checa	-5.7	-6.3	-5.7	-3.3	11.2	2.1	3.6	7.6	-1.9	-1.4	2.2	-1.9
Dinamarca	2.3	3.3	2.4	2.9	0.8	0.1	0.4	-1.1	0.1	-7.0	-6.0	-7.1
Estónia	-9.9	-11.6	-12.0	-10.8	2.2	8.4	6.9	21.8	2.1	1.9	6.5	-14.3
Chipre	-4.5	-2.4	-4.9	-6.5	5.7	3.0	3.0	4.3	-4.9	1.9	7.6	7.1
Letónia	-6.4	-7.4	-11.9	-9.9	2.7	2.3	4.3	4.0	-2.2	-2.0	1.7	-0.8
Lituânia	-4.7	-6.4	-6.4	-5.2	5.0	0.8	2.3	1.3	0.1	1.5	0.9	-0.3
Hungria	-6.8	-8.7	-8.5	-7.2	4.1	0.6	3.5	2.8	2.6	3.6	6.8	6.7
Malta	0.5	-5.5	-8.7	-9.0	-10.4	8.6	8.1	9.9	-9.1	-33.5	-31.3	-25.7
Polónia	-2.5	-2.1	-3.8	-1.2	2.0	2.0	4.6	3.3	1.0	1.1	3.8	5.1
Eslovénia	0.8	-1.0	-2.5	-1.1	6.5	-0.5	0.8	-0.3	-0.3	-0.9	-2.2	-2.9
Eslováquia	-7.6	-0.5	-3.1	-5.6	17.0	2.3	3.4	3.8	2.3	-1.7	2.2	-1.2
Suécia	5.0	7.4	8.2	7.3	0.5	-6.6	-3.8	-7.2	-4.5	-3.0	-6.9	0.8
Reino Unido	-1.5	-1.3	-1.8	-1.7	-1.7	-1.9	-0.9	4.9	4.8	5.4	-4.7	-5.6
UE10 <sup>2)</sup>	-4.2	-4.3	-5.3	-3.5	5.0	1.8	3.9	4.2	0.4	0.5	3.2	2.5
UE13 <sup>3)</sup>	-1.0	-0.6	-1.1	-0.8	-0.1	-1.6	-0.2	0.0	2.7	2.6	-3.5	-1.7
Área do euro	0.9	0.6	0.8	0.2	0.3	0.0	-0.6	-1.9	1.9	0.9	0.9	2.9

Fonte: BCE.

1) Os valores para 2005 referem-se à média de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2005.

2) O agregado UE10 inclui os dados para os dez países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004.

3) O agregado UE13 inclui os dados para os 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

Embora os elevados défices da balança corrente em alguns países possam sinalizar riscos para a sustentabilidade das posições externas, esses défices são, em certa medida, também uma característica normal de economias em processo de convergência, como as dos novos Estados-Membros, onde as entradas de capitais permitem o financiamento de investimentos com elevado lucro, impossíveis de realizar tendo apenas por base a poupança interna. Embora os desequilíbrios externos na maior parte dos países se devam principalmente aos défices nos bens, os défices nos rendimentos – frequentemente ligados à repatriação de lucros de empresas detidas por estrangeiros e, portanto, a entradas de IDE no passado – foram uma importante fonte em vários casos. A evolução recente da balança corrente deve ser interpretada com algum cuidado, uma vez que é influenciada em certa medida por alterações metodológicas na compilação de dados do comércio após a adesão à UE.

Na maior parte dos novos Estados-Membros da UE, o IDE – parcialmente associado a programas de privatização – continuou a ser uma importante fonte de financiamento externo. As entradas líquidas de IDE aumentaram ligeiramente em 2005, em comparação com 2004, para o conjunto destes países (ver Quadro 9). As entradas líquidas de IDE (em termos do PIB) foram particularmente significativas na Estónia, onde foram fortemente afectadas por uma grande transacção. Também continuaram a ser bastante fortes na República Checa e em Malta. As entradas líquidas de IDE foram positivas em todos os novos Estados-Membros à excepção da Eslovénia, que registou fluxos líquidos de IDE relativamente equilibrados em 2005. No que respeita aos restantes Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, a Suécia e a Dinamarca registaram saídas líquidas de IDE, que foram bastante significativas no caso da Suécia, enquanto as entradas líquidas de IDE no Reino Unido foram fortemente positivas. De um modo geral, embora os fluxos líquidos de IDE tenham constituído uma importante fonte de financiamento em alguns dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro em 2005, na

maior parte dos casos, estas entradas não foram suficientes para cobrir o défice conjunto das balanças corrente e de capital.

Os fluxos líquidos de investimento de carteira também contribuíram significativamente para o financiamento dos défices da balança corrente em 2004 e 2005 em Chipre, Hungria e Polónia, em comparação com entradas bastante moderadas em anos anteriores. Esta evolução reflectiu principalmente entradas líquidas de dívida mais elevadas – as quais, em alguns casos, podem ter estado parcialmente relacionadas com diferenciais de rentabilidade – mas, as entradas líquidas de títulos de participação também adquiriram importância. O endividamento externo de alguns países em relação ao PIB registou igualmente um aumento, em parte, devido ao financiamento adicional proveniente de entradas líquidas de investimento de carteira e também de outro investimento.

## **MTC II E QUESTÕES RELACIONADAS COM A TAXA DE CÂMBIO**

Em 2005, quatro novos Estados-Membros da UE juntaram-se à Estónia, Lituânia, Eslovénia e Dinamarca no MTC II: Chipre, Malta e Letónia aderiram ao mecanismo em 2 de Maio de 2005 e a Eslováquia em 28 de Novembro de 2005, todos com uma margem de flutuação normal de  $\pm 15\%$  em torno das suas taxas centrais em relação ao euro. Antes da adesão ao MTC II, quer a libra cipriota quer o lats letão já tinham uma ligação unilateral ao euro. Enquanto a libra cipriota tinha uma ligação cambial ao euro desde o lançamento da moeda única em 1999, a Letónia procedeu a uma nova ligação cambial da sua moeda, dos direitos de saque especiais – unidade de conta, principalmente do FMI, cujo valor se baseia num cabaz de moedas – para o euro, no início do 2005 e manteve uma margem de flutuação de  $\pm 1\%$ . Após a adesão ao MTC II, as autoridades letãs anunciaram que iriam manter unilateralmente a taxa de câmbio do lats à taxa central face ao euro com uma margem de flutuação de  $\pm 1\%$ . Depois da adesão ao mecanismo cambial, a lira maltesa voltou a ter uma ligação cambial ao euro, abandonando um cabaz de moedas que

## Quadro 10 Evolução no MTC II

	Data de entrada	Taxa máxima	Taxa central	Taxa mínima	Desvio máximo em %	
					Ascendente	Descendente
DKK	1.1.1999	7.62824	7.46038	7.29252	0.1	0.4
EEK	28.6.2004	17.9936	15.6466	13.2996	0.0	0.0
CYP	2.5.2005	0.673065	0.585274	0.497483	0.0	2.1
LVL	2.5.2005	0.808225	0.702804	0.597383	0.0	1.0
LTL	28.6.2004	3.97072	3.45280	2.93488	0.0	0.0
MTL	2.5.2005	0.493695	0.429300	0.364905	0.0	0.0
SIT	28.6.2004	275.586	239.640	203.694	0.2	0.1
SKK	28.11.2005	44.2233	38.4550	32.6868	0.0	3.2

Fonte: BCE.

Nota: Um desvio descendente (ascendente) corresponde a um movimento no sentido da taxa mínima (máxima) e constitui um fortalecimento (enfraquecimento) da moeda face ao euro. Para os desvios máximos apresentados, os períodos de referência situam-se entre as respectivas datas de entrada no MTC II até 24 de Fevereiro de 2006. No caso da Dinamarca, o período de referência situa-se entre 1 de Janeiro de 2004 e 24 de Fevereiro de 2006.

incluía o euro, a libra esterlina e o dólar dos EUA. Mais, as autoridades de Malta declararam que iriam manter unilateralmente a taxa de câmbio da lira maltesa à taxa central em relação ao euro. No caso da coroa eslovaca e da libra cipriota, as autoridades não assumiram nenhum compromisso unilateral formal de flutuação numa margem mais estreita. Os compromissos unilaterais não se traduzem em obrigações adicionais por parte do BCE. Para assegurar uma participação tranquila no MTC II, os países participantes comprometeram-se a tomar as medidas necessárias para preservar a estabilidade macroeconómica e cambial.

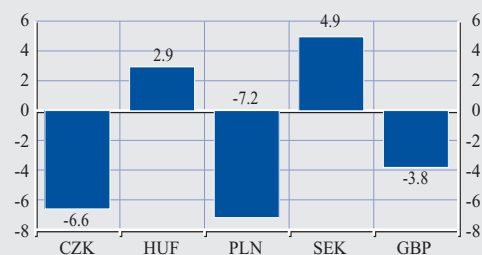
A participação no MTC II não esteve associada a tensões significativas nos mercados cambiais em nenhum dos países participantes. A coroa estoniana, a litas lituana, a lira maltesa e o tolar esloveno têm sido continuamente transaccionados nas ou próximo das suas taxas centrais desde a sua adesão ao mecanismo. A coroa dinamarquesa também continuou a ser transaccionada próximo da sua taxa central em 2005. Após a adesão ao MTC II, a libra cipriota registou um ligeiro fortalecimento face ao euro nos dois primeiros meses, antes de estabilizar num valor cerca de 2% acima da sua taxa central no segundo semestre de 2005. O lats letão manteve-se inalterado do lado forte da margem de flutuação normal e próximo do limite superior da sua margem anunciada unilateralmente. Depois da adesão ao MTC II,

a coroa eslovaca apresentou maior volatilidade do que as outras moedas no MTC II e foi transaccionada até 3.2% acima da sua taxa central (ver Quadro 10).

A maior parte das moedas dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro fora do MTC II registou um fortalecimento face ao euro em 2005, o qual foi menos pronunciado numa base (efectiva) ponderada pelo comércio, uma vez que foi parcialmente contrabalançado pela sua depreciação face ao dólar dos EUA e às moedas com uma ligação cambial ao dólar dos EUA. No primeiro semestre de 2005, foi registada uma inversão parcial da forte apreciação do zloti polaco e da coroa checa em 2004, mas estas moedas voltaram a registar uma apreciação no segundo semestre do ano. Em 24 de Fevereiro de 2006, estas moedas tinham registado um fortalecimento significativo face ao euro em comparação com os seus níveis no início de 2005, implicando uma depreciação do euro de 7.2% e 6.6%, respectivamente (ver Gráfico 37). O forint húngaro, pelo contrário, depreciou-se num contexto de flutuações cambiais significativas, as quais estiveram principalmente relacionadas com uma deterioração das perspectivas orçamentais ao longo de todo o ano. Em 24 de Fevereiro de 2006, o forint era transaccionado quase 3% abaixo do seu nível no início de 2005. Os movimentos nos diferenciais de taxa de juro parecem ter afectado a coroa sueca e a libra esterlina. Enquanto a

**Gráfico 37 Variações cambiais do euro face às moedas da UE não participantes no MTC II**

(percentagens)



Fonte: BCE.

Notas: Um valor positivo (negativo) representa uma apreciação (depreciação) do euro. As variações referem-se ao período entre 3 de Janeiro de 2005 e 24 de Fevereiro de 2006.

coroa sueca se depreciou fortemente em relação ao euro durante a maior parte de 2005, devido a um alargamento do diferencial de taxa de juro negativo em relação à área do euro, a libra esterlina registou um fortalecimento face ao euro em 2005 e no início de 2006, de quase 4%, num contexto de flutuações assinaláveis.

### **POLÍTICA MONETÁRIA**

O objectivo primordial da política monetária em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro é a estabilidade de preços. As estratégias de política monetária diferem consideravelmente de país para país, reflectindo a heterogeneidade em termos nominais, reais e estruturais (ver Quadro 11). Em 2005, à excepção da referida entrada no MTC II de Chipre, Letónia, Malta e Eslováquia, a política monetária e os regimes cambiais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro mantiveram-se geralmente inalterados, embora tenham sido efectuados alguns aperfeiçoamentos nos quadros de política monetária em alguns países, com vista à futura integração monetária.

No que respeita às decisões de política monetária em 2005 nos países com um objectivo cambial, o Danmarks Nationalbank aumentou a sua taxa directora em 25 pontos base para 2.4%, em consequência do aumento das taxas de juro do BCE em 1 de Dezembro de 2005, tendo

voltado a aumentar a referida taxa em 10 pontos base para 2.5% em 17 de Fevereiro de 2006, devido a saídas de divisas em Fevereiro, nomeadamente, em consequência de aquisições de acções e outros títulos estrangeiros por parte de investidores institucionais dinamarqueses. O Central Bank of Cyprus reduziu a sua taxa mínima de proposta num total de 125 pontos base para 3.25% no final de 2005, para ajudar a conter pressões no sentido da apreciação, resultantes da melhoria da confiança dos investidores nas perspectivas económicas, devida à melhoria das finanças públicas e à entrada da libra cipriota no MTC II. O Latvijas Banka aumentou o seu rácio das reservas mínimas em duas ocasiões, de 4% para 8%, para conter o crescimento muito elevado do crédito na Letónia. Em Malta, a taxa de juro oficial foi aumentada em 25 pontos base para 3.25%, em resposta ao forte crescimento do crédito. Em Fevereiro de 2006, o Banka Slovenije reduziu a sua taxa de juro directora em 25 pontos base para 3.75%.

Passando à análise dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro com um objectivo para a inflação, a maior parte dos países reduziu as respectivas taxas de juro directoras em 2005. Face à melhoria das perspectivas para a inflação, a Hungria, Polónia e Eslováquia reduziram as suas taxas de juro directoras, num total de 350, 200 e 100 pontos base para 6%, 4.5% e 3%, respectivamente. Na Eslováquia, as decisões de taxa de juro foram igualmente motivadas pela apreciação da moeda. Na Polónia, a taxa de juro directora voltou a ser reduzida em 25 pontos base para 4.25% em Janeiro de 2006. Na Suécia e no Reino Unido, as taxas de juro directoras foram reduzidas em 2005, em 50 e 25 pontos base para 1.5% e 4.5%, respectivamente, reflectindo o enfraquecimento do crescimento do produto e perspectivas de inflação mais baixa. Contudo, na Suécia, as taxas directoras foram aumentadas em 25 pontos base para 1.75% em Janeiro de 2006, tendo sido novamente aumentadas em 25 pontos base para 2.0% em Fevereiro de 2006. Estas decisões tiveram por base as previsões dos Relatórios da Inflação de Dezembro de

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

	<b>Estratégia de política monetária</b>	<b>Moeda</b>	<b>Características</b>
República Checa	Objectivo de inflação	Coroa checa	Objectivo: 2-4% no final de 2005, posteriormente 3%, assegurando que os resultados da inflação não diferem mais de 1 ponto percentual (p.p.) para cada sentido relativamente a esse objectivo. Taxa de câmbio flutuante controlada.
Dinamarca	Objectivo cambial	Coroa dinamarquesa	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 2.25\%$ em redor da taxa central de DKK 7.46038 por euro.
Estónia	Objectivo cambial	Coroa estoniana	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de EEK 15.6466 por euro. A Estónia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Chipre	Objectivo cambial	Libra cipriota	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de CYP 0.585274 por euro.
Letónia	Objectivo cambial	Lats letão	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de LVL 0.702804 por euro. A Letónia continua com uma margem de flutuação de $\pm 1\%$ como compromisso unilateral.
Lituânia	Objectivo cambial	Litas lituana	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de LTL 3.45280 por euro. A Lituânia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Hungria	Objectivo para a inflação e cambial em conjunto	Forint húngaro	Objectivo cambial: ligação cambial ao euro a uma taxa de HUF 282.36 por euro, com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ . Objectivo para a inflação: 4% ( $\pm 1$ p.p.) no final de 2005, 3.5% ( $\pm 1$ p.p.) no final de 2006 e 3% ( $\pm 1$ p.p.) como objectivo de médio prazo a partir de 2007.
Malta	Objectivo cambial	Lira maltesa	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de MTL 0.42930 por euro. Malta mantém inalterada a taxa de câmbio face ao euro em relação à taxa central como compromisso unilateral.
Polónia	Objectivo para a inflação	Zloti polaco	Objectivo para a inflação: 2.5% ( $\pm 1$ p.p.) (taxa de variação homóloga do IPC) a partir de 2004. Taxa de câmbio flutuante.
Eslovénia	Estratégia de dois pilares para o acompanhamento dos indicadores monetários, reais, externos e financeiros das condições macroeconómicas	Tolar esloveno	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de SIT 239.640 por euro.
Eslováquia	Objectivos para a inflação dentro das condições do MTC II	Coroa eslovaca	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de SKK 38.4550 por euro. Objectivo para a inflação: objectivo para a inflação de curto prazo fixado em 3.5% ( $\pm 0.5$ p.p.) no final de 2005. O objectivo para a inflação para o período 2006-08 é fixado num valor inferior a 2.5% para o final de 2006 e inferior a 2% no final de 2007 e no final de 2008.
Suécia	Objectivo para a inflação	Coroa sueca	Objectivo para a inflação: aumento de 2% do IPC com uma margem de tolerância de $\pm 1$ p.p. Taxa de câmbio flutuante.
Reino Unido	Objectivo para a inflação	Libra esterlina	Objectivo para a inflação: 2% medido pelo aumento de 12 meses do IPC <sup>1)</sup> . No caso de um desvio superior a 1 p.p., o Comité de Política Monetária do Bank of England deverá redigir uma carta aberta ao Ministro das Finanças do Reino Unido. Taxa de câmbio flutuante.

Fonte: SEBC.

1) O IPC é idêntico ao IHPC.

2005 e Fevereiro de 2006 (dada uma trajectória ascendente das taxas de juro de curto prazo). Na República Checa, as taxas directoras foram reduzidas num total de 75 pontos base no primeiro semestre de 2005, face a perspectivas para a inflação favoráveis e à apreciação da coroa checa, embora tenham sido novamente aumentadas em 25 pontos base para 2%, na parte final de Outubro, em linha com as últimas previsões para a inflação e riscos relacionados.

### **EVOLUÇÃO FINANCEIRA**

Em 2005, os movimentos das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro seguiram os das taxas equivalentes na área do euro e registaram uma descida generalizada até Setembro, tendo posteriormente aumentado ligeiramente, em particular, na Hungria e Polónia. Na Lituânia e Eslovénia, as taxas de juro de longo prazo desceram gradualmente para o nível da área do euro, enquanto em Malta e no Reino Unido se mantiveram algo mais estáveis. De um modo geral, na maior parte dos países, no final de 2005, as taxas de juro de longo prazo situavam-se entre 20 e 55 pontos base abaixo do nível registado no início do ano, sendo as quedas mais pronunciadas observadas na Letónia, Polónia, Eslováquia e, em especial, Chipre (mais de 200 pontos base). Ao longo de 2005, com as taxas de juro de longo prazo da área do euro a descerem cerca de 30 pontos base, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações face à área do euro mantiveram-se estáveis ou registaram um estreitamento. Contudo, os diferenciais face à área do euro aumentaram de forma muito acentuada na Hungria e Polónia no último trimestre do ano. A reacção do mercado reflectiu tendências orçamentais adversas na Hungria e incerteza a respeito da evolução orçamental e da política económica depois das eleições parlamentares na Polónia.

Os mercados bolsistas nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuaram a ter um desempenho favorável em 2005 e, à excepção da Eslovénia e do Reino

Unido, ultrapassaram a evolução média dos preços das acções na área do euro, medidos pelo índice Dow Jones EURO STOXX. No final de 2005, os preços das acções nos novos Estados-Membros da UE, à excepção da Eslovénia, situavam-se entre 25% e 65% acima do valor registado no início do ano.

**Artista**

Ilse Haider

**Título**

Kopf eines Athleten, 1994

**Material**

Vimes, emulsão fotográfica

**Formato**

180 x 120 x 40 cm

© BCE e a artista



## CAPÍTULO 2

# OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS



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

## 1.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

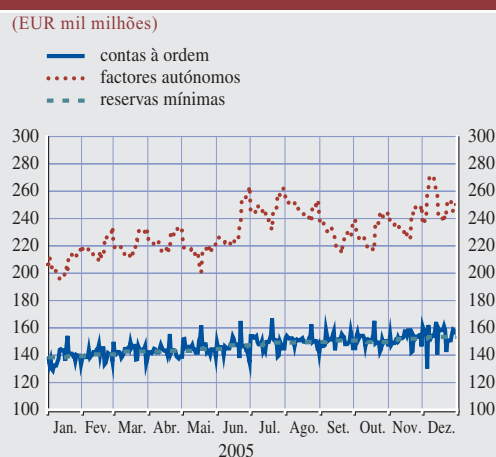
O quadro operacional para a implementação da política monetária única<sup>1</sup> continuou a funcionar com eficácia em 2005. As taxas de juro de muito curto prazo do mercado monetário permaneceram estáveis ao longo do ano. A EONIA registou níveis muito baixos de volatilidade em 2005. O desvio padrão do diferencial entre a EONIA e a taxa mínima de proposta situou-se em 5 pontos base, em comparação com 9 pontos base em 2004 e 16 pontos base em 2003.

A evolução no final de 2005 proporcionou a primeira oportunidade para, em certa medida, testar a capacidade do quadro operacional – com as alterações que lhe foram introduzidas em Março de 2004<sup>2</sup> – para neutralizar, no prazo de um período de manutenção, o impacto de uma variação nas expectativas quanto às taxas de juro directoras do BCE. Após mais de dois anos sem prever qualquer alteração nas taxas de juro, o mercado monetário foi afectado em Novembro de 2005 por expectativas do seu aumento. No seguimento de uma declaração do Presidente do BCE em 18 de Novembro, antes da reunião do Conselho do BCE de 1 de Dezembro, a taxa *overnight* subiu 12 pontos base. No entanto, começou a descer poucos dias depois, aproximando-se dos níveis anteriores após uma colocação de liquidez acima do referencial<sup>3</sup> na última operação principal de refinanciamento (OPR) do período de manutenção, que foi acompanhada de uma nota explicativa. Por conseguinte, parece que, apesar da reacção inicial, o alinhamento do início do período de manutenção com a implementação das decisões de alterações às taxas de juro ajudou, de facto, a evitar uma interferência significativa e duradoura das expectativas quanto às taxas de juro durante o período de manutenção anterior.

### AVALIAÇÃO E GESTÃO DAS CONDIÇÕES DE LIQUIDEZ

A gestão de liquidez do Eurosistema assenta na avaliação diária das condições de liquidez no sistema bancário da área do euro, com vista a determinar as necessidades de liquidez do

Gráfico 38 Factores de liquidez na área do euro em 2005



Fonte: BCE.

sistema e, por esse meio, calcular o volume de liquidez a colocar nas OPR semanais, nas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) mensais e, eventualmente, através de operações de mercado aberto, tais como as operações ocasionais de regularização. As necessidades de liquidez do sistema bancário são definidas com base na soma das reservas mínimas impostas aos bancos, nos fundos detidos por instituições de crédito junto dos seus BCN que ultrapassam as reservas mínimas (reservas excedentárias) e em factores autónomos (ver Gráfico 38). Estes últimos são um conjunto de rubricas do balanço do Eurosistema que têm um impacto nas necessidades de liquidez dos bancos

- 1 Uma descrição pormenorizada do quadro operacional consta da publicação do BCE intitulada "A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema", Fevereiro de 2005.
- 2 Em Março de 2004, foram introduzidas duas alterações: i) o calendário dos períodos de manutenção de reservas foi ajustado, de modo a que os períodos tivessem sempre início no dia de liquidação da operação principal de refinanciamento (OPR) que se segue à reunião do Conselho do BCE para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação da política monetária, e ii) o prazo das OPR foi reduzido de duas semanas para uma. Ver o Relatório Anual do BCE de 2004, pp. 92-93.
- 3 O montante de referência é o montante de colocação normalmente necessário para o estabelecimento de condições equilibradas no mercado monetário de curto prazo, tendo em conta a previsão completa de liquidez do Eurosistema. A colocação de referência publicada é arredondada aos €500 milhões mais próximos.



mas, normalmente, não estão sob o controlo directo da gestão de liquidez do Eurosistema (por exemplo, notas em circulação, depósitos das administrações públicas e disponibilidades líquidas sobre o exterior).

Em 2005, as necessidades de liquidez diárias do sistema bancário da área do euro ascenderam, em média, a €377.4 mil milhões, representando um aumento de 21%, em comparação com 2004. Em média, as reservas mínimas obrigatórias situaram-se em €146.5 mil milhões, as reservas excedentárias em €0.8 mil milhões e os factores autónomos em €230.1 mil milhões. Entre os factores autónomos, as notas continuaram a exhibir a taxa de crescimento anual mais forte. O montante médio de notas registou uma taxa de crescimento anual de cerca de 15%, semelhante à observada em 2004. As notas atingiram um nível máximo histórico de €568 mil milhões, em 24 de Dezembro de 2005.

#### **OPERAÇÕES PRINCIPAIS DE REFINANCIAMENTO**

As OPR são operações de cedência de liquidez semanais com um prazo de uma semana, realizadas sob a forma de leilões de taxa variável com uma taxa mínima de proposta, utilizando o procedimento de leilão de taxa múltipla. As OPR são as operações de mercado aberto mais importantes conduzidas pelo Eurosistema, dado que desempenham um papel crucial na orientação das taxas de juro, na gestão da situação de liquidez do mercado e na sinalização da orientação da política monetária, através do nível da taxa mínima de proposta.

Para ajudar as instituições de crédito a prepararem as suas propostas no âmbito das

OPR, em 2005, o BCE continuou a publicar todas as semanas uma previsão da média diária dos factores autónomos e do montante de colocação de referência. A finalidade desta política de comunicação é evitar interpretações erradas por parte do mercado sobre se as decisões de colocação nas OPR têm ou não por objectivo equilibrar as condições de liquidez.

Em 2005, os montantes colocados nas OPR situaram-se entre €259.0 mil milhões e €333.5 mil milhões. O número médio de licitantes nas OPR foi de 351, permanecendo, assim, em níveis semelhantes aos observados em 2004, após a implementação das alterações ao quadro operacional. A liquidez cedida através de OPR representou, em termos líquidos, 77% do total da liquidez fornecida pelo Eurosistema através de operações de política monetária. O diferencial médio entre a taxa marginal e a taxa mínima de proposta aumentou para 5.3 pontos base, face a 1.6 pontos base em 2004 e 4.7 pontos base em 2003. O diferencial permaneceu, no geral, estável, em 5 pontos base, nos primeiros três trimestres de 2005, mas começou a evidenciar uma tendência ascendente em Setembro, tendo atingido 7 pontos base em meados de Outubro. Nessa altura, o BCE comunicou a sua preocupação relativamente ao aumento e iniciou uma política de colocação de montantes ligeiramente acima do de referência, continuando, no entanto, a visar condições equilibradas no final do período de manutenção de reservas. Esta “política de colocação ampla” conduziu, efectivamente, à estabilização, em 5 pontos base, do diferencial entre a taxa marginal e a taxa mínima de proposta.

### **OPERAÇÕES OCASIONAIS DE REGULARIZAÇÃO**

Como consequência das alterações ao quadro operacional implementadas em Março de 2004, aumentou o potencial para a acumulação de erros de previsão de liquidez durante o período de oito dias entre a última OPR de um período de manutenção e o final desse mesmo período. A diferença absoluta entre a previsão e o resultado observado ao longo de oito dias atingiu, em média, €7.16 mil milhões em 2005. Para evitar que estes erros provocassem um recurso significativo às facilidades permanentes, e para evitar grandes diferenciais entre a taxa *overnight* e a taxa mínima de proposta, o BCE realizou operações ocasionais de regularização no último dia do período de manutenção de reservas sempre que esperava um desequilíbrio considerável de liquidez. No total, foram realizadas nove operações ocasionais de regularização, três de cedência de liquidez (18 de Janeiro, 7 de Fevereiro e 6 de Setembro) e seis de absorção de liquidez (8 de Março, 7 de Junho, 12 de Julho, 9 de Agosto, 11 de Outubro e 5 de Dezembro). Todas tiveram como objectivo restabelecer condições de liquidez equilibradas e contribuíram para a estabilização da taxa *overnight* no final dos períodos de manutenção de reservas.

### **OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO**

As ORPA são operações de cedência de liquidez realizadas numa base mensal. São normalmente colocadas na última quarta-feira do mês e têm um prazo de três meses, o que proporciona aos bancos a oportunidade de cobrirem as suas necessidades de liquidez ao longo de um período mais alargado. Contrariamente às OPR, as ORPA não são utilizadas para sinalizar a orientação da política monetária do Eurosistema. São realizadas como verdadeiros leilões de taxa variável com um volume de colocação pré-anunciado e, por conseguinte, o Eurosistema actua como um tomador de taxa.

Em termos líquidos, as ORPA representaram cerca de 23% do total da liquidez cedida através de operações de mercado aberto em 2005. O volume de colocação para cada operação

aumentou de €25 mil milhões para €30 mil milhões, em Janeiro de 2005, e para €40 mil milhões, em Janeiro de 2006.

### **FACILIDADES PERMANENTES**

As duas facilidades permanentes oferecidas pelo Eurosistema, ou seja, a facilidade permanente de cedência de liquidez e a facilidade permanente de depósito, cedem e absorvem liquidez pelo prazo *overnight* a taxas de juro que constituem um corredor para a taxa interbancária *overnight*. Em 2005, a amplitude do corredor manteve-se inalterada em 200 pontos base, centrada em torno da taxa mínima de proposta das OPR.

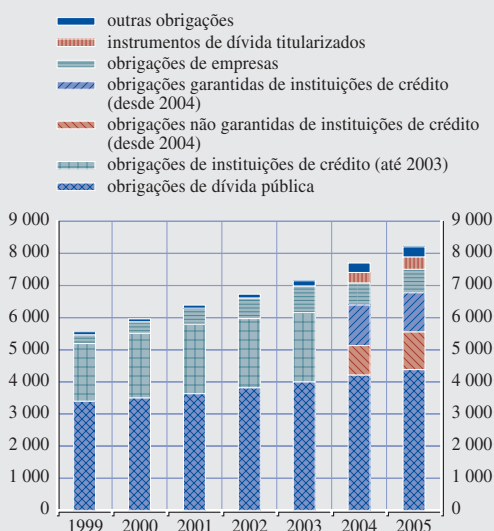
Em 2005, o recurso médio diário à facilidade permanente de cedência de liquidez ascendeu a €106 milhões, ao passo que o recurso médio diário à facilidade permanente de depósito totalizou €122 milhões. O reduzido recurso às facilidades permanentes em 2005 esteve em linha com anos anteriores e reflecte a elevada eficiência do mercado interbancário, bem como os desequilíbrios de liquidez mais baixos observados no último dia de cada um dos períodos de manutenção de reservas. Esta redução nos desequilíbrios de liquidez está em consonância com o recurso mais frequente, em 2005, a operações ocasionais de regularização, face a erros consideráveis nas previsões de liquidez.

### **SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS**

As instituições de crédito da área do euro têm obrigatoriamente de manter um montante mínimo de reservas em contas junto dos BCN. As reservas mínimas representam 2% da base de incidência de uma instituição de crédito, que é calculada a partir de elementos do balanço dessa instituição. A obrigação de constituição de reservas mínimas deve ser cumprida, em média, ao longo de um período de manutenção de reservas. O sistema tem duas funções: a primeira é estabilizar as taxas de curto prazo do mercado monetário através da cláusula de média, e a segunda é aumentar o défice de liquidez, ou seja, a necessidade global por parte dos bancos do refinanciamento proporcionado

**Gráfico 39 Activos transaccionáveis elegíveis**

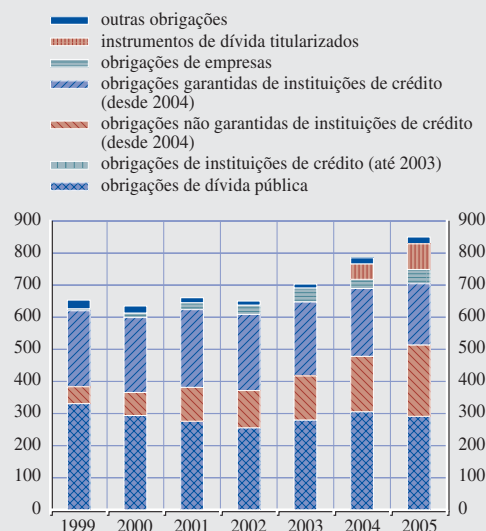
(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

**Gráfico 40 Activos transaccionáveis elegíveis apresentados como garantia**

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

pele Eurosistema. O montante de reservas mínimas aumentou gradualmente em 2005, tendo atingido €153 mil milhões durante o último período de manutenção do ano.

### ACTIVOS ELEGÍVEIS PARA AS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

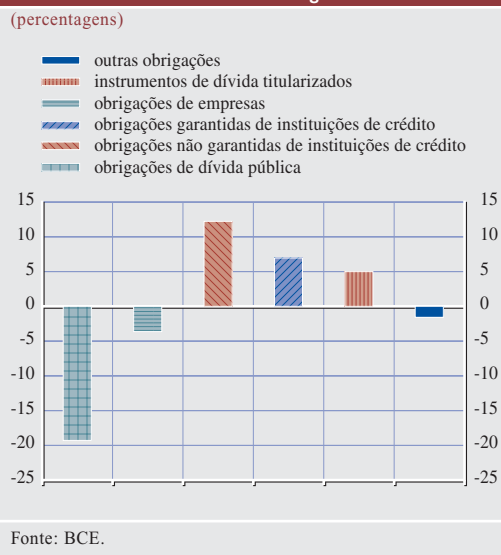
Com o objectivo de proteger o Eurosistema de incorrer em perdas, todas as operações de crédito do Eurosistema têm de ser adequadamente garantidas. Devido ao carácter especial dos mercados financeiros europeus e ao quadro operacional do Eurosistema para a política monetária, o conjunto de activos aceites como garantia é abrangente. O montante médio de activos de garantia transaccionáveis elegíveis foi de €8 300 mil milhões em 2005, ou seja, 7% mais elevado do que em 2004 (ver Gráfico 39). A dívida pública representou 53% do total, sendo a percentagem restante constituída por obrigações garantidas (ou seja, títulos do tipo *Pfandbrief*) ou não garantidas emitidas por instituições de crédito (29%), obrigações de empresas (9%), instrumentos de dívida titularizados (5%) e outras obrigações, tais como as emitidas por organizações

supranacionais (4%). O valor médio dos activos transaccionáveis depositados pelas contrapartes como garantia para utilização nas operações de crédito do Eurosistema situou-se em €866 mil milhões em 2005, face a €787 mil milhões em 2004 (ver Gráfico 40).

O Gráfico 41 ilustra a diferença entre os activos de garantia elegíveis e os activos que, de facto, foram apresentados como garantia nas operações de crédito do Eurosistema, desagregados por tipo de activo. A dívida pública representou 53% dos activos de garantia transaccionáveis disponíveis, mas apenas 34% dos activos de garantia apresentados. Contudo, as obrigações não garantidas de instituições de crédito representaram 14% dos activos de garantia transaccionáveis disponíveis, mas 27% dos activos de garantia apresentados. Os instrumentos de dívida titularizados representaram 5% dos activos de garantia disponíveis, mas 10% dos activos de garantia utilizados.

Durante 2005, verificaram-se vários desenvolvimentos importantes no que respeita à

**Gráfico 41 Diferença entre a percentagem de garantias apresentadas e a percentagem de activos transaccionáveis elegíveis em 2005**



política de activos de garantia do Eurosistema. Primeiro, o Eurosistema finalizou a sua reformulação dos critérios de elegibilidade dos instrumentos de dívida titularizados. Tal era necessário porque os instrumentos de dívida titularizados se estão a tornar numa fonte de activos de garantia cada vez mais importante para as operações do Eurosistema e as contrapartes pretendiam que houvesse mais transparência quanto aos tipos de instrumentos de dívida titularizados aceites. Os critérios alterados foram anunciados em Janeiro de 2006 e entram em vigor em Maio de 2006. Os instrumentos de dívida titularizados que actualmente constam da lista de activos de garantia elegíveis, mas que não cumprem os novos critérios, serão gradualmente eliminados até Outubro de 2006.

O Eurosistema explicitou também o critério mínimo de concessão de crédito que tem, consistentemente, sido aplicado na aceitação de activos como garantia desde a introdução da moeda única – designadamente, pelo menos, uma notação de crédito “single A” atribuída por uma das três maiores agências de notação internacionais. A notação de crédito “single A” é equivalente a uma notação de longo prazo de, pelo menos, “A-” da Standard & Poor’s ou da

Fitch Ratings ou, pelo menos, “A3” da Moody’s. Clarificou-se igualmente que este requisito é aplicável, nos mesmos termos, aos emitentes do sector privado e público.

Realizaram-se também progressos no sentido do estabelecimento de uma lista única de activos de garantia, que irá gradualmente substituir o actual sistema de duas listas. Espera-se que a lista única aumente a disponibilidade de activos de garantia, melhorando as condições de igualdade na área do euro, promovendo ainda mais o tratamento equitativo das contrapartes e dos emitentes e aumentando a transparência global do quadro de activos de garantia. As primeiras duas medidas mais importantes no sentido da implementação da lista única entraram em vigor em 2005:

- Primeiro, a lista de mercados não regulamentados aceitáveis para o Eurosistema do ponto de vista da gestão dos activos de garantia foi publicada em 30 de Maio. A lista encontra-se disponível no *site* do BCE e será actualizada pelo menos uma vez por ano. Os activos listados, cotados ou transaccionados exclusivamente nos mercados não regulamentados que não fazem parte desta lista continuarão a ser aceites até Maio de 2007, mas, a partir dessa data, deixarão de ser elegíveis.
- Segundo, em 1 de Julho, foi introduzida na Lista 1 uma nova categoria de activos de garantia anteriormente não elegíveis, mais especificamente, os instrumentos de dívida denominados em euros e emitidos por entidades estabelecidas nos países do G10 que não fazem parte do EEE. O montante total de novos activos de garantia elegíveis ascendia a €137 mil milhões no final de 2005. A utilização destes novos instrumentos aumentou gradualmente ao longo do segundo semestre de 2005, tendo atingido €5.3 mil milhões no final de Dezembro.

Em Fevereiro de 2005, o Conselho do BCE anunciou que a próxima fase no sentido da lista única – a inclusão dos empréstimos bancários

– seria realizada de acordo com o seguinte calendário:

– Os empréstimos bancários serão elegíveis como garantia nas operações de crédito do Eurosistema em todos os países da área do euro a partir de 1 de Janeiro de 2007, data em que serão implementados os critérios comuns de elegibilidade e o quadro do Eurosistema para a avaliação do crédito (ECAAF – *Eurosystem credit assesment framework*). O ECAAF é um conjunto de procedimentos e normas que regulamentam a exigência do Eurosistema de que todos os activos de garantia elegíveis incluídos na futura lista única cumpram elevados padrões de crédito (ver adiante).

– Entre 1 de Janeiro de 2007 e 31 de Dezembro de 2011, estará em funcionamento um regime intermédio, que permitirá a cada BCN da área do euro determinar o limiar acima do qual os empréstimos serão elegíveis como activos de garantia e decidir se deve ser aplicada uma taxa de processamento.

– A partir de 1 de Janeiro de 2012, entrará em funcionamento um regime unificado para a utilização de empréstimos bancários como garantia, com um limite mínimo comum de €500 000.

Em Julho de 2005, o Conselho do BCE aprovou os critérios gerais de elegibilidade a cumprir pelos empréstimos bancários e, em Novembro de 2005, aprovou também os elementos fundamentais do ECAAF, que assegurará que os devedores cumpram os elevados padrões do Eurosistema em termos de solidez financeira. O trabalho de implementação do quadro para os empréstimos bancários já está em curso. Os pormenores técnicos e operacionais finais relativos à inclusão dos empréstimos bancários serão anunciados no primeiro semestre de 2006.

### QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

Na condução de operações de crédito para efeitos de política monetária ou de sistemas de



pagamentos, o Eurosistema incorre em riscos de crédito e de mercado associados ao potencial incumprimento por parte das contrapartes. Estes riscos são mitigados pela exigência de serem apresentadas garantias adequadas, tal como estipulado no artigo 18.º-1 dos Estatutos do SEBC, em conjugação com uma valorização apropriada dos activos de garantia e com medidas de controlo de risco.

O ECAAF entrará em vigor em 1 de Janeiro de 2007. Assenta em quatro fontes de avaliação da qualidade do crédito: instituições externas de avaliação de crédito, sistemas internos de avaliação de crédito dos BCN, sistemas de notação internos das contrapartes e ferramentas de notação de fornecedores terceiros. A coerência, o rigor e a comparabilidade serão os princípios fundamentais subjacentes ao ECAAF.

Para assegurar a aplicação destes princípios fundamentais, todas as fontes de avaliação da qualidade do crédito terão de preencher certos critérios de elegibilidade. Além disso, será utilizado um conjunto de ferramentas e especificações técnicas – incluindo um limiar de qualidade do crédito e um procedimento de reporte e de acompanhamento do desempenho da avaliação do crédito – para garantir que os activos de garantia elegíveis cumpram os padrões mínimos de qualidade do crédito.

No que se refere ao referencial para o risco de crédito, o Eurosistema irá, em princípio, aceitar apenas instrumentos de dívida de mutuários:

- com, pelo menos, uma notação de “*single A*” de uma das três maiores agências de notação internacionais; ou
- com uma probabilidade de incumprimento não superior a 0.10%, que inclui mutuários que pertencem a um escalão de risco com uma probabilidade de incumprimento esperada ao longo de um ano não superior a 0.10%.

Esta definição aplica-se, do mesmo modo, aos emitentes do sector público e privado, como estipulado no artigo 102.º do Tratado, que proíbe o BCE de conceder termos mais favoráveis aos instrumentos de dívida do sector público.

## 1.2 OPERAÇÕES CAMBIAIS

Em 2005, o BCE não realizou quaisquer intervenções no mercado cambial por motivos de política. As suas transacções cambiais estiveram exclusivamente relacionadas com actividades de investimento. Além disso, o BCE não realizou qualquer operação cambial nas moedas dos países que não pertencem à área do euro participantes no MTC II.

O acordo permanente entre o BCE e o FMI para facilitar o início de transacções de direitos de saque especiais (DSE) pelo FMI, em nome do BCE, com outros detentores de DSE, foi accionado cinco vezes em 2005.

## 1.3 ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

As actividades de investimento do BCE estão organizadas de modo a impedir a utilização de informação privilegiada sobre as medidas de política do banco central nas decisões de investimento. Um conjunto de normas e procedimentos, conhecido como “muralha da

China”, separa as unidades funcionais envolvidas em actividades de investimento das outras unidades funcionais do BCE.

## GESTÃO DE RESERVAS EXTERNAS

A carteira de activos de reserva externa do BCE reflecte transferências de reservas externas dos BCN da área do euro para o BCE, bem como anteriores operações cambiais e de ouro realizadas pelo BCE. A principal finalidade das reservas externas do BCE é facilitar a intervenção do BCE no mercado cambial. Os objectivos da gestão dos activos de reserva externa do BCE são, por ordem de importância, liquidez, segurança e rendimento. Em 2005, as reservas externas do BCE foram geridas de modo descentralizado, tendo cada BCN detido e gerido activamente uma fracção da carteira do BCE.

A carteira de activos de reserva externa do BCE consiste essencialmente em dólares dos EUA, mas também inclui ienes japoneses, ouro e DSE. Em 2005, não foram activamente investidas quaisquer detenções de ouro e DSE. As vendas de ouro do BCE ascenderam a um total de 47 toneladas. Essas vendas estiveram em plena conformidade com o Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro, de 27 de Setembro de 2004, do qual o BCE é um signatário. O valor dos activos de reserva externa oficiais do BCE às taxas de câmbio e preços de mercado correntes aumentou de €35.1 mil milhões, no final de 2004, para €41.0 mil milhões, no final de 2005. A variação no valor da carteira durante 2005 reflecte, sobretudo, a apreciação do dólar dos EUA e do ouro face ao euro, bem como rendimentos positivos (incluindo mais-valias e juros recebidos) gerados pelas actividades de gestão de carteira.

Em Janeiro de 2006, foi implementado um novo quadro operacional para a gestão dos activos de reserva externa do BCE. As alterações ao quadro foram introduzidas para aumentar a eficiência da execução descentralizada de operações de investimento no âmbito do Eurosistema. Agora, no domínio da gestão

operacional das reservas externas do BCE (ou seja, a realização de operações para investimento desses fundos), por norma, cada BCN da área do euro apenas pode gerir uma carteira (isto é, ou uma carteira de dólares dos EUA ou uma carteira de ienes japoneses). Contudo, dois BCN gerem duas carteiras cada. Além disso, os BCN da área do euro podem optar por não participar na gestão operacional das reservas externas do BCE, mas continuar a estar envolvidos em actividades estratégicas da gestão de carteiras, tais como as revisões do referencial estratégico e do sistema de controlo de risco. Os BCN da área do euro que optem por participar na gestão operacional também podem combinar estas actividades.

Em 2005, prosseguiu o trabalho no sentido de alargar a lista de instrumentos elegíveis em que as reservas externas podem ser investidas. No início de 2006, foram adicionados a esta lista *swaps* cambiais e STRIPS<sup>4</sup> dos EUA. Foi também realizado o trabalho preparatório para a introdução de *swaps* de taxa de juro.

### GESTÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS

A carteira de fundos próprios do BCE consiste na parcela realizada do capital subscrito e no fundo de reserva geral do BCE. A finalidade desta carteira é proporcionar ao BCE um fundo de reserva para fazer face a eventuais perdas. A gestão desta carteira tem por objectivo gerar, no longo prazo, rendimentos acima da taxa média das operações principais de refinanciamento do BCE. Em 2005, a lista de emitentes de instrumentos elegíveis para investimento foi de novo alargada no segmento das agências de elevada notação e das obrigações garantidas. No início de 2006, as obrigações não garantidas não subordinadas emitidas por empresas do sector financeiro com notações de crédito elevadas foram adicionadas à lista de opções de investimento.

Aos preços de mercado correntes, a carteira de fundos próprios do BCE subiu de €6.1 mil milhões, no final de 2004, para €6.4 mil milhões, no final de 2005, reflectindo

rendimentos positivos da gestão da carteira sob a forma de mais-valias e juros.

### QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

O quadro utilizado pelo BCE para mitigar os riscos financeiros em que incorre (tais como o risco de mercado, de crédito e de liquidez) é implementado recorrendo a, entre outros elementos, requisitos de política rigorosos (como, por exemplo, restrições em termos de duração, distribuição por moeda e liquidez mínima da carteira) e a um sistema de limites pormenorizado, através do qual o cumprimento é acompanhado e verificado diariamente. Em 2005, foram realizados os preparativos para a implementação de medidas de valor-em-risco (VaR – *Value-at-Risk*)<sup>5</sup> como a principal ferramenta para a definição de limiares para os riscos associados às posições de negociação dos gestores de carteira em relação às carteiras referenciais do BCE. O VaR oferece várias vantagens conceptuais e, como uma medida abrangente do risco, ganhou grande popularidade no sector financeiro. Isto é igualmente evidenciado pela importância que lhe foi atribuída no Novo Quadro de Capital de Basileia no que se refere ao cálculo dos requisitos de fundos próprios.

4 STRIPS significa “*Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*”, o que corresponde a títulos criados pela separação do capital da obrigação do pagamento de juros nas obrigações de dívida pública dos EUA.

5 O VaR é definido como o montante de perdas que pode ser excedido com uma certa probabilidade ao longo de um horizonte temporal previamente definido. Por exemplo, o VaR de 99% ao longo de um ano é a perda que será excedida com uma probabilidade de apenas 1% no prazo de um ano.



## 2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

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

Em Agosto de 2005, o BCE emitiu uma declaração de política sobre o “Fornecimento pelos bancos centrais de serviços de pagamentos de retalho em euros a instituições de crédito”. Tendo presente a base estatutária do Eurosistema para a prestação de facilidades de processamento de pagamentos de retalho em euros às instituições de crédito, a declaração salientava, nomeadamente, que os BCN que oferecem serviços de pagamentos de retalho às instituições de crédito devem levar em linha de conta os requisitos e o contexto concorrencial do mercado em causa, incluindo a recuperação de custos.

No que se refere à liquidação de títulos, o Eurosistema e o mercado oferecem diversos canais para facilitar a utilização de activos de garantia entre fronteiras nacionais.

### 2.1 O SISTEMA TARGET

O sistema TARGET actual é um “sistema de sistemas”, composto pelos sistemas de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) nacionais dos 16 países membros da UE, o mecanismo de pagamentos do BCE e um mecanismo de interligação que permite o processamento de pagamentos entre os sistemas ligados.

Em 2005, o TARGET deu um novo contributo para a integração do mercado monetário do euro e, dado que as operações de crédito do Eurosistema são processadas através deste sistema, continuou a desempenhar um papel importante na execução harmoniosa da política monetária única. Devido ao seu serviço de liquidação em tempo real em moeda do banco central e à sua cobertura do mercado alargada, o sistema TARGET atrai igualmente um grande número de outros pagamentos. Em 2005, o TARGET funcionou regularmente e com êxito, prosseguindo a tendência de liquidação de um número crescente de pagamentos de importâncias avultadas em euros, o que está em linha com o objectivo de política do Eurosistema de promover a liquidação em moeda do banco central como uma forma única de pagamento segura. Em 2005, 89% do movimento total dos pagamentos de importâncias avultadas em euros foi realizado através do TARGET. O TARGET encontra-se disponível para todas as transferências a crédito em euros entre bancos interligados, sem qualquer valor limite máximo ou mínimo. Este tipo de transferências pode ser efectuado quer entre bancos no mesmo Estado-Membro (tráfego intra-Estados-Membros), quer entre bancos em diferentes Estados-Membros (tráfego inter-Estados-Membros).

Um inquérito realizado em 2005 revelou que, em 31 de Dezembro de 2004, o TARGET tinha 10 564 participantes. No geral, através do TARGET e utilizando um Código de Identificação Bancária, podem ser contactadas cerca de 53 000 instituições, em particular sucursais de participantes.

### OPERAÇÕES NO TARGET

Em 2005, a média diária de pagamentos processados pelo TARGET teve um aumento de 10% em volume e em valor. O Quadro 12 apresenta uma visão geral do tráfego de pagamentos no TARGET em 2005, comparando-o com o tráfego registado no ano anterior.

Em 2005, a disponibilidade global do TARGET, ou seja, a forma como os participantes conseguiram utilizar o TARGET sem incidentes

**Quadro 12 Tráfego de pagamentos no TARGET <sup>1)</sup>**

Volume (número de transações)	2004	2005	Variação (%)
<b>Global</b>			
Total	69 213 486	76 150 602	9
Média diária	267 234	296 306	10
<b>Intra-Estados-Membros <sup>2)</sup></b>			
Total	52 368 115	58 467 492	10
Média diária	202 193	227 500	11
<b>Inter-Estados-Membros</b>			
Total	16 845 371	17 683 110	5
Média diária	65 040	68 806	5
<b>Valor (EUR mil milhões)</b>			<b>Variação (%)</b>
<b>Global</b>			
Total	443 992	488 900	9
Média diária	1 714	1 902	10
<b>Intra-Estados-Membros <sup>2)</sup></b>			
Total	297 856	324 089	8
Média diária	1 150	1 261	9
<b>Inter-Estados-Membros</b>			
Total	146 137	164 812	11
Média diária	564	641	12

Fonte: BCE.

1) 259 dias de funcionamento em 2004 e 257 dias de funcionamento em 2005.

2) Inclui o tráfego de participantes remotos.

**Quadro 13 Disponibilidade global do TARGET**

(percentagens)	
SLBTR	2005
MPBCE (BCE)	99.52
ELLIPS (BE)	99.66
KRONOS (DK)	99.84
RTGSplus (DE)	99.24
HERMES euro (GR)	99.80
SLBE (ES)	99.93
TBF (FR)	99.62
IRIS (IE)	99.93
BI-REL (IT)	99.89
LIPS-Gross (LU)	99.93
TOP (NL)	100.00
ARTIS (AT)	99.86
SORBNET-EURO (PL)	100.00
SPGT (PT)	99.97
BOF-RTGS (FI)	99.98
E-RIX (SE)	99.89
CHAPS Euro (UK)	99.97
<b>Disponibilidade global do sistema</b>	<b>99.83</b>

Fonte: BCE.

durante o seu horário de funcionamento, atingiu 99.83% (ver Quadro 13). Em média, 95.59% dos pagamentos inter-Estados-Membros foram processados em cinco minutos.

### MEDIDAS DE CONTINGÊNCIA PARA PAGAMENTOS SISTEMICAMENTE IMPORTANTES NO TARGET

Em virtude do papel central do sistema TARGET no mercado e da sua cobertura do mercado alargada, torna-se essencial ao funcionamento fiável e regular do sistema uma protecção adequada face a uma grande variedade de ameaças. É da maior relevância que os pagamentos sistemicamente importantes – ou seja, os que poderão provocar um risco sistémico se não forem processados na data devida – sejam efectuados sem demora, mesmo em circunstâncias anormais. O Eurosistema estabeleceu medidas de contingência para assegurar que estes pagamentos sejam processados de forma regular, mesmo em caso

de falha no TARGET. Em 2005, os bancos centrais efectuaram diversas simulações (que frequentemente envolveram bancos comerciais), as quais comprovaram a eficácia das medidas de contingência do TARGET e confirmaram que o Eurosistema tem boas condições para assegurar que os sistemas de pagamentos e os mercados financeiros podem continuar a funcionar de forma regular em situação de crise.

### LIGAÇÃO AO TARGET PARA OS NOVOS ESTADOS-MEMBROS DA UE

Em Outubro de 2002, o Conselho do BCE decidiu que, após o alargamento da UE, os BCN dos novos Estados-Membros seriam autorizados – mas não obrigados – a proceder a uma ligação ao actual sistema TARGET. Dado o limitado período de vida remanescente do actual sistema TARGET e de modo a poupar custos, o Eurosistema desenvolveu alternativas à plena

integração, as quais permitem a ligação dos sistemas dos BCN dos novos Estados-Membros ao actual sistema TARGET.

A Polónia foi o primeiro novo Estado-Membro a aderir ao TARGET. Em 7 de Março de 2005, o SLBTR em euros do Narodowy Bank Polski (SORBNET-EURO) ficou ligado ao TARGET através do SLBTR do Banca d'Italia (BI-REL).

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

O SEBC mantém relações estreitas com os utilizadores do TARGET, por forma a assegurar que as suas necessidades sejam tomadas em devida consideração e recebam uma resposta adequada. Em 2005, tal como nos anos anteriores, realizaram-se reuniões regulares entre os 16 BCN ligados ao TARGET e os grupos de utilizadores nacionais do TARGET. Adicionalmente, realizaram-se reuniões conjuntas do Grupo de Trabalho sobre o TARGET2 do SEBC e do Grupo de Trabalho sobre o TARGET do sector bancário europeu para discutir questões operacionais do TARGET. Foram abordadas questões de estratégia no Grupo de Contacto sobre a Estratégia de Pagamentos em Euros, fórum em que estão representados os órgãos de gestão dos bancos comerciais e centrais. O Eurosistema, como operador de um dos maiores SLBTR do mundo, mantém contactos estreitos com os operadores dos SLBTR de outras áreas monetárias. As crescentes interrelações, como as originadas pela Liquidação em Contínuo (CLS), criaram a necessidade de discussões conjuntas sobre questões operacionais.

## **2.2 TARGET2**

Em 8 de Fevereiro de 2005, o BCE publicou o primeiro relatório intercalar sobre o TARGET2. O relatório continha informação acerca das decisões tomadas pelo Conselho do BCE em Dezembro de 2004 quanto ao serviço do TARGET2, ao quadro geral para a fixação dos

preços dos serviços de base e à migração para o TARGET2. Fornecia igualmente uma panorâmica do plano de projecto global.

O segundo relatório intercalar foi publicado em 21 de Outubro de 2005. Apresentava as decisões tomadas pelo Conselho do BCE em relação, sobretudo, à data prevista para a entrada em funcionamento do TARGET2, às datas das diferentes janelas de migração e à fixação dos preços do serviço de agrupamento de liquidez e da liquidação de operações de sistemas periféricos. Descrevia também em linhas gerais um esquema de fixação de preços para os serviços de base do TARGET2 que será discutido com a comunidade bancária antes de ser tomada uma decisão final. Por último, o relatório fornecia pormenores sobre o horário de funcionamento do TARGET2 e sobre o trabalho em curso relacionado com acordos de contingência.

O trabalho preparatório mais importante realizado em 2005 relacionou-se com a finalização das especificações operacionais. A versão provisória das Especificações Operacionais Pormenorizadas do Utilizador (UDFS – *User Detailed Functional Specifications*) ficou concluída no final de Agosto de 2005, em estreita colaboração com a comunidade de utilizadores do TARGET. A versão final das UDFS (versão 2.0) foi disponibilizada aos utilizadores em 30 de Novembro. A finalização permitiu que fossem feitos progressos no desenvolvimento e implementação técnica da plataforma única partilhada (SSP – *single shared platform*) para o TARGET2, bem como na adaptação dos sistemas internos dos diferentes participantes para ligação ao novo sistema.

No que se refere à data prevista de entrada em funcionamento, o Conselho do BCE comunicou ao mercado, em 17 de Junho de 2005, que o período de consulta alargada dos utilizadores tinha terminado e que a primeira janela de migração teria início no segundo semestre de 2007. Após uma avaliação abrangente dos planos, estabeleceu-se 19 de Novembro de 2007

como a data de início da migração do primeiro grupo de países. Espera-se que, em Maio de 2008, todos os bancos centrais participantes no TARGET2, juntamente com as respectivas comunidades bancárias nacionais, estejam a utilizar o novo sistema. O Sveriges Riksbank e o Bank of England decidiram não estabelecer uma ligação ao TARGET2.

Uma outra área de trabalho importante em 2005 centrou-se nos preparativos para as subsequentes actividades de teste e migração. O Eurosistema decidiu dividir a migração em quatro vagas, sendo a última vaga reservada apenas para efeitos de contingência. Cada vaga será constituída por um grupo de bancos centrais e as respectivas comunidades bancárias nacionais.

As datas previstas para cada migração são as seguintes: 19 de Novembro de 2007, 18 de Fevereiro de 2008, 19 de Maio de 2008 e 15 de Setembro de 2008 (no caso de ser necessário utilizar a janela de contingência). Em Maio de 2005, o Eurosistema publicou perfis de migração nacionais que descreviam a utilização de diferentes módulos, a partir da data em que os bancos centrais migrarem para o TARGET2. Os testes com os utilizadores serão realizados de acordo com as vagas de migração. Para cada vaga, os testes serão distribuídos por diferentes níveis, por exemplo a nível institucional, a nível das comunidades bancárias nacionais e a nível europeu. O início dos testes com os bancos centrais está previsto para o início de 2007. No final de Outubro de 2005, foi publicada nos *sites* dos BCN uma descrição geral do plano e dos aspectos organizativos dos testes com os utilizadores.

O sistema de fixação de preços previsto para os serviços de base tem dois objectivos principais. Primeiro, deve assegurar um acesso generalizado ao sistema, o que significa que não deve desencorajar a participação directa de instituições de menor dimensão. Segundo, os preços devem ser atractivos para os participantes no mercado mais importantes, que representam uma parcela muito grande das actuais transacções do TARGET. O esquema apresentado no segundo relatório intercalar



permite aos participantes escolherem entre i) uma pequena tarifa mensal de €100 mais uma tarifa fixa de €0.80 por transacção e ii) uma tarifa mensal de €1 250 mais uma tarifa regressiva, com base no volume, entre €0.60 e €0.20 por transacção. A tarifa mensal é um montante fixo a pagar por cada participante por conta de liquidação. Nos termos do esquema de fixação de preços previsto, as tarifas médias são, em quase todos os países em questão, consideravelmente mais baixas do que as do sistema TARGET actual. Independentemente das respectivas datas de migração, todos os bancos centrais irão aplicar os preços do TARGET2 apenas quando os países do terceiro grupo de migração estiverem ligados à plataforma partilhada, ou seja, a partir de Maio de 2008.

Foi também desenvolvido trabalho sobre aspectos contratuais e outros aspectos jurídicos relacionados com o TARGET2, assim como sobre o quadro de actividade (por exemplo, acordos de contingência e interacção com os sistemas periféricos). O Eurosistema irá continuar o diálogo profícuo e a cooperação estreita com a comunidade de utilizadores do TARGET ao longo do resto do projecto e fornecerá, regularmente, informação sobre os progressos realizados.

### 2.3 UTILIZAÇÃO TRANSFRONTEIRAS DE ACTIVOS DE GARANTIA

Os activos elegíveis podem ser utilizados entre fronteiras nacionais para garantir todos os tipos de operação de crédito do Eurosistema, principalmente através do modelo de banco central correspondente (MBCC) ou através das ligações elegíveis entre os sistemas de liquidação de títulos (SLT) da área do euro. O MBCC é disponibilizado pelo Eurosistema, enquanto as ligações elegíveis são uma solução conduzida pelo mercado.

O montante de activos de garantia transfronteiras detidos pelo Eurosistema aumentou de €370 mil milhões em Dezembro de 2004 para €444 mil milhões em Dezembro de 2005. Em termos gerais, no final de 2005 os activos de garantia transfronteiras representavam 49.1% do total dos activos de garantia fornecidos ao Eurosistema. Estes valores confirmam a tendência observada em anos anteriores de uma maior integração dos mercados financeiros na área do euro e a vontade crescente das contrapartes de deterem nas suas carteiras activos localizados noutra país da área do euro.

#### O MODELO DE BANCO CENTRAL CORRESPONDENTE

O MBCC continua a ser o principal canal para a transferência de activos de garantia transfronteiras em operações de política monetária e de crédito intradiário do Eurosistema, tendo sido responsável por 36.7% do total de activos de garantia fornecidos ao Eurosistema em 2005. Os activos detidos em custódia através do MBCC aumentaram de €298 mil milhões no final de 2004 para €353 mil milhões no final de 2005.

Os trabalhos para a revisão do enquadramento técnico e operacional do MBCC tiveram início em 2005, tendo em vista a futura adopção do novo quadro de activos de garantia do Eurosistema aprovado pelo Conselho do BCE em Julho de 2005. Este quadro prevê uma lista única de activos elegíveis e permite que

empréstimos bancários sejam utilizados como activos de garantia em qualquer país da área do euro. Além disso, foram tomadas medidas iniciais com o objectivo de integrar alguns dos novos Estados-Membros da UE no quadro do MBCC, tendo em vista o futuro alargamento da área do euro.

Visto não existir nenhuma alternativa de mercado abrangente aos serviços do MBCC, que foi projectado como um acordo intercalar, na ausência de uma solução de mercado em toda a área do euro, o BCE iniciou uma análise de possíveis formas de desenvolvimento do quadro operacional para a gestão de activos de garantia do Eurosistema.

#### LIGAÇÕES ELEGÍVEIS ENTRE SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS NACIONAIS

Os SLT nacionais podem estar ligados através de acordos contratuais e operacionais para permitir a transferência transfronteiras de títulos elegíveis entre sistemas. Uma vez transferidos através dessas ligações para outro SLT, os títulos elegíveis podem ser utilizados através dos procedimentos locais como qualquer activo de garantia nacional. Actualmente, encontram-se ao dispor das contrapartes 59 ligações, das quais apenas um número limitado é activamente utilizado. Além disso, estas ligações cobrem apenas parte da área do euro. As ligações tornam-se elegíveis para operações de crédito do Eurosistema se cumprirem os nove padrões de utilização do Eurosistema<sup>6</sup>. O Eurosistema avalia quaisquer novas ligações ou melhorias de ligações elegíveis em relação a estes padrões. Em 2005, três ligações elegíveis existentes foram melhoradas e avaliadas positivamente.

Os activos de garantia detidos através das ligações aumentaram de €72 mil milhões em Dezembro de 2004 para €91 mil milhões em Dezembro de 2005, o que representou 8.6% do

<sup>6</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations" ("Padrões para a utilização de sistemas de liquidação de títulos da UE em operações de crédito do SEBC"), Janeiro de 1998.

total dos activos de garantia, transfronteiras e nacionais, detidos pelo Eurosistema em 2005.

Em 2005, o Eurosistema decidiu que as ligações intermediárias entre SLT podiam ser utilizadas para a transferência transfronteiras de activos de garantia do Eurosistema. Uma ligação intermediária é um acordo contratual e técnico que permite a liquidação de uma transacção entre dois SLT que não estejam directamente ligados através de um terceiro SLT. A fim de evitar a exposição do Eurosistema a riscos inaceitáveis, uma ligação intermediária utilizada pelos participantes no mercado apenas será considerada elegível se a própria ligação e o SLT com o qual é estabelecida a ligação cumprirem os padrões de utilização do Eurosistema. Neste contexto, foi desenvolvida pelo Eurosistema uma metodologia para a avaliação de ligações intermediárias. Um primeiro conjunto de avaliações de ligações intermediárias teve início em 2005.

## 3 NOTAS E MOEDAS

### 3.1 A CIRCULAÇÃO DE NOTAS E MOEDAS DE EUROS E O PROCESSAMENTO DE MOEDA

#### PROCURA DE NOTAS E MOEDAS DE EUROS

Em 2005, o valor de notas de euros em circulação aumentou €63.9 mil milhões, passando para €565.2 mil milhões (ver Gráfico 42). A taxa de crescimento anual desceu para cerca de 12.8%, face a 15.0% em 2004. O número de notas em circulação aumentou para 10.4 mil milhões no final de 2005, tendo registado uma taxa de crescimento anual de 7.4%, em comparação com 6.8% em 2004 (ver Gráfico 43). As análises estatísticas indicam que a continuação do aumento da procura de notas de euros se deve, em certa medida, a mercados fora da área do euro. Estima-se que, em termos de valor, entre 10% e 20% das notas de euros em circulação sejam detidas por não residentes na área do euro, principalmente como reserva de valor ou como uma moeda paralela.

O valor das notas de euros em circulação continuou a crescer de forma mais forte do que o respectivo número em 2005, tal como tem feito todos os anos desde a transição para o euro fiduciário. Este facto evidencia uma procura forte e duradoura de notas de euros de denominação elevada. Os padrões de crescimento das diferentes denominações foram semelhantes aos observados em 2004: a

circulação de notas de €5, €10, €20 e €200 subiu moderadamente, tendo registado taxas entre 3.1% e 3.9%, ao passo que o aumento da circulação de notas de €50, €100 e €500 foi forte, registando taxas de 11.4%, 10.8% e 20.9%, respectivamente (ver Gráfico 44).

As moedas de euros em circulação continuaram a aumentar em termos quer de volume quer de valor desde Janeiro de 2003. Em 2005, o valor das moedas de euros em circulação (ou seja, a circulação líquida excluindo as reservas detidas pelos BCN) aumentou 8.5%, passando de €15.3 mil milhões para €16.6 mil milhões. O número de moedas de euros em circulação registou uma taxa de crescimento de 12.1%, subindo de 56.2 para 63.0 mil milhões. O forte aumento do número de moedas foi, sobretudo, gerado por uma crescente procura de moedas das denominações mais baixas.

#### PROCESSAMENTO DE NOTAS PELO EUROSISTEMA

Em 2005, tal como em anos anteriores, continuou a observar-se uma tendência ligeiramente ascendente nos depósitos e na emissão de notas de euros. O número total de notas de euros emitidas ascendeu a 31.3 mil milhões, tendo os BCN recolhido 30.6 mil milhões.

Todas as notas de euros recolhidas de circulação pelos BCN da área do euro são autenticadas e

Gráfico 42 Valor total de notas em circulação entre 2000 e 2005

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Gráfico 43 Número total de notas de euros em circulação entre 2002 e 2005

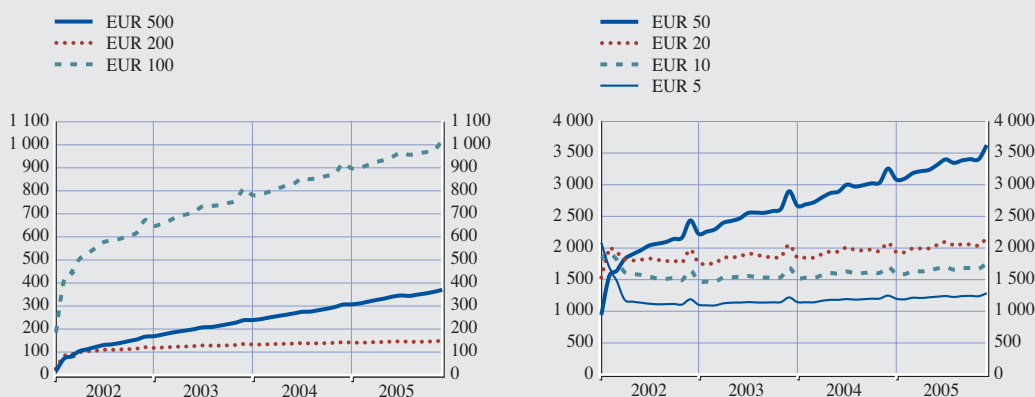
(mil milhões)



Fonte: BCE.

**Gráfico 44 Número de notas de euros em circulação entre 2002 e 2005**

(milhões)



Fonte: BCE.

verificadas, para determinar se estão ou não aptas para circulação. A autenticação e verificação são feitas recorrendo a máquinas de processamento de notas totalmente automatizadas. Em 2005, foram verificadas desta forma aproximadamente mais 1 000 milhões de notas do que no ano transacto. Foram destruídas cerca de 4.3 mil milhões de notas, que exibiam um grau de sujidade e de desgaste que as tornava impróprias para circulação.

### 3.2 CONTRAFACÇÃO DE NOTAS E DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

#### CONTRAFACÇÃO DE NOTAS DE EUROS

O número de contrafacções de notas de euros identificadas permaneceu estável em 2005. Por mês, desde o início de 2004 até ao final de 2005, foram, em média, retiradas de circulação cerca de 49 000 contrafacções. Em 2005, o

número total de contrafacções recebidas pelos Centros Nacionais de Análise<sup>7</sup> foi, aproximadamente, 582 000. Este número é muito semelhante ao registado em 2004 (594 000). O público pode ter confiança na segurança do euro: é uma moeda bem protegida, em termos quer da sofisticação dos seus elementos de segurança, quer da eficácia das autoridades responsáveis pela aplicação da lei a nível nacional e europeu. No entanto, o BCE aconselha os cidadãos a estarem atentos e a não esquecerem o teste de “toque-aspecto-inclinação”<sup>8</sup>. O Gráfico 45 mostra a tendência das contrafacções retiradas de circulação, com valores em intervalos semestrais desde o lançamento das notas de euros. O Quadro 14 mostra que a nota de €50 tem sido a mais frequentemente contrafeita. Desde 2004, a proporção das contrafacções de notas de €50 aumentou, ao passo que as contrafacções de notas de €100 desceram na mesma proporção.

**Quadro 14 Distribuição de contrafacções por denominação**

	€5	€10	€20	€50
Percentagem	1	7	21	59
	€100	€200	€500	Total
Percentagem	7	4	1	100

Fonte: Eurosistema.

#### DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

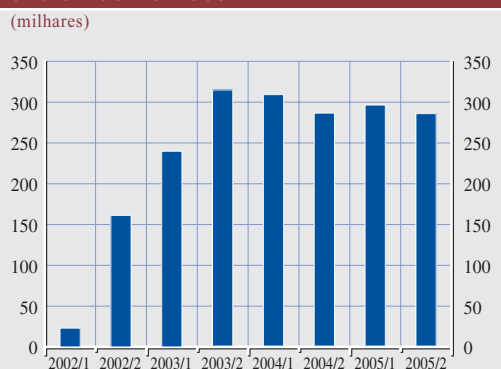
O BCE continua a trabalhar em estreita colaboração com os BCN da área do euro, a

<sup>7</sup> Centros estabelecidos em cada Estado-Membro da UE para a análise inicial de contrafacções de notas de euros a nível nacional.

<sup>8</sup> Para mais pormenores, ver <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.



**Gráfico 45 Número de contrafacções de notas de euros retiradas de circulação entre 2002 e 2005**



Fonte: Eurosistema.

Europol e a Comissão Europeia (particularmente com o Organismo Europeu de Luta Antifraude – OLAF) no combate à contrafacção do euro. O Eurosistema está activo, dentro e fora da UE, na formação de profissionais que operam com numerário no reconhecimento e no tratamento de contrafacções de notas.

O Centro Internacional de Dissuasão da Contrafacção (ICDC – *International Counterfeit Deterrence Centre*) avalia novos equipamentos de reprodução e sistemas de dissuasão da contrafacção e apoia o Grupo de Dissuasão da Contrafacção dos Bancos Centrais (*Central Bank Counterfeit Deterrence Group*), um grupo de 27 bancos centrais que colaboram entre si sob os auspícios dos governadores dos bancos centrais do G10. O aumento da utilização de sistemas de dissuasão da contrafacção resultou num aumento significativo da actividade do ICDC. A infra-estrutura de apoio no combate à contrafacção continua em desenvolvimento, tendo-se verificado uma melhoria na comunicação entre as autoridades emissoras e o público, no que respeita aos sistemas de dissuasão da contrafacção, devido em particular à actualização do *site* [www.rulesforuse.org](http://www.rulesforuse.org).

### 3.3 EMISSÃO E PRODUÇÃO DE NOTAS

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

A fim de assegurar que as notas em circulação são genuínas e se encontram em boas condições, o BCE publicou, em Janeiro de 2005, um quadro para a detecção de contrafacções e a escolha de notas aptas para circulação por parte das instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário. O quadro estabelece uma política comum para a recirculação de notas recebidas de clientes por instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário. Além disso, presta assistência a estas instituições no cumprimento das suas obrigações, nos termos do artigo 6.º do Regulamento do Conselho (CE) nº 1338/2001 relativo à detecção e retirada de circulação de contrafacções de notas de euros. A fim de salvaguardar a consistência na aplicação do quadro em todo o Eurosistema, o Conselho do BCE adoptou, em Dezembro de 2005, um manual de procedimentos. Os BCN serão responsáveis pela implementação do quadro, tomando em consideração a situação nacional (por exemplo, a conjuntura económica, a estrutura bancária, a rede de balcões de BCN existente e o papel dos BCN no ciclo do numerário), o mais tardar até ao final de 2006. Além disso, verificar-se-á um período de transição de dois anos – que deverá terminar no final de 2007, o mais tardar – para a adaptação dos procedimentos e máquinas actualmente utilizados pelas instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário.

Um elemento essencial do quadro é a obrigação das instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário de verificarem a autenticidade e, de acordo com os padrões de escolha mínimos, a aptidão para circulação de todas as notas de euros recebidas de clientes e reemitidas para outros clientes. Sempre que as instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário decidirem que não pretendem dedicar-se à actividade de recirculação de notas, continuarão a dispor da

possibilidade de solicitarem aos BCN o fornecimento de notas.

As notas distribuídas por instituições de crédito através de caixas automáticos (ATM) serão verificadas através de máquinas de tratamento de notas que tenham sido testadas pelos BCN da área do euro quanto ao seu cumprimento do quadro. Outras organizações que operam ATM, em particular os retalhistas, deverão também verificar as notas de acordo com estes padrões. O Eurosistema acompanhará os desenvolvimentos nesta área.

O quadro estabelece também que as instituições de crédito e outros profissionais que lidam com numerário devem fornecer aos BCN informações sobre as suas actividades de tratamento de numerário, a fim de permitir ao Eurosistema acompanhar o cumprimento do quadro. Em Dezembro de 2004, o Conselho do BCE decidiu que os pormenores desta recolha de dados seriam desenvolvidos pelo Eurosistema, com a cooperação do sector bancário. Com este objectivo, o Eurosistema criou, em 2005, um grupo de trabalho conjunto com representantes do Grupo de Trabalho de Moeda do Conselho de Pagamentos Europeu e da *European Security Transport Association* (Associação Europeia de Transportes de Segurança). Numa abordagem de eficiência de custos, as instituições que colocam notas de euros em recirculação através das ATM devem fornecer uma quantidade limitada de informações essenciais sobre a infra-estrutura de tratamento de numerário e dados operacionais sobre o processamento de notas.

#### **criação de um programa piloto de inventário de custódia alargado**

O BCE está a considerar a criação de um programa piloto de inventário de custódia alargado (*extended custodial inventory* – ECI) para as notas de euros, a fim de facilitar a sua distribuição internacional e melhorar o acompanhamento da sua circulação fora da área do euro, uma vez que se calcula que entre 10% e 20% do valor total das notas de euros em circulação se encontra fora da área do euro. Um



programa de inventário de custódia alargado consiste num depósito em numerário mantido num banco privado (banco ECI) que detém o numerário à sua guarda. De acordo com este programa, os bancos ECI deverão fornecer informações sobre o destino e a origem das notas transaccionadas, colher informações sobre as contrafacções apreendidas e identificar quaisquer notas que não estejam aptas para circulação, proporcionando assim ao Eurosistema dados sobre a utilização do euro fora da área do euro e sobre a contrafacção. Os bancos ECI poderão também canalizar informações relativas à introdução de uma nova série de notas de euros e facilitar a substituição de uma série antiga. Antes de tomar uma decisão final sobre a criação e funcionamento de um programa deste tipo, o BCE considera lançar um programa piloto de inventário de custódia com a duração de um ano, em colaboração com dois bancos localizados na Ásia.

#### **ACORDOS DE PRODUÇÃO**

Em 2005, foi produzido um total de 3.63 mil milhões de notas de euros, que compara com 1.6 mil milhões em 2004. O crescimento da produção em 2005 reflectiu os seguintes factores: i) a diminuição dos níveis das reservas nos BCN em 2004, ii) um aumento da circulação em 2005, iii) uma subida do número de notas

**Quadro 15 Distribuição da produção de notas de euros em 2005**

Denominação	Quantidade (milhões de notas)	BCN responsáveis pela produção
€5	530	FR
€10	1 020	DE, GR, IE, AT
€20	700	ES, FR, NL, PT, FI
€50	1 100	BE, DE, ES, IT, NL
€100	90	IT
€200	-	-
€500	190	DE, LU
Total	3 630	

Fonte: BCE.

em circulação com necessidade de substituição e iv) a decisão de produzir em 2005 uma percentagem das futuras necessidades de notas. Esta decisão deverá reduzir os picos de produção esperados no futuro, permitindo uma utilização mais eficiente da capacidade de produção nos próximos anos.

A distribuição da produção de notas de euros em 2005 continuou a basear-se no cenário de produção descentralizado com acordos de produção adoptado em 2002. Ao abrigo deste acordo, cada BCN da área do euro é responsável pela produção de uma percentagem que lhe é atribuída do total das necessidades de determinadas denominações. O Quadro 15 sintetiza a distribuição da produção em 2005.

#### **A SEGUNDA SÉRIE DE NOTAS DE EUROS**

Após a aprovação pelo Conselho do BCE do plano director para o desenvolvimento, impressão e emissão de uma segunda série de notas de euros, tiveram início os trabalhos sobre este projecto, que decorrem a bom ritmo. As principais fases do projecto são o cálculo dos requisitos funcionais e técnicos dos diferentes grupos de utilizadores de notas, a validação do sector para a identificação de potenciais problemas na impressão em larga escala, desenho, e originação, produção piloto, impressão em larga escala e emissão faseada.

Estão actualmente a ser determinados os requisitos funcionais fundamentais para as novas notas de euros, incluindo uma pré-selecção das características de segurança, com

base em estudos de mercado e consultas a associações europeias de consumidores e à União Europeia de Cegos. O processo de consulta envolveu também os sectores europeus da banca, dos transportes de segurança, de retalho e das máquinas de venda automática, bem como as associações de fabricantes de equipamento de notas.

A primeira nota da nova série deverá ser emitida no final da presente década. O calendário exacto e a sequência da emissão dependerão dos progressos alcançados no processo de inovação das características de segurança e da situação das contrafacções. Será mantida na segunda série a actual sequência de denominações das notas de euros e o desenho terá por base o tema “épocas e estilos” da série actual.

## 4 ESTATÍSTICAS

O BCE, coadjuvado pelos BCN, recolhe e publica um amplo conjunto de estatísticas que apoiam a política monetária da área do euro, bem como diversas atribuições do SEBC. Em 2005, tal como nos anos anteriores, a disponibilização de estatísticas decorreu de forma regular. Além disso, em conformidade com a estratégia de médio prazo para as estatísticas do BCE, foram disponibilizadas novas estatísticas. O BCE continuou a contribuir para a harmonização dos conceitos estatísticos e a promoção da sua observância em cooperação com instituições da Comunidade e outras organizações internacionais.

### 4.1 EVOLUÇÃO ESTATÍSTICA GERAL NA ÁREA DO EURO

Nos últimos anos, foram alcançados resultados significativos no desenvolvimento de estatísticas para a área do euro. O enquadramento estatístico para a área do euro tem como objectivo fazer face, de forma prospectiva, às alterações em curso nos mercados financeiros e na economia em geral, abordando em simultâneo lacunas estatísticas remanescentes identificadas por utilizadores dentro e fora do BCE. A fim de cumprir estes objectivos, o BCE está firmemente empenhado em actuar com contenção de custos e em reduzir ao mínimo o esforço de prestação de informação. As propostas para estatísticas novas ou substancialmente alteradas ficam assim sujeitas a uma análise custo-benefício, envolvendo agentes de reporte e compiladores de dados, bem como utilizadores.

Está a ser atribuída a maior prioridade à concepção e compilação de um sistema de contas trimestrais financeiras e não financeiras por sector institucional para a área do euro, em preparação pelo Eurosistema em conjunto com a Comissão Europeia (Eurostat) e os institutos nacionais de estatística. Espera-se que este sistema integrado de contas fique concluído em 2007. Deverá mostrar a interacção entre os vários sectores da economia, nomeadamente sociedades não financeiras, sociedades financeiras, administrações públicas e famílias,

bem como a interacção entre estes sectores e o resto do mundo. Este sistema irá fornecer um quadro para a análise das ligações entre os desenvolvimentos financeiros e não-financeiros na economia, em particular no que se refere a rubricas de equilíbrio, tais como a poupança e o investimento das famílias e das empresas, o défice público e o PIB. Ao longo do tempo, será assim possível retirar novas considerações relativamente aos vários canais de transmissão da política monetária e melhor analisar o impacto dos choques económicos na área do euro. Em última análise, as contas trimestrais da área do euro permitirão o acompanhamento de uma vasta gama de estatísticas e de indicadores-chave, no contexto de um quadro de contas macroeconómicas único e coerente.

O BCE está também a desenvolver um quadro para a recolha de estatísticas harmonizadas sobre intermediários financeiros não monetários (excluindo sociedades de seguros e fundos de pensões), com particular incidência sobre os fundos de investimento, abordando assim o papel cada vez mais importante destas instituições nos mercados financeiros da área do euro.

A preparação para o futuro alargamento da área do euro constitui outro elemento fulcral da estratégia de médio prazo do BCE no âmbito das estatísticas. O BCE tem trabalhado em estreita cooperação com os BCN dos Estados-Membros não pertencentes à área do euro a fim de assegurar que, a partir da data em que estes países adiram à área do euro, seja reportado o vasto conjunto de dados pelos quais o BCE é o responsável principal. Foi adoptada uma política geral para a transmissão de dados retrospectivos relevantes por todos os Estados-Membros da UE, de forma a assegurar a disponibilização de séries temporais suficientemente longas para qualquer área do euro alargada.

O BCE coopera estreitamente com o Eurostat e outras organizações internacionais e encontra-se activamente envolvido na actualização em curso de padrões estatísticos globais, tais como

o Sistema de Contas Nacionais (SCN 93) e o Manual da Balança de Pagamentos do FMI. A continuação do desenvolvimento e aplicação de padrões estatísticos acordados internacionalmente, bem como regras de governação na área das estatísticas, possibilita a compilação de agregados significativos da área do euro, permite comparações entre países e contribui para a fiabilidade e independência das estatísticas oficiais.

#### 4.2 ESTATÍSTICAS NOVAS OU MELHORADAS

A alteração ao Regulamento do BCE relativo ao balanço consolidado das IFM entrou em vigor em 1 de Janeiro de 2005. Este Regulamento estabelece que as instituições de crédito e os fundos do mercado monetário devem continuar a fornecer dados sobre os depósitos e empréstimos ao valor nominal, independentemente da aplicação das Normas Internacionais de Reporte Financeiro sobre instrumentos financeiros, assegurando assim que seja preservada a base conceptual das estatísticas monetárias.

O BCE publica, desde Janeiro de 2005, uma desagregação geográfica da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro. A posição de investimento internacional tem sido publicada numa base trimestral desde Abril de 2005. Estas novas estatísticas proporcionam uma maior compreensão dos efeitos das transacções e posições transfronteiras na economia da área do euro.

Em Setembro de 2005, o BCE iniciou a publicação de indicadores estatísticos que medem o grau de integração dos principais mercados financeiros da área do euro, nomeadamente os mercados monetário, obrigacionista, accionista e bancário. Estes indicadores abrangem desde o crédito a retalho à negociação de títulos por grosso (ver Secção 3 do Capítulo 3).

Foram introduzidas novas alterações no quadro jurídico do BCE, a fim de permitir a publicação de novas estatísticas no futuro. Como parte da estratégia acima mencionada para a compilação de um conjunto integrado de contas trimestrais financeiras e não financeiras da área do euro por sector institucional, o Conselho do BCE introduziu alterações na Orientação do BCE sobre as contas financeiras trimestrais. Tal deverá assegurar uma disponibilização mais abrangente e atempada de contas financeiras trimestrais a partir de 2006, com uma desagregação completa por sector e por instrumento, bem como informação do sector das contrapartes para depósitos e empréstimos (a partir de 2008). Além disso, a adopção da Orientação do BCE relativa às estatísticas das finanças públicas facilitou a integração de estatísticas do sector das administrações públicas nas contas trimestrais da área do euro por sector institucional. Os dados trimestrais para a dívida pública da área do euro e para o ajustamento défice-dívida são publicados desde Novembro de 2005.

Em linha com o compromisso do BCE de melhorar a disponibilidade e qualidade das estatísticas para a área do euro, o Conselho do BCE adoptou, em 2005, medidas para permitir, apenas para fins estatísticos, a troca de informações estatísticas confidenciais entre as autoridades estatísticas. A partilha de informação – sob estrita confidencialidade – evita pedidos múltiplos da mesma informação às entidades de reporte.

Tendo como objectivo facilitar a realização da Área Única de Pagamentos em Euros (ver Capítulo 3), o Conselho do BCE aprovou também a intenção da Comissão Europeia de aumentar o limite para o reporte, no âmbito da balança de pagamentos, de pagamentos denominados em euros na UE. A proposta deverá implicar que, a partir de Janeiro de 2008, os bancos deixarão de ser obrigados a fornecer dados sobre pagamentos de clientes transfronteiras em euros inferiores a €50 000.

Foram introduzidos outros melhoramentos em 2005 no que se refere à disseminação e acessibilidade das estatísticas. Para algumas estatísticas, quadros contendo quer agregados da área do euro, quer todos os contributos nacionais para esses agregados ficaram disponíveis no *site* do BCE e nos *sites* da maior parte dos BCN da área do euro. Prosseguiram igualmente trabalhos no sentido de proporcionar a decisores de política, meios de comunicação social, analistas, académicos e outros utilizadores de estatísticas um acesso mais fácil à informação estatística no *site* do BCE. Estes trabalhos deverão ficar concluídos na segunda metade de 2006.



### 4.3 ESTATÍSTICAS PARA A AVALIAÇÃO DA CONVERGÊNCIA

O Tratado estabelece que devem ser preparados relatórios de convergência pelo BCE e pela Comissão Europeia com uma frequência pelo menos bienal, ou a pedido de um Estado-Membro que não participe na área do euro. Os próximos relatórios de convergência serão publicados em 2006.

Os dados estatísticos necessários para avaliar em que medida os Estados-Membros terão cumprido os critérios de convergência relativos aos preços, posições orçamentais, taxas de câmbio e taxas de juro de longo prazo são fornecidos pelo Eurostat. O BCE, juntamente com os BCN dos Estados-Membros em causa, apoia o Eurostat com a disponibilização de estatísticas de taxas de juro de longo prazo e recolhe e colige dados estatísticos adicionais que complementam os quatro indicadores principais.

Uma vez que a avaliação do processo de convergência depende essencialmente da qualidade e integridade das estatísticas subjacentes, a recente evolução da recolha e apresentação de estatísticas, em particular das estatísticas das finanças públicas, tem sido acompanhada de perto pelo BCE. Neste contexto, o BCE acolhe com agrado as

iniciativas desenvolvidas pela Comissão Europeia em 2005, no que se refere à adopção de um Código de Prática para o Eurostat e os INE. A adesão a este código deverá reforçar a independência, integridade e responsabilização das autoridades estatísticas nacionais e da Comunidade, o que é crucial para a produção de estatísticas fiáveis e de elevada qualidade na UE.

## 5 ESTUDOS ECONÓMICOS

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

### 5.1 AGENDA DOS ESTUDOS

A agenda dos estudos em 2005 pode ser desagregada em seis áreas principais: macroeconomia e economia monetária; economia e finanças internacionais; estabilidade financeira; integração financeira; modelos macroeconómicos e instrumentos de previsão; e questões económicas e estruturais gerais.

Na área da macroeconomia e economia monetária, os projectos finalizados em 2005 incidiram sobre a explicação dos prémios de risco nas taxas de rendibilidade das obrigações com base em fundamentos económicos, permitindo assim a obtenção de expectativas de inflação baseadas no mercado mais precisas, e sobre a análise de famílias não Ricardianas e de imperfeições dos mercados financeiros, tais como restrições de crédito e o seu papel no mecanismo de transmissão monetária. Outros tópicos em análise foram a relevância dos movimentos dos preços dos activos para a política monetária, a identificação de regras de política adequadas, o papel da moeda, a importância da comunicação dos bancos centrais e as diferenças de desenvolvimento económico na área do euro.

Na área da economia e finanças internacionais, houve uma maior incidência sobre a repercussão dos movimentos cambiais, a transmissão de choques a nível internacional, a partilha de risco numa união monetária, os determinantes

dos desequilíbrios mundiais e a informação obtida a partir da curva de rendimentos.

Os estudos sobre questões de estabilidade financeira concentraram-se no desenvolvimento de novas técnicas para medir o risco de instabilidade bancária. No âmbito da integração financeira, os principais estudos incidiram sobre a concepção e cálculo de indicadores de integração financeira, quer na área do euro, quer nos novos Estados-Membros da UE (ver Caixa 10). Foram também completados estudos sobre o factor bem público do TARGET2.

Em 2005, foram alcançados progressos significativos no âmbito dos modelos macroeconómicos, no que se refere ao novo modelo do BCE para toda a área do euro. O modelo foi construído em linha com a recente evolução da teoria macroeconómica. Em comparação com modelos anteriores, a nova geração de modelos macroeconómicos, conhecidos como modelos de equilíbrio geral dinâmicos estocásticos, baseia-se muito mais em fundamentos microeconómicos e permite uma análise mais detalhada das perturbações económicas. Os resultados dos trabalhos técnicos sobre o novo modelo para toda a área do euro, em paralelo com os primeiros resultados empíricos de outro modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico que inclui variáveis monetárias e financeiras, foram apresentados numa conferência conjunta com a Assembleia de Governadores do Sistema da Reserva Federal e o FMI em Dezembro de 2005.

Foram realizados outros trabalhos com o objectivo de melhorar as projecções de curto prazo para a inflação e o crescimento do PIB na área do euro. Tal envolveu a análise da transmissão de choques entre países, sectores e indústrias, a avaliação da capacidade de previsão das tendências de inflação “global” e a investigação de procedimentos adequados de selecção de modelos. Estudos adicionais exploraram as vantagens comparativas da previsão de séries agregadas e desagregadas e

avaliaram o conteúdo informativo de dados de elevada frequência.

No que se refere a questões económicas e estruturais gerais, os estudos em 2005 prestaram clarificações sobre o impacto das instituições do mercado de trabalho, os factores subjacentes à oferta de trabalho e as diferenças nacionais em termos da dinâmica dos fluxos de emprego e dos salários reais. Foram realizados outros estudos sobre os efeitos das reformas orçamentais, em especial no que se refere aos novos Estados-Membros da UE.

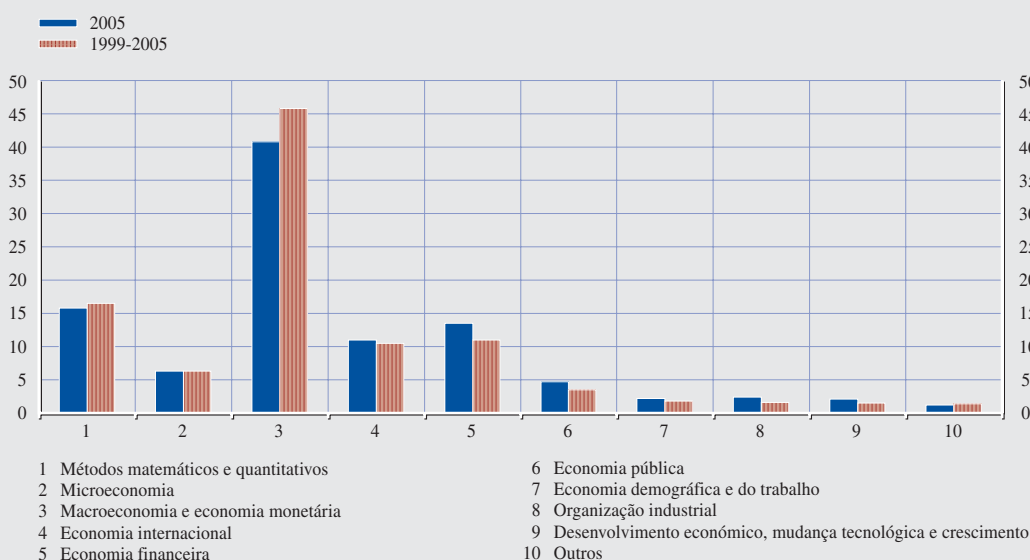
A maior parte dos resultados das actividades de investigação realizadas ao nível do BCE ou com a sua cooperação foi apresentada na série de Documentos de Trabalho do BCE e – em menor dimensão – na série de Documentos Ocasionais do BCE, bem como em diversas conferências e encontros de trabalho. Em 2005, foram publicados 145 Documentos de Trabalho do BCE (o que compara com 126 em 2004). Destes, 68 (72 em 2004) contaram com o envolvimento de especialistas do BCE, enquanto 77 (54 em 2004) foram preparados por autores



não pertencentes ao pessoal do BCE, no contexto dos programas de investigadores convidados ou das conferências organizadas pelo BCE. Diversos Documentos de Trabalho produzidos por especialistas do BCE desde o lançamento da série em 1999 foram já, ou serão brevemente, publicados em revistas académicas (123) ou livros (22). Em virtude dos longos

**Gráfico 46 Série de Documentos de Trabalho do BCE: Classificação do *Journal of Economic Literature***

(percentagens)



Fonte: BCE.



desfasamentos de publicação, resultantes do processo de análise pelos pares, prevê-se que esta parcela, já significativa, aumente em 2006. O Gráfico 46 ilustra a clara incidência em estudos relevantes em termos de política no BCE e classifica os Documentos de Trabalho do BCE por áreas, utilizando os tipos de classificação do *Journal of Economic Literature*. “Macroeconomia e economia monetária” é a área mais comum da série, seguida de “métodos matemáticos e quantitativos”, “economia financeira” e “economia internacional”.

Ao longo do ano, o BCE organizou diversas conferências e encontros de trabalho, como o encontro de trabalho sobre “A execução da política monetária na área do euro: lições do passado e desafios futuros”; a terceira conferência do *International Research Forum on Monetary Policy* (Fórum de Investigação Internacional sobre Política Monetária); uma conferência intitulada “*What effects is EMU having on the euro area and its member countries?*” (Que efeitos tem a UEM sobre a área do euro e os respectivos Estados-Membros?); um encontro de trabalho conjunto com o *Centre for Economic Policy Research* (CEPR) (Centro de Estudos de Política Económica) sobre “*Labour markets in an enlarged European Union: what would raise employment?*” (Os mercados de trabalho numa União Europeia alargada: o que poderá fazer o emprego aumentar?); um encontro de trabalho BCE-BIS sobre “*Macro-finance modelling of the term structure of interest rates*” (Modelos macro-financeiros da estrutura de prazos das taxas de juro); a 9ª Conferência Anual do CEPR-*European Summer Institute* sobre “*Structural reforms and economic growth*” (Reformas estruturais e crescimento económico); a 4ª conferência conjunta de estudos dos bancos centrais sobre “*Risk measurement and systemic risk*” (Medição de risco e risco sistémico) em cooperação com o Banco do Japão e com a Assembleia de Governadores do Sistema da Reserva Federal, sob os auspícios do Comité sobre o Sistema Financeiro Global; e o 4º encontro de trabalho sobre técnicas de previsão, intitulado “*Forecast evaluation and*

*conditional forecasts*” (Avaliação das previsões e previsões condicionais).

## 5.2 REDES DE INVESTIGAÇÃO

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

A *Eurosystem Inflation Persistence Network* (Rede sobre a Persistência da Inflação do Eurosistema), que reúne investigadores de todos os bancos centrais do Eurosistema, foi criada em 2003 para efeitos de análise da dinâmica da inflação na área do euro e nas economias nacionais. A rede completou os seus trabalhos em 2005. Foi utilizado um conjunto alargado de dados para estudar o fenómeno da persistência da inflação e da fixação de preços, incluindo dados individuais e sectoriais relativos aos preços no consumidor e no produtor, taxas de inflação macroeconómicas e resultados de inquéritos. 23 documentos de estudo relacionados com as actividades da rede foram publicados em 2005, no âmbito da série de Documentos de Trabalho do BCE. A reacção da comunidade académica foi recolhida em apresentações na Reunião Anual da *American Economic Association* e do Congresso Anual da *European Economic Association* (ver Caixa 4 para mais pormenores).

A *Euro Area Business-Cycle Network* (Rede sobre o Ciclo Económico da Área do Euro), organizada em colaboração com o CEPR, proporciona um fórum para o estudo do ciclo económico da área do euro. Reúne investigadores dos meios académicos, dos bancos centrais e de outras instituições de política. Em 2005, a rede

organizou a terceira acção de formação, patrocinada pelo Banca d'Italia, que abordou questões no âmbito das séries temporais aplicadas e da previsão. Foram ainda organizados dois encontros de trabalho, o primeiro sobre a necessidade de uma base de dados em tempo real para a área do euro, patrocinado pelo Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, e o segundo sobre a produtividade e o ciclo económico na área do euro e nos Estados Unidos, organizado pelo Suomen Pankki – Finlands Bank. Os resultados dos estudos da rede encontram-se disponíveis numa base de dados *online* de documentos de estudo (251 documentos) e numa série de documentos de discussão, publicada conjuntamente com o CEPR.

*A Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe* (Rede de Investigação sobre Mercados de Capitais e Integração Financeira na Europa), lançada em 2002 pelo BCE e pelo *Center for Financial Studies* (CFS) (Centro de Estudos Financeiros), tem por objectivo estimular os estudos relevantes em termos de política sobre a integração dos sistemas financeiros na Europa e respectivas ligações internacionais. O BCE e o CFS decidiram dar continuidade às actividades da rede até 2007, adicionando três áreas prioritárias: (i) a relação entre integração financeira e estabilidade financeira, (ii) adesão à UE, desenvolvimento financeiro e integração financeira e (iii) modernização dos sistemas financeiros e crescimento económico na Europa. O programa de estudos “*Lamfalussy Fellowship*”, estabelecido no contexto da rede, foi também alargado a estas áreas. Em 2005, o Oesterreichische Nationalbank realizou e colaborou na organização de uma conferência da rede de estudos do BCE-CFS, em Viena, sobre desenvolvimento financeiro, integração e estabilidade na Europa central, de leste e de sudeste (ver Caixa 10 para mais pormenores).

## 6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES

### 6.1 CUMPRIMENTO DAS PROIBIÇÕES DE FINANCIAMENTO MONETÁRIO E DE ACESSO PRIVILEGIADO

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

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

Em 2005, o Conselho do BCE identificou dois casos de não cumprimento das referidas disposições do Tratado e dos Regulamentos do Conselho associados. O Banca d'Italia e o Oesterreichische Nationalbank reportaram aquisições no mercado primário de instrumentos de dívida emitidos pelo Banco Europeu de Investimento (BEI). Em 13 de Outubro de 2005, o Banca d'Italia adquiriu títulos denominados em USD emitidos pelo BEI, no montante de

USD 10 milhões, para efeitos de gestão dos activos de reserva externa. Em 14 de Setembro de 2005, o Oesterreichische Nationalbank adquiriu títulos denominados em EUR emitidos pelo BEI, no montante de €200 milhões. Dado que o BEI é um organismo comunitário, as aquisições em questão constituem um incumprimento da proibição de financiamento monetário, de acordo com o artigo 101.º do Tratado e o Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho. No caso do Banca d'Italia, os instrumentos de dívida emitidos pelo BEI adquiridos no mercado primário foram vendidos em 8 de Março de 2006. O Oesterreichische Nationalbank vendeu, no final de Outubro de 2005, os instrumentos de dívida emitidos pelo BEI adquiridos no mercado primário. Além disso, ambos os BCN tomaram medidas imediatas no sentido de evitar a ocorrência de eventos deste tipo no futuro.

Em 2004<sup>9</sup>, o Conselho do BCE identificou um caso de não cumprimento por parte de um BCN das disposições, atrás referidas, do Tratado e dos Regulamentos do Conselho associados. No contexto do forte refluxo de moedas nacionais para os BCN, em resultado da introdução das notas e moedas de euros em 1 de Janeiro de 2002, o Suomen Pankki – Finlands Bank excedeu, de Outubro de 2001 a Fevereiro de 2004, o limite de 10% de moedas em circulação estipulado no artigo 6.º do Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho. No entanto, a situação foi totalmente corrigida em Março de 2004 e, desde então, as disposições do Tratado têm sido respeitadas.

### 6.2 FUNÇÕES CONSULTIVAS

De acordo com o n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, o BCE deve ser consultado sobre qualquer proposta de legislação comunitária ou

<sup>9</sup> A referência aos eventos relativos a 2004 no presente Relatório Anual deve-se ao facto de o exercício de acompanhamento correspondente pelo BCE ter terminado após a data de fecho para o Relatório Anual de 2004.

nacional, no domínio das suas atribuições<sup>10</sup>. Todos os pareceres do BCE são publicados no seu *site*. Desde Janeiro de 2005, os pareceres sobre as propostas de legislação nacional têm, regra geral, sido publicados imediatamente após a sua adopção e posterior transmissão à autoridade consultante, em conformidade com o procedimento já existente para as propostas de legislação da UE. Em Junho de 2005, o BCE publicou o “Guia de consulta do Banco Central Europeu pelas autoridades nacionais sobre projectos de disposições legais”, com a finalidade de fornecer apoio prático e informação às autoridades nacionais.

O BCE adoptou 61 pareceres em 2005, 13 em resposta a consultas pelo Conselho da UE e 48 em resposta a consultas por autoridades nacionais. Tal compara com 39 pareceres em 2004, sendo que o aumento em 2005 se ficou a dever ao maior número de consultas pelos novos Estados-Membros, no seu primeiro ano completo como membros da UE. O presente Relatório Anual inclui, em anexo, uma lista dos pareceres adoptados em 2005.

Nos seus pareceres sobre os novos regulamentos do Conselho da UE relativos à supervisão e ao procedimento relativo aos défices excessivos que reformam o Pacto de Estabilidade e Crescimento<sup>11</sup>, o BCE sublinhou que políticas orçamentais sólidas são fundamentais para o êxito da UEM e constituem uma condição prévia para a estabilidade macroeconómica, crescimento e coesão na área do euro. Além disso, o BCE considera necessário manter a credibilidade do procedimento relativo aos défices excessivos, incluindo prazos rigorosos (ver, também, Secção 1.1 do Capítulo 4). O BCE foi também consultado sobre o regulamento do Conselho relativo à futura adopção do euro pelos novos Estados-Membros<sup>12</sup>. O BCE considerou que a duração máxima do período de transição entre a adopção do euro por novos Estados-Membros como a sua moeda e a introdução das notas e moedas de euros nesses países não deve ser superior a três anos, devendo ser encorajados períodos de transição ainda mais curtos. O BCE sublinhou igualmente a

importância do requisito de que a designação da moeda única seja a mesma em todas as línguas oficiais da UE, tendo em conta a existência de diferentes alfabetos<sup>13</sup>.

O BCE continuou a ser consultado por autoridades nacionais sobre questões relacionadas com a independência dos BCN – incluindo, os da Itália, Lituânia, Eslováquia e Espanha – enquanto membros do SEBC<sup>14</sup>, bem como sobre alterações aos estatutos dos bancos centrais da Estónia, Letónia, Lituânia, Eslováquia e Suécia, surgidas no contexto do Relatório de Convergência de 2004 do BCE<sup>15</sup>. O BCE foi também consultado por autoridades nacionais sobre assuntos relacionados com o cumprimento da proibição de financiamento monetário nos termos do artigo 101.º do Tratado, incluindo uma proposta de lei autorizando o Oesterreichische Nationalbank a proceder a um depósito numa conta especial junto do FMI destinada aos países PRGF (*Poverty Reduction and Growth Facility*) afectados por desastres naturais<sup>16</sup>, e uma proposta de lei autorizando o Banca d’Italia a conceder uma linha de crédito à República do Líbano<sup>17</sup>. O BCE concluiu que a proposta de lei austríaca cumpria a proibição de financiamento monetário, visto ser abrangida pela isenção da lei comunitária relativa ao financiamento pelos

10 Em conformidade com o Protocolo relativo a certas disposições relacionadas com o Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte, anexo ao Tratado, a obrigação de consultar o BCE não se estende ao Reino Unido.

11 CON/2005/18 e CON/2005/17 de 3 de Junho de 2005.

12 CON/2005/51. O BCE foi também consultado pelas autoridades nacionais de alguns dos novos Estados-Membros, incluindo a Lituânia e a Eslovénia, sobre legislação nacional com vista a facilitar a futura introdução do euro nos Estados-Membros em questão (ver CON/2005/38 e CON/2005/57).

13 O BCE foi também consultado sobre outras propostas significativas de legislação da UE, debatidas noutras secções do presente Relatório Anual, incluindo a proposta de uma directiva relativa à adequação dos fundos próprios (CON/2005/4) e a proposta de uma decisão do Conselho respeitante à assinatura da Convenção de Haia relativa aos valores mobiliários detidos junto de intermediários (CON/2005/7). Para mais pormenores, consultar a Secção 2 do Capítulo 3.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

BCN de obrigações do sector público face ao FMI<sup>18</sup>. Contudo, relativamente à proposta de lei italiana, o BCE concluiu que o financiamento proposto constituiria uma forma de financiamento monetário proibida pelo Tratado. Subsequentemente, as autoridades italianas retiraram a proposta de lei em questão.

O BCE foi consultado por autoridades nacionais sobre propostas legislativas relacionadas com o quadro de supervisão financeira<sup>19</sup>. No seu parecer sobre uma proposta de lei estabelecendo o Česká národní banka como a única autoridade de supervisão financeira na República Checa, o BCE expressou a opinião de que, perante o crescente desaparecimento das fronteiras tradicionais entre os sectores bancário, de valores mobiliários e de seguros e os consequentes desafios para a supervisão prudencial e a estabilidade do sistema financeiro, um BCN com a responsabilidade global pelos mercados financeiros poderia conseguir melhores resultados do que várias autoridades de supervisão com competências específicas limitadas a um determinado sector financeiro. Numa consulta separada sobre uma proposta de lei checa sobre insolvência<sup>20</sup>, o BCE acolheu com agrado o facto de a proposta de lei em questão reconhecer a responsabilidade

do Česká národní banka pela supervisão dos bancos em situação financeira difícil e pela decisão de quando deve ser dado início aos respectivos procedimentos de insolvência relativos a estes bancos.

### 6.3 ADMINISTRAÇÃO DAS OPERAÇÕES ACTIVAS E PASSIVAS DA COMUNIDADE EUROPEIA

Nos termos do n.º 2 do artigo 123.º do Tratado e do artigo 9.º do Regulamento (CE) n.º 332/2002 do Conselho, de 18 de Fevereiro de 2002, o BCE continua a ser responsável pela administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia ao abrigo do mecanismo de Assistência Financeira a Médio Prazo. Em 2005, o BCE não realizou quaisquer atribuições administrativas desta natureza. Não existia qualquer saldo por liquidar no final de 2004 e não se iniciaram novas operações durante 2005.

18 Nos termos do artigo 7.º do Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho de 13 de Dezembro de 1993 que especifica as definições necessárias à aplicação das proibições enunciadas no artigo 101.º do Tratado.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.

20 CON/2005/36.

## Caixa 9

### SERVIÇOS DE GESTÃO DE RESERVAS DO EUROSISTEMA

Em Janeiro de 2005, foi adoptado um novo enquadramento para a gestão dos activos de reserva denominados em euros de clientes do Eurosistema. O novo enquadramento – que está ao dispor de bancos centrais, autoridades monetárias e agências governamentais localizados fora da área do euro, bem como de organizações internacionais – disponibiliza um conjunto abrangente de serviços que permitem a clientes elegíveis gerir os seus activos de reserva denominados em euros de forma eficiente. Os serviços abrangem desde a disponibilização de contas de guarda de títulos e outros serviços de custódia relacionados (guarda de valores) e de liquidação a serviços de numerário e investimento. Estes serviços são disponibilizados ao abrigo de termos e condições harmonizados, de acordo com padrões de mercado gerais, por bancos centrais individuais do Eurosistema (os prestadores de serviços do Eurosistema) que actuam como prestadores de serviços dedicados. Os clientes elegíveis podem aceder ao conjunto completo de serviços abrangidos pelo novo enquadramento, através de qualquer um destes prestadores de serviços.

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

O novo enquadramento tem sido bem acolhido pelos clientes elegíveis. Com base na informação coligida pelo BCE, o número de clientes que estabeleceram uma relação comercial com um dos bancos centrais do Eurosistema parece ser representativo da população de clientes elegíveis à qual se destina o novo enquadramento. Quanto aos próprios serviços, as disponibilidades de tesouraria totais e/ou detenções de títulos de clientes junto de bancos centrais do Eurosistema aumentaram em comparação com a situação verificada antes da introdução do novo enquadramento. Este é o caso, em particular, das detenções por clientes de títulos das administrações públicas não domésticas (ou seja, títulos emitidos pelas administrações públicas de outros países, excepto o país do banco central onde os títulos se encontram depositados). Os clientes apreciam também a facilidade de investimento *overnight* automática, ao abrigo do novo enquadramento, que permite o investimento de fundos directamente junto do respectivo prestador de serviços e/ou no mercado a taxas de remuneração atractivas.

Em linha com a forma como os serviços de gestão de reservas têm sido disponibilizados desde há vários anos, o novo enquadramento baseia-se nos princípios básicos da gestão de reservas oficiais, tais como segurança financeira e jurídica e, principalmente, confidencialidade. Os serviços de gestão de reservas ao abrigo do novo enquadramento são oferecidos aos clientes tradicionais dos bancos centrais, satisfazendo assim as necessidades e preocupações especiais dessas instituições, que operam na mesma área de actividade de banca central que o próprio Eurosistema.

**Artista**  
Pep Agut  
**Título**  
Read your voice, 2000  
**Material**  
Materiais diversos  
**Formato**  
190 x 195 cm  
© BCE e o artista



## CAPÍTULO 3

# ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS



## I ESTABILIDADE FINANCEIRA

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

### I.1 ACOMPANHAMENTO DA ESTABILIDADE FINANCEIRA

O BCE, em colaboração com o Comité de Supervisão Bancária do SEBC, acompanha os riscos para a estabilidade financeira por forma a avaliar a capacidade de absorção de choques por parte do sistema financeiro<sup>1</sup>. Este acompanhamento incide essencialmente sobre os bancos, dado que estes continuam a ser os principais intermediários no encaminhamento de fundos dos depositantes para os mutuários na área do euro e, deste modo, constituem um canal importante através do qual os riscos se podem alastrar ao resto do sistema financeiro. Porém, devido à crescente importância de outras instituições e mercados financeiros e às suas interligações com os bancos, a vulnerabilidade dessas componentes do sistema financeiro pode estender-se aos bancos. Assim, o acompanhamento também abrange a evolução destas outras componentes.

### EVOLUÇÃO CÍCLICA

Em 2005, a resistência do sistema financeiro da área do euro fortaleceu-se. As instituições financeiras beneficiaram da expansão da actividade económica mundial, que manteve um ritmo bastante robusto, apesar de novos aumentos nos preços do petróleo, e da continuação da melhoria dos balanços de empresas de grande dimensão da área do euro. Neste contexto, a rentabilidade dos bancos da área do euro melhorou novamente e os balanços das sociedades de seguros fortaleceram-se. Contudo, em termos prospectivos, as instituições financeiras enfrentam alguns riscos, decorrentes, por exemplo, da possibilidade de

uma correcção abrupta dos desequilíbrios mundiais, da vulnerabilidade face a uma correcção de preços – que aumentaram em resultado da actual procura de rentabilidade – em alguns mercados de rendimento fixo e de crédito, e da possibilidade de aumentos adicionais dos preços do petróleo. Além disso, os balanços das famílias continuam a ser vulneráveis à possibilidade de correcções nos preços da habitação em alguns países.

No sector bancário da área do euro, a recuperação da rentabilidade dos bancos de grande dimensão iniciada em 2003 prosseguiu também em 2005, embora seja mais difícil estabelecer comparações com anteriores indicadores de rentabilidade no caso dos bancos que passaram a adoptar as Normas Internacionais de Reporte Financeiro em 2005. Acima de tudo, a recuperação da rentabilidade foi generalizada, abrangendo também os sectores bancários nacionais que tinham registado desempenhos abaixo da média em 2003. As principais fontes de aumento da rentabilidade em 2005 foram menores provisões, crescimento sustentado do crédito concedido ao sector das famílias (principalmente para aquisição de habitação) e uma recuperação incipiente do crédito ao sector empresarial. A redução de custos, que contribuiu para a rentabilidade dos bancos em 2004, foi menor em 2005.

A constituição de provisões para perdas com empréstimos continuou a cair em 2005, o que se deveu ao número baixo de insolvências nos sectores empresarial e das famílias e a uma deterioração apenas marginal da qualidade dos activos bancários, enquanto significativos abatimentos globais/parciais ao activo de crédito vencido de anos anteriores, pelo menos em alguns países da área do euro, reduziram o impacto do risco de crédito sobre os balanços

<sup>1</sup> O BCE publica, desde o final de 2004, um relatório semestral sobre a estabilidade do sistema financeiro da área do euro, intitulado “*Financial Stability Review*”. Em 2005, publicou também a quarta edição da publicação “*EU banking sector stability*”, que apresenta as principais conclusões do acompanhamento regular pelo Comité de Supervisão Bancária da estabilidade do sector bancário. Estas publicações estão disponíveis no *site* do BCE.

dos bancos. Além disso, alguns sinais indicam que o rácio de cobertura, ou seja, o rácio das provisões em relação ao crédito de cobrança duvidosa, diminuiu em 2005. Contudo, não se pode excluir a possibilidade de os fluxos reduzidos, e em alguns países os saldos, de provisões poderem ter como resultado provisões inadequadas, no caso de uma deterioração inesperada do ciclo de crédito.

A recuperação do crescimento dos empréstimos a empresas em 2004-05, caso se mantenha, poderá proporcionar aos bancos uma diversificação desejável das suas fontes de rendimento, para além do sector das famílias. Contudo, apesar do aumento dos volumes de crédito, as receitas de juros líquidas – que são a principal componente da rentabilidade dos bancos – continuaram a diminuir em 2005, devido à erosão da margem das taxas de juro. Esta redução foi impulsionada pela menor inclinação das curvas de rendimento, por taxas de juro persistentemente baixas e pelo fortalecimento da concorrência entre os bancos em termos de empréstimos e depósitos. No que se refere aos rendimentos líquidos à excepção das receitas de juros, os bancos, em geral, apresentaram um maior rendimento quer de comissões e outros custos, quer de transacções. Em alguns casos, estas receitas foram suficientemente elevadas para mais do que compensar o menor rendimento decorrente da transformação de prazos, que constitui a actividade central dos bancos.

Apesar de novas melhorias em alguns países, os principais rácios de solvabilidade regulamentares do sector bancário da área do euro mantiveram-se praticamente inalterados em 2004, último ano para o qual estão disponíveis dados consolidados. Os dados não consolidados disponíveis para um conjunto de grandes bancos da área do euro revelaram alguma melhoria nos indicadores de solvabilidade em 2005.

A rentabilidade e a base de capital no sector dos seguros da área do euro registaram uma nova melhoria em 2005, embora o rendimento



de investimento se tenha mantido moderado, num contexto de taxas de juro baixas. O fortalecimento dos balanços das sociedades de seguros do ramo não vida foi impulsionado por uma melhoria da rentabilidade da actividade de subscrição, em resultado de uma disciplina de preços rigorosa. No ramo vida, as menores taxas de rentabilidade garantidas dos produtos de poupança contribuíram para a melhoria dos lucros, da mesma forma que a poupança em termos de custos. Além disso, as reformas em curso nos sistemas públicos de pensões na área do euro favoreceram a colocação de poupança privada em produtos de seguros do ramo vida. No sector dos resseguros, uma descida do valor das apólices vendidas contribuiu para uma diminuição da rentabilidade.

O sector mundial dos fundos de cobertura e das acções privadas continuou a crescer em 2005. As entradas nos fundos de cobertura prosseguiram ao longo de 2005, com alguma moderação nos segundo e terceiro trimestres, relacionada com menores receitas no sector. Em particular, determinadas estratégias de crédito enfrentaram alguns problemas na Primavera de 2005, depois da descida da notação de crédito de dois grandes fabricantes de automóveis nos Estados Unidos para uma classificação de sub-investimento (“*sub-investment grade*”). Além disso, dada a crescente presença de fundos de cobertura nos

mercados de instrumentos de valor relativo e produtos de crédito estruturados complexos, não é de excluir que, caso os mercados de crédito sejam afectados por uma maior volatilidade, os bancos possam ficar expostos a perdas no futuro, em resultado das suas actividades com os fundos de cobertura. Porém, um recente inquérito sobre as exposições dos bancos da UE a fundos de cobertura<sup>2</sup> concluiu que, na maior parte dos países, as exposições directas existentes foram em geral moderadas em termos da dimensão dos balanços dos bancos e em comparação com as exposições de bancos norte-americanos idênticos. Tal reflecte o facto de o mercado dos principais corretores a nível mundial continuar a ser em larga escala dominado por instituições financeiras dos EUA. No entanto, continua a ser importante que os bancos adoptem uma gestão adequada dos riscos associados aos fundos de cobertura.

### EVOLUÇÃO ESTRUTURAL

Alterações estruturais no sector bancário podem afectar a estabilidade financeira no longo prazo, por exemplo através de alterações nas condições de concorrência ou de uma maior internacionalização. O sector bancário da área do euro regista actualmente uma evolução estrutural importante no que se refere à consolidação, internacionalização, intermediação financeira e estruturas de financiamento. Embora as estruturas do mercado bancário na área do euro continuem a diferir em termos de concentração, estrutura de detenção, presença estrangeira, dimensão e importância dos canais de distribuição, tal poderá alterar-se em resultado da maior actividade de fusões e aquisições no sector e de outros desenvolvimentos estruturais<sup>3</sup>.

O ritmo de consolidação a nível quer nacional quer transfronteiras diminuiu nos últimos anos, como ilustra o número reduzido de fusões e aquisições e o abrandamento da diminuição do número de instituições de crédito<sup>4</sup>. Ao longo de 2005, no entanto, tiveram lugar algumas fusões e aquisições importantes a nível transfronteiras, o que confirma os sinais de renovado interesse na consolidação transfronteiras que surgiram

em 2004. Em alguns Estados-Membros, a consolidação doméstica entre grandes bancos pode estar a acabar gradualmente, uma vez que os respectivos mercados bancários se encontram já bastante concentrados. Assim, excluindo o crescimento orgânico, a consolidação transfronteiras tornou-se a principal estratégia de expansão nestes Estados-Membros, apesar das barreiras remanescentes.

Observaram-se também sinais de uma alteração gradual nas estruturas dos balanços dos bancos, com o ritmo de crescimento do crédito a exceder o crescimento dos depósitos recebidos. Esta tendência pode reflectir a reduzida atractividade dos depósitos para as famílias num contexto caracterizado por taxas de juro persistentemente baixas e alterações nos *trade-offs* risco/rendimento, bem como factores estruturais, tais como uma conjuntura demográfica em mudança, o que aumenta a importância de sistemas de pensões privados e de produtos de seguros. Isso implica também que os bancos recorrem cada vez mais ao financiamento através dos mercados interbancários e de instrumentos com base no mercado de capitais.

Os bancos da área do euro parecem também estar a transferir mais riscos para outros sectores da economia, em vez de apenas mediar entre mutuantes e mutuários, e alguns parecem estar a afastar-se da prestação integrada de serviços financeiros. Não obstante, o financiamento bancário continua a ser a forma predominante de intermediação financeira na área do euro<sup>5</sup>.

2 “Large EU banks’ exposures to hedge funds”, BCE, Novembro de 2005.

3 Uma análise mais detalhada da evolução estrutural dos sectores bancários na UE e na área do euro pode ser encontrada no relatório do Comité de Supervisão Bancária intitulado “EU banking structures”, Outubro de 2005, e no artigo intitulado “Consolidation and diversification in the euro area banking sector” na edição de Maio de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

4 O número de instituições de crédito teve uma diminuição de 2.8% em 2004 e de 2.3% em 2005 (valores anualizados com base em informação até ao terceiro trimestre), situando-se ligeiramente abaixo de 6 300.

5 O rácio do crédito interno em relação ao PIB situou-se em 115% em 2005, enquanto o rácio da capitalização bolsista em relação ao PIB alcançou 68%.

Por último, cada vez mais os bancos adoptam tipos de organização mais flexíveis, recorrem à contratação externa para segmentos não centrais da sua cadeia de valor e especializam-se numa fase específica do ciclo dos serviços, quer seja a fase de geração, produção, distribuição ou de liquidação.

Em termos gerais, o papel dos bancos na área do euro está a evoluir gradualmente. O financiamento directo nos mercados de capitais está a ganhar importância e os fornecedores de serviços financeiros não tradicionais podem ganhar mais relevo em áreas específicas do sector bancário, aumentando assim a eficiência do sistema financeiro da área do euro e transformando o cenário de risco.

apoiar uma maior cooperação entre as autoridades, o MdA inclui também acordos para o desenvolvimento de planos de contingência para a gestão de situações de crise, bem como exercícios com testes de esforço e com simulações. O próprio MdA será testado num exercício de simulação de crise previsto para 2006.

Em segundo lugar, novas melhorias do quadro de gestão de crises, em termos da banca central e das práticas de supervisão para enfrentar crises financeiras a nível transfronteiras, foram consideradas conjuntamente pelo Comité de Supervisão Bancária e pelo Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária.

## **1.2 COOPERAÇÃO EM SITUAÇÕES DE CRISE FINANCEIRA**

O quadro da UE para a cooperação entre as autoridades competentes na área da gestão de crises financeiras continuou a ser melhorado em 2005.

Em primeiro lugar, em Maio, os supervisores bancários, os bancos centrais e os ministros das finanças da UE concordaram em aderir ao Memorando de Acordo (MdA) sobre cooperação em situações de crise financeira, que entrou em vigor em 1 de Julho. O MdA – que foi adoptado sob a égide do Comité Económico e Financeiro – é aplicável a situações de crise passíveis de ter consequências transfronteiras e sistémicas que afectem as instituições de crédito, os grupos bancários ou as componentes bancárias de grupos financeiros, bem como a outras perturbações sistémicas com implicações a nível transfronteiras nos mercados financeiros, incluindo as que afectam os sistemas de pagamentos ou outras infra-estruturas de mercado. Os princípios e procedimentos incluídos no MdA abordam a partilha de informação, opiniões e avaliações entre autoridades e a cooperação a nível nacional e transfronteiras. Com o objectivo de melhor

## 2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

### 2.1 QUESTÕES GERAIS

Em Julho de 2005, a Comissão Europeia lançou o *Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)* (“Livro Verde sobre Política de Serviços Financeiros (2005-2010)”) para consulta pública. No seu contributo para esta consulta, o Eurosistema sublinhou que um melhoramento do quadro da UE para a supervisão financeira deverá procurar explorar, tanto quanto possível, o potencial do quadro Lamfalussy<sup>6</sup>. O Eurosistema expressou também a sua preferência por uma maior racionalização das regras financeiras através da utilização dos principais elementos do quadro Lamfalussy. Uma distinção mais clara poderia ser feita entre os princípios básicos (legislação do nível 1) e os pormenores técnicos (legislação do nível 2). Tal seria apoiado por uma maior convergência nas práticas de supervisão, que também desempenha um papel importante ao assegurar uma aplicação consistente entre os Estados-Membros. Foi também realçado que acordos de cooperação robustos e consistentes entre as autoridades do país de origem e do país de destino são particularmente importantes para os grupos financeiros com actividade transfronteiras. No que respeita aos acordos de estabilidade financeira, o Eurosistema identificou o acompanhamento da estabilidade financeira a nível transfronteiras e entre sectores financeiros, a gestão do esforço financeiro e a garantia de depósitos como áreas para potenciais melhoramentos.

### 2.2 SECTOR BANCÁRIO

Na sequência da publicação, em Junho de 2004, do quadro revisto para a *“International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”* (“Convergência Internacional de Medição de Capital e Padrões de Capital”), geralmente conhecido por Basileia II, a atenção do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (CBSB) passou a incidir sobre questões essenciais relacionadas com a sua aplicação. O CBSB prosseguiu também trabalhos em diversas áreas técnicas.

A nível europeu, Basileia II foi introduzido na legislação da UE através de uma alteração à Directiva Bancária Codificada e à Directiva relativa à adequação dos fundos próprios. O Parlamento Europeu e o Conselho da UE adoptaram os textos legais definitivos em Setembro e Outubro de 2005, respectivamente. Os Estados-Membros terão de alterar a legislação nacional a fim de incorporar as novas regras, que deverão entrar em vigor a partir de 2007. Além disso, o CBSB iniciou, no final de 2005, um quinto estudo de impacto quantitativo (conhecido por “QIS 5”) das novas regras de fundos próprios. Os resultados deverão ficar disponíveis na Primavera de 2006 e poderão conduzir a novos ajustamentos quantitativos do quadro. O Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária participou também no estudo.

O BCE continua a apoiar os trabalhos do CBSB, contribuindo para estes através da sua participação no comité e nas principais sub-estruturas na qualidade de observador. Além disso, o BCE emitiu um parecer sobre o novo quadro de fundos próprios da UE, no qual apoia a abordagem geral das novas regras.

O BCE analisou também as possíveis implicações de política do crescimento da actividade bancária a nível transfronteiras na UE, no contexto da salvaguarda da estabilidade financeira. Esta análise, que foi principalmente realizada através do Comité de Supervisão Bancária, abrange as áreas de supervisão financeira, gestão de crises, acompanhamento da estabilidade financeira e acordos de garantia de depósitos. Os resultados obtidos nesta última área revelaram-se úteis para a revisão actualmente em curso, por parte da Comissão

<sup>6</sup> “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” (“Relatório Final preparado pelo Comité de Sábios sobre a Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários”), 15 de Fevereiro de 2001. Este relatório encontra-se disponível no *site* da Comissão Europeia. Ver também Relatório Anual do BCE de 2003, p. 122.

Europeia, da Directiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos<sup>7</sup>.

### 2.3 VALORES MOBILIÁRIOS

Em 2005, as actividades no sector dos valores mobiliários incidiram principalmente sobre a conclusão do quadro regulamentar da UE, com a adopção das medidas de aplicação de nível 2 que não tinham sido ainda adoptadas, no âmbito da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e da Directiva relativa à transparência. Dada a importância destas medidas para a integração dos mercados financeiros europeus e para o reforço da estabilidade financeira, o BCE acompanhou de perto e contribuiu para os trabalhos nesta área, através da sua participação no Comité Europeu de Valores Mobiliários.

O Eurosistema contribuiu para o debate sobre a revisão do processo Lamfalussy, respondendo à avaliação preliminar publicada pela Comissão Europeia para consulta pública, e confirmou a sua posição favorável quanto ao quadro Lamfalussy. Em particular, o Eurosistema salientou que o processo Lamfalussy deverá ser utilizado de forma a definir os requisitos regulamentares existentes e a desenvolver um conjunto comum de regras técnicas harmonizadas que possam satisfazer as necessidades dos reguladores e dos participantes no mercado. Este conjunto comum de regras harmonizadas deverá proporcionar aos participantes no mercado que oferecem serviços transfronteiras uma fonte única de direitos e obrigações nas áreas em causa.

Por último, o Eurosistema contribuiu para o debate sobre o melhoramento do quadro da UE para os fundos de investimento, lançado pelo Livro Verde da Comissão Europeia publicado em 12 de Julho de 2005 para efeitos de consulta pública. O Eurosistema sublinhou que novos esforços para remover barreiras regulamentares e legais remanescentes poderão conduzir a uma maior consolidação no sector dos fundos de investimento europeus e a uma racionalização

dos produtos disponibilizados, com consequentes benefícios para os investidores e para o mercado financeiro da UE. No que se refere a fundos de cobertura, o Eurosistema apoiou a posição até agora adoptada a nível internacional para fazer face às preocupações de estabilidade financeira criadas pelos fundos de cobertura, principalmente através da sua interacção com sociedades regulamentadas, em particular bancos.

### 2.4 CONTABILIDADE

No dia 1 de Janeiro de 2005, entrou em vigor o Regulamento do Conselho (CE) n.º 1606/2002, segundo o qual todas as empresas cotadas, incluindo os bancos, devem elaborar as respectivas demonstrações financeiras consolidadas de acordo com as Normas Internacionais de Reporte Financeiro. Dada a importância de sólidos padrões contabilísticos de uma perspectiva de estabilidade financeira, o BCE continuou a contribuir para os trabalhos relacionados com a implementação do novo quadro contabilístico na UE.

No primeiro semestre do ano, foi dado maior relevo à introdução na Norma Internacional de Contabilidade 39 (NIC 39) de uma nova opção que permite a utilização do justo valor<sup>8</sup> em todos os tipos de instrumento financeiro, geralmente conhecida por opção do justo valor. Foram alcançados progressos num diálogo construtivo entre o BCE, o CBSB e o *International Accounting Standards Board* – IASB (Comité de Normas Internacionais de Contabilidade), que culminaram com uma carta dirigida pelo Presidente do BCE ao IASB, em Abril de 2005, apoiando as alterações propostas

7 “Revisão da Directiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos (94/19/EC)”, Comissão Europeia, 14 de Julho de 2005. O documento de consulta encontra-se disponível no *site* da Comissão.

8 O justo valor é o montante pelo qual um activo pode ser trocado, ou uma responsabilidade liquidada, entre partes informadas e anuentes numa transacção à distância. Na prática, o justo valor é frequentemente igual ao preço de mercado cotado ou é estimado utilizando uma técnica de valorização que desconta os fluxos de caixa futuros.

à NIC 39. Estas alterações foram posteriormente introduzidas pelo IASB, em Junho de 2005.

Neste contexto, o BCE, através da sua participação na qualidade de observador no *Accounting Task Force* (Grupo de Trabalho sobre Contabilidade) do CBSB, contribuiu também para a orientação em matéria de supervisão desenvolvida por este grupo de trabalho. Em Julho de 2005, o CBSB publicou um documento para consulta intitulado “*Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards*” (“Orientações de supervisão sobre a utilização da opção do justo valor pelos bancos, ao abrigo das Normas Internacionais de Reporte Financeiro”), que, essencialmente, estabelece uma ligação – de uma perspectiva da supervisão – entre a utilização da opção do justo valor e práticas seguras de gestão de risco<sup>9</sup>.

Os mandatários da *International Accounting Standards Committee Foundation* – IASCF (Fundação do Comité de Normas Internacionais de Contabilidade) concluíram uma revisão da sua constituição em Abril de 2005. Em resposta a comentários recebidos durante o período de consulta, inclusivamente do BCE, a IASCF decidiu criar um novo e reestruturado *Standards Advisory Council* (Conselho Consultivo sobre as Normas) para prestar aconselhamento estratégico alargado, bem como um *Trustee Appointments Advisory Group* (Grupo Consultivo para a Nomeação de Mandatários), que deverá ser consultado antes da nomeação de novos mandatários. O BCE é representado em ambos estes organismos.

No segundo trimestre de 2005, o Comité de Supervisão Bancária iniciou trabalhos sobre uma análise das ligações entre contabilidade e estabilidade financeira. Os trabalhos incidiram sobre as implicações, em termos de estabilidade financeira, da introdução das Normas Internacionais de Reporte Financeiro, analisando se estas contribuem eficazmente para um maior fortalecimento da estabilidade financeira.

<sup>9</sup> A orientação em matéria de supervisão não se destina a estabelecer requisitos contabilísticos adicionais.

### 3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

No âmbito das suas atribuições principais, o Eurosistema tem um interesse especial na integração financeira na Europa, em particular na área do euro. Em primeiro lugar, um sistema financeiro bem integrado contribui para a transmissão regular e eficaz dos impulsos de política monetária em toda a área do euro. Em segundo lugar, a integração financeira tem implicações para a atribuição do Eurosistema de salvaguarda da estabilidade financeira. É também importante para a operação eficaz dos sistemas de pagamentos e para o funcionamento regular dos sistemas de liquidação. Além disso, nos termos do artigo 105.º do Tratado, o Eurosistema apoia, sem prejuízo do objectivo da estabilidade de preços, as políticas económicas gerais da Comunidade. A integração financeira, enquanto objectivo prioritário da Comunidade, pode contribuir para promover o desenvolvimento do sistema financeiro, aumentando o potencial para o crescimento económico.

Geralmente, o Eurosistema identifica quatro tipos de actividades através das quais contribui para a melhoria da integração financeira: (i) aumentar a consciencialização e o acompanhamento dos progressos alcançados em termos de integração financeira europeia, (ii) actuar como catalizador para as actividades do sector privado, facilitando a acção colectiva, (iii) fornecer aconselhamento quanto ao quadro legislativo e regulamentar para o sistema financeiro e (iv) proporcionar serviços de banca central que também promovam a integração financeira europeia. Ao longo de 2005, o BCE continuou a tomar iniciativas nas quatro áreas, como se descreve adiante. Em termos mais gerais, o BCE prosseguiu também as actividades de investigação sobre integração financeira (ver Caixa 10).

#### Caixa 10

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

O BCE e o *Center for Financial Studies* – CFS (Centro de Estudos Financeiros) em Frankfurt prosseguiram as actividades da rede de investigação sobre os mercados de capitais e integração financeira na Europa<sup>1</sup>. A actual segunda fase das actividades de investigação foi prolongada de forma a incluir três áreas prioritárias: (i) o relacionamento entre integração financeira e estabilidade financeira, (ii) a adesão à UE, desenvolvimento financeiro e integração financeira e (iii) modernização do sistema financeiro e crescimento económico na Europa.

A primeira conferência da segunda fase das actividades da rede foi patrocinada pelo Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique em Bruxelas, em Maio de 2005, e organizada em cooperação com o *Centre for Economic Policy Research* – CEPR (Centro de Estudos de Política Económica). A conferência foi intitulada “*Competition, stability and integration in European banking*” (“Concorrência, estabilidade e integração no sector bancário europeu”), e focou em particular as prioridades da rede no que se refere à concorrência bancária e ao âmbito geográfico das actividades bancárias, bem como à integração financeira e à estabilidade financeira.

Um dos principais tópicos apresentados na conferência foi a actividade bancária transfronteiras na Europa. As análises sobre as entradas de bancos estrangeiros em mercados emergentes, que

<sup>1</sup> Para mais pormenores sobre actividades anteriores, ver Caixa 10 do Relatório Anual do BCE de 2003 e Caixa 12 do Relatório Anual do BCE de 2004, bem como o *site* da rede, em [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org).



consideraram países da Europa central e de leste, Rússia e Ucrânia, sugeriram que o crédito concedido por bancos estrangeiros nestes países estimula o crescimento das empresas em termos de vendas e activos<sup>2</sup>. Tal aplica-se mesmo a empresas de menor dimensão, embora estas ainda percam quota de mercado em termos relativos. Além disso, a presença de bancos estrangeiros tem efeitos benéficos sobre a disponibilidade de crédito, dado que as empresas domésticas enfrentam taxas de juro mais baixas, aumentam os seus rácios dívida/activos e prolongam as estruturas de prazos do lado do passivo. Por último, a entrada de bancos estrangeiros parece fomentar a dinâmica do sector ou a “destruição criativa”, à medida que aumentam as entradas e saídas de empresas.

A segunda conferência da segunda fase foi organizada em parceria com o Oesterreichische Nationalbank, que também recebeu a conferência em Viena, em Novembro de 2005. A conferência incidiu sobre o tema “*Financial development, integration and stability in central, eastern and south-eastern Europe*” (“Desenvolvimento, integração e estabilidade financeiros na Europa central, de leste e de sudeste”) e focou, em particular, as prioridades da rede no que respeita à adesão à UE, à evolução financeira e à integração financeira. Um conjunto de resultados sugere que os mercados bolsistas (ainda pequenos) dos maiores países da Europa central e de leste, nomeadamente a República Checa, a Hungria e a Polónia, estão cada vez mais integrados nos mercados bolsistas da área do euro. O mesmo já não acontece no caso dos mercados bolsistas de países mais pequenos da Europa central e de leste. Existe muito pouca evidência a sugerir que os mercados de obrigações de dívida pública dos países da Europa central e de leste estejam integrados com os mercados da área do euro.

A rede prosseguirá as suas actividades em 2006 com uma conferência organizada pelo Deutsche Bundesbank, que incidirá sobre a área prioritária da modernização do sistema financeiro e crescimento económico na Europa, e uma outra conferência patrocinada pelo Banco de Espanha sobre a integração financeira e a estabilidade financeira.

2 Documento de Trabalho do BCE n.º 498, Junho de 2005.

## ACOMPANHAMENTO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Em Setembro de 2005, o BCE publicou o seu primeiro relatório e o primeiro conjunto de indicadores sobre integração financeira. Estes permitem obter uma avaliação global do grau de integração financeira nos principais segmentos do mercado financeiro da área do euro. Na avaliação da integração financeira, um mercado para um determinado conjunto de instrumentos financeiros ou serviços é considerado totalmente integrado se todos os agentes económicos com as mesmas características relevantes que actuem nesse mercado enfrentarem um único conjunto de regras, tiverem igualdade de acesso e forem tratados de forma equitativa. Foram consideradas

duas grandes categorias de indicadores, baseados nos preços e baseados na quantidade. Os indicadores foram quer calculados (no caso de desvios-padrão e rácios), quer baseados em modelos (obtidos a partir de modelos econométricos). A gama de indicadores será mais desenvolvida, em particular por adição de indicadores relacionados com as instituições financeiras e com as infra-estruturas de mercado.

A evidência disponível sugere que o grau de integração varia bastante entre os segmentos de mercado. O mercado monetário sem garantia está totalmente integrado desde pouco após a introdução do euro. A integração do mercado de operações de reporte apresenta também

francos progressos. Os mercados de obrigações de dívida pública tornaram-se consideravelmente integrados mesmo antes do início da União Monetária, embora permaneçam ainda alguns diferenciais entre as taxas de rendibilidade, que reflectem, entre outros elementos, diferenças entre notações de crédito dos emitentes e a liquidez das obrigações. O mercado de obrigações das empresas revela também um

elevado grau de integração, tendo sido alcançados progressos na integração dos mercados de títulos. Os mercados bancários, em particular no segmento retalhista, encontram-se, em geral, muito menos integrados. Em termos globais, observam-se ainda algumas diferenças entre países da área do euro em termos de taxas de juro activas e passivas (ver Caixa 11).

## Caixa 11

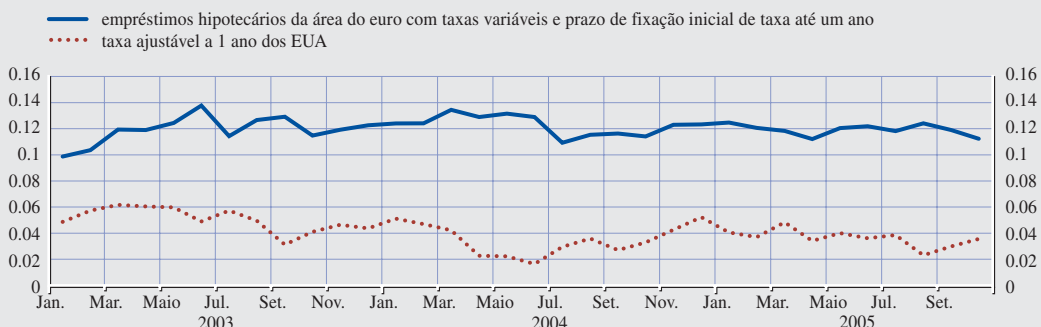
### COMPARAÇÃO INTER-REGIONAL ENTRE AS TAXAS HIPOTECÁRIAS NA ÁREA DO EURO E NOS ESTADOS UNIDOS

A presente caixa analisa o grau de heterogeneidade entre os países da área do euro em termos das taxas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação. A conclusão de que as taxas hipotecárias na área do euro são, no geral, mais dispersas entre os países do que as taxas nos EUA entre regiões pode sugerir que o mercado hipotecário na área do euro é menos integrado. Neste contexto, é de realçar que os dados relativos aos EUA utilizados na análise não incluem a dispersão dentro das regiões (ou seja, entre estados).

As diferenças entre as estruturas de financiamento dos empréstimos hipotecários, que terão provavelmente impacto sobre o tipo de produto fornecido, poderão explicar algumas das diferenças entre as taxas dos empréstimos para aquisição de habitação na área do euro. O mercado hipotecário da área do euro encontra-se ainda fragmentado em termos de práticas de financiamento, variando entre financiamento por depósitos e obrigações hipotecárias (cobertas) e títulos hipotecários. As taxas hipotecárias podem também diferir devido a variações nas características dos produtos, nos períodos de fixação de taxa de juro e nas preferências dos clientes (exemplificadas por diferentes prazos dos empréstimos e rácios dos empréstimos em relação ao valor) e ainda no papel do governo e da regulamentação do mercado.

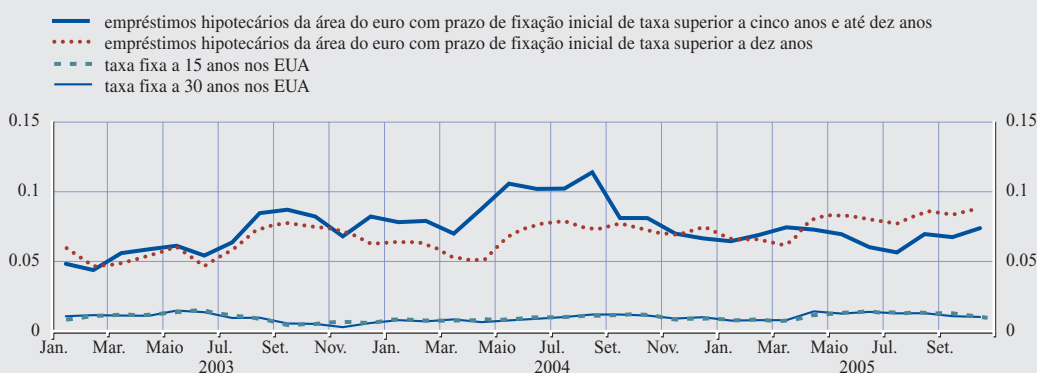
#### Gráfico A Dispersão das taxas variáveis e de curto prazo dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação e das taxas de mercado correspondentes entre as regiões dos Estados Unidos e entre os países da área do euro, respectivamente

(taxas das novas operações; coeficiente de variação)



**Gráfico B Dispersão das taxas de longo prazo dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação e das taxas de mercado correspondentes entre as regiões dos Estados Unidos e entre os países da área do euro, respectivamente**

(taxas das novas operações; coeficiente de variação)



Fontes: Freddie Mac (*Primary Mortgage Market Survey*) e BCE.

Notas: A fim de evitar qualquer comportamento espúrio nas taxas devido a volumes baixos/voláteis, a dispersão na área do euro foi calculada incluindo apenas os países onde os volumes são significativos. Os dados para os Estados Unidos medem a dispersão entre as cinco regiões (Nordeste; Sudeste; Centro Norte; Sudoeste; Oeste). Não é de excluir que alguma dispersão dentro das regiões (ou seja, entre estados) não seja captada e que, por conseguinte, as medidas de dispersão nos Estados Unidos sejam ligeiramente superiores se for incluída a dispersão intra-regional. Além disso, a dimensão das respectivas amostras pode influenciar o grau de dispersão.

Neste contexto, a dispersão a nível transfronteiras entre as taxas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação na área do euro era significativamente mais elevada do que a dispersão transregional das taxas hipotecárias nos Estados Unidos, no período entre Janeiro de 2003 e Outubro de 2005 (ver Gráficos A e B).

### ACTUAÇÃO COMO CATALIZADOR PARA ACTIVIDADES DO SECTOR PRIVADO

A iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*), criada e liderada pela ACI, a Associação dos Mercados Financeiros, promove a convergência de padrões nos fragmentados mercados de títulos de curto prazo europeus, através do cumprimento, por parte dos intervenientes no mercado, da Convenção de Mercado do STEP, que abrange a divulgação, documentação, liquidação e disponibilização de dados. A Federação Bancária Europeia (FBE) apoia a ACI nesta iniciativa desde Maio de 2005, e contribuirá directamente para o funcionamento do mercado STEP. Está previsto para o início de 2006 o primeiro programa classificado como STEP.

O BCE apoia esta iniciativa, actuando como catalizador, por exemplo proporcionando um fórum de discussão e divulgando a consulta pública da ACI no seu *site*. O Eurosistema

prestará também apoio operacional. Em Julho de 2004, o Conselho do BCE decidiu apoiar, em princípio, as actividades respeitantes à introdução de uma classificação STEP para os dois primeiros anos após o seu lançamento. O Secretariado do STEP, gerido pela Federação Bancária Europeia, procederá à classificação STEP, com o apoio de vários BCN da área do euro. O Conselho do BCE decidiu também, após verificação da eficiência no que refere ao processo de recolha, aceitar os pedidos para a produção e publicação de estatísticas STEP sobre as taxas de rendibilidade e os volumes, numa base contínua.

Em 2005, o BCE prestou apoio continuado ao projecto da Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA), promovendo principalmente a realização atempada do primeiro marco da Área Única de Pagamentos em Euros. Isso significa que os cidadãos da área do euro poderão, a partir de 1 de Janeiro de 2008, utilizar

instrumentos de pagamento da Área Única de Pagamentos em Euros para transferências de crédito, débitos directos e transacções com cartões, em paralelo com os instrumentos de pagamento nacionais já existentes. Além disso, o BCE acompanhou os trabalhos do sector bancário com o objectivo de alcançar um segundo marco, que envolve o estabelecimento de uma infra-estrutura completa da Área Única de Pagamentos em Euros para transferências de crédito, débitos directos e transacções com cartões até ao final de 2010. O BCE apoia activamente o Conselho Europeu de Pagamentos. A coordenação ao mais alto nível entre o Eurosistema e o Conselho Europeu de Pagamentos teve lugar em reuniões do Grupo de Contacto sobre a Estratégia de Pagamentos em Euros. A fim de assegurar o envolvimento de todos os interessados, o Eurosistema organizou várias reuniões com utilizadores finais da Área Única de Pagamentos em Euros, incluindo organizações de consumidores, pequenas e médias empresas, retalhistas e tesoureiros das empresas. Posteriormente, entrou em diálogo com bancos sobre a forma como melhor integrar as expectativas e requisitos destes grupos no projecto da Área Única de Pagamentos em Euros. O BCE reconheceu como sucesso importante os trabalhos do Conselho Europeu de Pagamentos sobre a definição de padrões e regras empresariais para os cartões, transferências de crédito e débitos directos da Área Única de Pagamentos em Euros, sublinhando o extenso volume de trabalho que ainda será necessário realizar para superar as barreiras nacionais e para fazer face às necessidades dos diferentes utilizadores finais. Tendo em vista a migração dos pagamentos nacionais para instrumentos da Área Única de Pagamentos em Euros a partir de 2008, o BCE iniciou um diálogo ao mais alto nível entre os bancos centrais do Eurosistema e as principais instituições de crédito na área do euro para assegurar o seu compromisso para com os investidores e a entrega de projectos da Área Única de Pagamentos em Euros.

O BCE realizou uma análise jurídica e económica das comissões de troca aplicadas

pelos esquemas de pagamentos por cartão na área do euro. Além disso, em estreita cooperação com os BCN, o BCE realizou também um inquérito, que abrange mais de 100 esquemas de pagamentos electrónicos diferentes na UE, recolhendo informações sobre pagamentos electrónicos inovadores, cujos resultados serão disponibilizados em 2006.

Na área da liquidação e compensação de títulos, verifica-se uma concorrência entre os participantes no mercado que oferecem soluções de integração diferentes. O Eurosistema, embora mantendo uma posição neutral relativamente às soluções, apoia fortemente uma maior integração. Neste contexto, foram organizados encontros semestrais com o Grupo de Contacto sobre as Infra-estruturas de Títulos, que reuniram representantes dos sectores bancário e de liquidação de títulos da área do euro, a fim de discutir a integração do sector da liquidação de títulos em euros. Foram também realizadas reuniões com organizações do sector. Além disso, o BCE participou no *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group* (Grupo Consultivo e de Acompanhamento em matéria de Compensação e Liquidação), bem como no *Legal Certainty Group* (Grupo de Certeza Jurídica), criados pela Comissão em 2004 e 2005, respectivamente, com o objectivo de apoiar a eliminação de 15 barreiras à integração identificadas pelo Grupo Giovannini, no que refere a práticas técnicas ou de mercado, procedimentos fiscais e questões legais.

O *European Master Agreement* (EMA) (acordo-quadro europeu) é uma iniciativa que permite a realização de transacções a nível transfronteiras com base num acordo quadro legal. Trata-se de um acordo multilingue, para múltiplas jurisdições e múltiplos produtos, cobrindo, em particular, acordos de recompra, transacções cambiais e transacções de derivados e empréstimos de títulos. O BCE, que participou na elaboração do EMA, tem-no utilizado desde 2001 com todas as suas contrapartes europeias na gestão de reservas e nos acordos de recompra de fundos próprios, bem como, desde Junho de

2005, nas transacções de derivados em 15 jurisdições europeias.

#### **ACONSELHAMENTO SOBRE O QUADRO REGULAMENTAR E LEGISLATIVO DO SISTEMA FINANCEIRO**

O Eurosistema contribuiu para as consultas públicas da Comissão Europeia sobre o *Green Paper on the priorities for financial services policy over the next five years* (Livro Verde sobre as prioridades para a política de serviços financeiros ao longo dos próximos cinco anos) (ver Secção 2.1 deste Capítulo), a melhoria do quadro da UE para os fundos de investimento (ver Secção 2.3 deste Capítulo), o crédito hipotecário na UE e os sistemas de compensação e de liquidação de títulos. O BCE participou ainda nos trabalhos da Comissão sobre um Novo Quadro Legal para Pagamentos, que tem como objectivo aumentar a eficiência e a segurança dos pagamentos através da remoção de barreiras técnicas e legais, e melhorar a protecção dos consumidores.

Em Março de 2005, o BCE adoptou um parecer sobre uma proposta de decisão do Conselho relativa à assinatura da Convenção de Haia sobre títulos detidos junto de um intermediário. O BCE sublinhou que a Convenção de Haia apresentava uma abordagem possível para identificar a localização de uma conta de títulos para efeitos de conflitos legais e afirmou que acolheria com agrado uma avaliação prévia abrangente do impacto da Convenção na UE. Uma tal avaliação não deveria prejudicar as iniciativas da Comunidade na área da compensação e liquidação ou a necessidade de uma reforma e harmonização substanciais da lei sobre títulos de registo escritural. Além disso, o BCE participou nas actividades do UNIDROIT – *International Institute for the Unification of Private Law* (Instituto Internacional para a unificação do direito privado), no âmbito de um projecto de convenção internacional sobre regras harmonizadas para títulos intermediados.

#### **PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE BANCA CENTRAL CONDUCENTES À INTEGRAÇÃO FINANCEIRA**

Em 2005, prosseguiram os trabalhos do TARGET2, a próxima geração do sistema TARGET (ver Secção 2.2 do Capítulo 2). O Eurosistema deu também os primeiros passos no sentido da introdução gradual de uma lista única no quadro de garantias do Eurosistema (ver Secção 1 do Capítulo 2). A nível mundial, o BCE participou também nos trabalhos relacionados com a análise de acordos de garantia transfronteiras. Estes trabalhos foram desenvolvidos por um grupo de trabalho promovido pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação do G10.

## 4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO

Um dos papéis estatutários do Eurosistema é o exercício da superintendência dos sistemas de pagamentos e de compensação. Esta função tem como objectivo assegurar que a organização geral dos fluxos de pagamentos na economia seja eficiente e segura. Além disso, o Eurosistema tem um interesse geral nos sistemas de liquidação e de compensação de títulos, dado que falhas durante a liquidação e guarda de activos poderiam pôr em perigo a execução da política monetária e o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos. O BCE contribuiu para o debate internacional sobre a superintendência em dois relatórios publicados pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CPSS), em Maio de 2005<sup>10</sup>.

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

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

#### TARGET

O quadro de superintendência do actual sistema TARGET foi integralmente implementado. No que respeita ao futuro sistema TARGET2, o quadro geral organizacional já está pronto. O BCE conduzirá e coordenará as actividades de superintendência dos bancos centrais no TARGET2. Os BCN serão os principais responsáveis pelas actividades de superintendência relativamente às características locais do sistema – sempre que essas características sejam apenas relevantes a nível interno – e participarão nas actividades de superintendência centrais. O desenvolvimento do sistema TARGET2 está a ser acompanhado

pelos superintendentes do TARGET e, tal como qualquer outro sistema de pagamentos de importâncias avultadas na área do euro, o TARGET2 terá que cumprir os padrões de superintendência do Eurosistema. Actualmente está em curso uma avaliação preliminar e abrangente da superintendência do TARGET2 na sua fase de concepção.

No início de 2005, os superintendentes do TARGET efectuaram uma avaliação da superintendência do SORBNET-EURO, o sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) em euros do Narodowy Bank Polski, antecipando a sua ligação ao TARGET através da Banca d’Italia e do seu sistema BI-REL. É esperada uma nova extensão do actual sistema TARGET no contexto do alargamento da UEM. Os SLBTR que tencionam ligar-se ao actual sistema TARGET, em conjunto com todas as outras infra-estruturas sistemicamente importantes do euro nos respectivos Estados-Membros, serão submetidos a avaliações de superintendência em conformidade com a política de superintendência comum do Eurosistema.

#### EURO1

O EURO1 é um sistema de liquidação pelos valores líquidos de importâncias avultadas para pagamentos em euros, sendo propriedade e operado por uma entidade privada, a *EBA Clearing Company*. Em 2005, a superintendência do EURO1 concentrou-se na solidez jurídica do sistema. Com o objectivo de preparar o EURO1 para a adesão de bancos dos novos Estados-Membros da UE, o operador do sistema solicitou pareceres jurídicos nas respectivas jurisdições para verificar se o EURO1 continuará a respeitar o Princípio Fundamental I (“solidez jurídica”). Esses pareceres jurídicos foram analisados pelo BCE na sua qualidade de superintendente do EURO1. Essa análise

<sup>10</sup> Ver os relatórios do BIS intitulados “*Central bank oversight of payment and settlement systems*” (Superintendência dos bancos centrais relativamente aos sistemas de pagamentos e de liquidação) e “*New developments in large-value payment systems*” (Novos desenvolvimentos nos sistemas de pagamentos de importâncias avultadas).

revelou algumas insuficiências de carácter geral na legislação nacional dos países em questão, as quais poderão também ter impacto na solidez de outros sistemas de pagamentos nesses países. Estas questões têm sido acompanhadas pelo BCE em estreita colaboração com os respectivos BCN.

### SISTEMA DE LIQUIDAÇÃO EM CONTÍNUO

O Sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement – CLS*) liquida transacções cambiais em 15 moedas numa base de pagamento-contra-pagamento, eliminando assim em grande parte o risco de liquidação cambial.

Em Dezembro de 2005, o CLS liquidou uma média de 194 000 transacções por dia, com um valor médio diário equivalente a USD 2 600 mil milhões<sup>11</sup>. Depois do dólar dos EUA, o euro é a moeda de liquidação mais importante. Em Dezembro de 2005, as liquidações em euros no CLS ascenderam, em média, a €429 mil milhões por dia, representando 20% das liquidações totais em termos de valor (as liquidações em dólares dos EUA representavam 47%). A percentagem do euro diminuiu ligeiramente em comparação com Dezembro de 2004, devido ao número mais elevado de moedas liquidadas no CLS.

Em 2006, o BIS vai lançar um estudo entre os principais participantes no mercado cambial, com o objectivo de identificar os métodos de mitigação do risco por eles utilizados para reduzir o risco de liquidação cambial. Os resultados desse estudo constituirão a base de uma avaliação por parte dos bancos centrais da estratégia do G10 para reduzir o risco de liquidação cambial, como definida num relatório do BIS, publicado em 1996, intitulado “*Settlement risk in foreign exchange transactions*” (Risco de liquidação nas transacções cambiais). As medidas implementadas desde 1996 serão avaliadas para determinar se têm sido bem sucedidas ou se são necessárias medidas regulamentares para alcançar níveis aceitáveis de risco de liquidação cambial.

### SWIFT

A SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) é uma sociedade cooperativa de responsabilidade limitada que presta serviços de troca segura de mensagens financeiras a mais de 7 500 instituições financeiras.

Em 2005, os bancos centrais que colaboram na superintendência do SWIFT reforçaram os acordos práticos de superintendência. Os dois princípios básicos da criação inicial da superintendência do SWIFT mantêm-se válidos, ou seja, o conceito de superintendência cooperativa com o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, na qualidade de superintendente principal, e o conceito de persuasão moral para introduzir alterações. No âmbito destes acordos, em Fevereiro de 2005, o BCE e o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique acordaram formalmente a sua cooperação na superintendência do SWIFT.

### CONTINUIDADE OPERACIONAL

Em 10 de Maio de 2005, o BCE publicou para consulta pública um documento de trabalho intitulado “*Payment systems business continuity*” (Continuidade operacional dos sistemas de pagamentos). Este documento contém linhas de orientação sobre a implementação da continuidade operacional de sistemas de pagamentos sistemicamente importantes, baseadas no Princípio Fundamental VII. Este documento concentra a sua atenção nos elementos principais da continuidade operacional, tais como, estratégia, planeamento, gestão de crises e testes. Os comentários recebidos serão tomados em consideração na finalização do documento, prevista para 2006. Uma vez concluído, o referido documento deverá ser aplicado na concepção e funcionamento dos acordos de continuidade operacional para sistemas de pagamentos

<sup>11</sup> Cada transacção cambial implica duas transacções, uma para cada moeda envolvida. Assim, em Dezembro de 2005, o CLS liquidou transacções com um valor médio diário equivalente a USD 1 300 mil milhões (cerca de €1 100 mil milhões).

sistemicamente importantes e nas avaliações de superintendência conduzidas pelo Euro-sistema.

## 4.2 SERVIÇOS DE PAGAMENTOS DE RETALHO

### SUPERINTENDÊNCIA DOS SISTEMAS DE PAGAMENTOS DE RETALHO

Os 15 sistemas de pagamentos de retalho do euro identificados como tendo importância sistêmica ou grande importância (com base nos “Padrões de Superintendência para os Sistemas de Pagamentos de Retalho Operando em Euros”, adotados pelo Conselho do BCE em 2003) foram avaliados face aos Princípios Fundamentais aplicáveis pelo Eurosistema em 2004 e 2005. Dois sistemas com importância sistêmica e um sistema de grande importância cumpriam todos os Princípios Fundamentais (*Core Principles*) aplicáveis. Os outros sistemas revelaram deficiências no tocante a um ou mais Princípios Fundamentais. Contudo, as avaliações reflectem a situação no final de Junho de 2004, e as deficiências – com grau variável de gravidade – estão a ser alvo de rectificação<sup>12</sup>.

## 4.3 COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O Eurosistema tem um interesse particular no bom funcionamento dos sistemas de liquidação e compensação de títulos e respectiva superintendência. Primeiro, avalia o cumprimento por parte dos sistemas de liquidação de títulos (SLT) na área do euro dos “Padrões para a utilização de sistemas de liquidação de títulos da UE em operações de crédito do SEBC” (conhecidos por “Padrões do utilizador do Eurosistema”)<sup>13</sup>, bem como as ligações entre esses SLT. Segundo, coopera com outras autoridades responsáveis pela regulamentação e superintendência dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos a nível da UE.



### AValiação DOS SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS FACE AOS PADRÕES DO UTILIZADOR

No contexto das avaliações regulares dos SLT, em 2004, o Eurosistema recomendou que fosse implementado um novo acordo relativo à emissão, custódia e liquidação de títulos de dívida internacionais. Esses títulos, emitidos conjuntamente nas duas centrais de depósito de títulos internacionais (CDTI), ou seja, Euroclear Bank (Bélgica) e Clearstream Banking Luxembourg, representam uma parte significativa dos títulos elegíveis para operações de crédito do Eurosistema. Em 2005, as CDTI, em conjunto com outros participantes no mercado, deram início a um trabalho preparatório para a implementação do acordo respeitante ao “Novo Certificado de Dívida Global – NCDG” (*New Global Note – NGN*). Nesta nova estrutura, uma nova forma de certificado de dívida global ao portador – o NCDG – representará a emissão de títulos. Nos termos do NCDG, o registo legal do

12 Ver o relatório do BCE intitulado “*Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles*” (Avaliação dos sistemas de pagamentos de retalho da área do euro face aos Princípios Fundamentais aplicáveis), Agosto de 2005.

13 Na ausência de padrões de superintendência harmonizados a nível da UE, os padrões do utilizador do Eurosistema têm sido considerados como padrões comuns *de facto* para os SLT da UE e, como tal, são tratados neste capítulo. Não obstante, os padrões do utilizador não se destinam a ser um conjunto abrangente de padrões para a superintendência ou supervisão dos SLT.



endividamento do emitente será da responsabilidade das CDTI. Para mais informações sobre o acordo relativo a NCDG, consultar, por exemplo, os *sites* das CDTI. A implementação do novo acordo está prevista para 30 de Junho de 2006.

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

Em 2001, o Conselho do BCE aprovou um quadro de cooperação para os sistemas de compensação e de liquidação de títulos entre o SEBC e o CESR. Foi criado um grupo de trabalho, constituído por um representante de cada banco central do SEBC e de cada autoridade de regulamentação de valores mobiliários no CESR. Utilizando como base as recomendações para os SLT feitas pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) e pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CPSS) (conhecidas por “Recomendações CPSS-IOSCO”), este grupo de trabalho preparou um relatório consultivo sobre “*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*” (Padrões para a compensação e liquidação de títulos na União Europeia)<sup>14</sup>, aprovado para consulta pública pelo Conselho do BCE e pelo CESR em Outubro de 2004. Este relatório consultivo contém 19 padrões<sup>15</sup> destinados a aumentar a segurança, solidez e eficiência da compensação e da liquidação de títulos na UE. Em comparação com as Recomendações CPSS-IOSCO, os padrões SEBC-CESR procuram aprofundar e reforçar os requisitos em algumas áreas devido a algumas características específicas dos mercados europeus. O objectivo global dos padrões SEBC-CESR consiste em promover a segurança e a eficiência das infra-estruturas de mercado, dinamizando a integração e a competitividade dos mercados de capitais da UE. O trabalho da Comissão Europeia nesta área foi tomado em consideração.

Desde Outubro de 2004, o grupo tem prosseguido o seu trabalho nos quatro domínios seguintes: (i) desenvolvimento da metodologia

de avaliação para os padrões dos SLT, (ii) desenvolvimento de padrões e de uma metodologia para a avaliação das contrapartes centrais, (iii) análise de questões relacionadas com os custodiantes e (iv) análise de matérias com interesse no que respeita à cooperação entre autoridades de regulamentação, de supervisão e de superintendência.

O grupo de trabalho tem conduzido o seu trabalho de forma aberta e transparente. Em 2005, realizou várias reuniões com representantes dos sectores bancário e de compensação e liquidação de títulos para discutir questões específicas e promover o melhor entendimento mútuo das práticas do sector e das preocupações das autoridades relativamente ao risco. Para além disso, tem havido uma cooperação crescente entre bancos centrais e autoridades de regulamentação de títulos, por um lado, e autoridades de supervisão bancária, por outro.

<sup>14</sup> Disponível no *site* do BCE.

<sup>15</sup> Disponíveis no *site* do BCE.



**Artista**

Maria Hedlund

**Título**

Loosing Ground, 2003

**Material**

4 c-prints em alumínio

**Formato**

85 x 76 cm cada

© BCE e a artista



## CAPÍTULO 4

# RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS

## I QUESTÕES EUROPEIAS

Em 2005, o BCE manteve contactos regulares com instituições e organismos da UE. O Presidente do BCE participou em reuniões do Conselho ECOFIN quando foram discutidas questões relacionadas com as atribuições e os objectivos do SEBC. O Presidente do Eurogrupo e um membro da Comissão Europeia participaram, sempre que considerado adequado, em reuniões do Conselho do BCE. O Presidente e o Vice-Presidente do BCE também participaram em reuniões do Eurogrupo, que tem continuado a constituir um fórum importante para um diálogo de política aberto e informal entre o BCE, os ministros das finanças dos países da área do euro e a Comissão.

### I.1 QUESTÕES DE POLÍTICA

#### O PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

Em 2005, verificou-se que 12 Estados-Membros da UE (ver também Secção 2.5 do Capítulo 1) se encontravam numa situação de défice excessivo. Na área do euro, foram accionados ou prosseguiram os procedimentos relativos aos défices excessivos para a Alemanha, Grécia, França, Itália e Portugal, tendo sido revogado este procedimento no caso dos Países Baixos. Em Janeiro de 2005, o Conselho ECOFIN acordou que, à luz de uma análise efectuada pela Comissão Europeia, não seriam necessárias nesta fase iniciativas adicionais em relação à França e à Alemanha ao abrigo do procedimento relativo aos défices excessivos. O Conselho ECOFIN alertou a Grécia em Fevereiro de 2005, advertindo este país no sentido de pôr termo à situação de défice excessivo o mais rapidamente possível e, o mais tardar, até 2006. Em Julho de 2005, o Conselho ECOFIN pediu à Itália que corrigisse o seu défice excessivo, o mais tardar, até 2007, concedendo-lhe um prazo alargado face a circunstâncias especiais. Em relação a Portugal, o Conselho ECOFIN, em Setembro de 2005, fixou um prazo alargado, o mais tardar, até 2008, atendendo igualmente a circunstâncias especiais. Em Janeiro de 2006, o Conselho ECOFIN decidiu que existia um défice excessivo no Reino Unido, tendo pedido a este país para pôr termo à situação de défice

excessivo o mais rapidamente possível e, o mais tardar, até 2006/07. Entre os novos Estados-Membros, a República Checa, Chipre, Hungria, Malta, Polónia e Eslováquia foram sujeitos a procedimentos relativos aos défices excessivos. A situação orçamental na Hungria deteriorou-se rapidamente ao longo do ano e, em 8 de Novembro, o Conselho ECOFIN declarou que as medidas tomadas por este país eram inadequadas. Novas medidas relacionadas com os procedimentos relativos aos défices excessivos dos Estados-Membros dependerão da execução orçamental em 2005, bem como dos planos e das medidas de consolidação dos países relativamente aos seus compromissos para 2006 e anos seguintes.

As regras processuais estabelecidas no Pacto de Estabilidade e Crescimento foram reformadas durante o ano de 2005. Na sequência de discussões técnicas em curso desde meados de 2004, o Conselho ECOFIN alcançou um acordo político em 20 de Março de 2005, tendo enviado um relatório ao Conselho Europeu intitulado *“Improving the implementation of the Stability and Growth Pact”* (Melhoria da implementação do Pacto de Estabilidade e Crescimento). Depois da sua aprovação política pelo Conselho Europeu, o Conselho ECOFIN concluiu a análise formal do Pacto e reformulou os Regulamentos do Conselho relativos ao Pacto de Estabilidade e Crescimento<sup>1</sup>. Em Outubro de 2005, o Conselho ECOFIN também aprovou um Código de Conduta revisto, o qual contém especificações e orientações de carácter processual respeitantes à implementação do Pacto. A Comissão Europeia e os fóruns relevantes da UE prosseguiram, ao longo do ano, o trabalho sobre questões processuais e metodológicas relacionadas com o Pacto reformado.

<sup>1</sup> Em 27 de Junho de 2005, foram adoptados dois novos Regulamentos do Conselho: Regulamento (CE) n.º 1055/2005 do Conselho, que altera o Regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho relativo ao reforço da supervisão das situações orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas e Regulamento (CE) n.º 1056/2005 do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 1467/97 do Conselho relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos.

As alterações ao Pacto incluem a introdução de objectivos orçamentais de médio prazo, específicos para cada país, com trajectórias de ajustamento que dão ênfase aos esforços de consolidação em épocas favoráveis em termos económicos. Tal insere-se na denominada “componente preventiva” do Pacto. Foram igualmente introduzidas alterações no quadro dos procedimentos relativos aos défices excessivos, ou seja, a componente correctiva. Um período de grande abrandamento económico, durante o qual um país fica isento do procedimento relativo aos défices excessivos, foi agora definido como um período com uma taxa de crescimento anual do PIB real negativa ou como uma perda acumulada do produto durante um período prolongado de crescimento anual do PIB real muito baixo em relação ao crescimento potencial. Além disso, se um défice se mantiver próximo do valor de referência de 3% do PIB e o excesso for temporário, podem ser tidos em consideração outros factores relevantes para avaliar se um défice é excessivo e para a fixação do prazo inicial para a sua correcção. A trajectória de ajustamento necessária para a correcção de um défice excessivo deve ser definida de acordo com um referencial de melhoria anual mínima do saldo corrigido do ciclo do país em questão, equivalente a 0.5% do PIB, líquido de medidas extraordinárias e temporárias. O prazo pode ser revisto se for reemitida uma recomendação ou um aviso do Conselho, à luz de acontecimentos económicos adversos inesperados com grandes efeitos desfavoráveis sobre o orçamento, desde que sejam tomadas medidas efectivas pelo Estado-Membro em questão. Mais, foram

prorrogados alguns prazos processuais. No que respeita à governação, o Pacto reformado fomenta a cooperação mais estreita e o melhor apoio e pressão por parte dos pares entre os Estados-Membros, a Comissão Europeia e o Conselho da UE. Também apela ao desenvolvimento de regras orçamentais nacionais, à continuidade dos objectivos orçamentais quando toma posse um novo governo e ao maior envolvimento dos parlamentos nacionais no quadro orçamental global europeu. Por último, sublinha que a implementação do quadro orçamental e a sua credibilidade assentam essencialmente em previsões macroeconómicas realistas e em estatísticas orçamentais fiáveis (ver também Secção 4.3 do Capítulo 2).

O BCE não é signatário do Pacto de Estabilidade e Crescimento e não tem um papel formal na definição e na implementação dos seus procedimentos. Não obstante, o BCE participou no debate sobre a reforma do Pacto e chamou com insistência a atenção para a necessidade de um quadro sólido de política orçamental no seio da UEM, orientado para a disciplina orçamental. O BCE argumentou que o Pacto, na sua forma original, tinha sido adequado e que seria pouco prudente alterar os textos jurídicos no que respeita à sua componente correctiva. O BCE também salientou que a componente preventiva do Pacto poderia ser melhorada. O Conselho do BCE tornou pública uma declaração sobre o acordo da reforma, em Março 2005, e emitiu pareceres sobre as propostas legislativas da Comissão Europeia, em Junho de 2005 (ver Caixa 12).

## Caixa 12

### DECLARAÇÕES PÚBLICAS DO BCE SOBRE A REFORMA DO PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

#### Declaração do Conselho do BCE de 21 de Março de 2005

“O Conselho do BCE está seriamente preocupado com as alterações propostas para o Pacto de Estabilidade e Crescimento. É indispensável evitar que as alterações à componente correctiva comprometam a confiança no quadro orçamental da União Europeia e na sustentabilidade das finanças públicas nos Estados-Membros da área do euro. No que respeita à componente

preventiva do Pacto, o Conselho do BCE toma igualmente nota de algumas modificações propostas que estão em consonância com o seu possível reforço. Políticas orçamentais sólidas e uma política monetária orientada para a estabilidade de preços são fundamentais para o êxito da União Económica e Monetária, constituindo os requisitos prévios para a estabilidade macroeconómica, o crescimento e a coesão na área do euro. É imperativo que os Estados-Membros, a Comissão Europeia e o Conselho da União Europeia implementem o quadro revisto de uma forma rigorosa e consistente que conduza a políticas orçamentais prudentes. Mais do que nunca, é essencial que, nas presentes circunstâncias, todas as partes envolvidas assumam as suas responsabilidades. O Conselho do BCE garante ao público e aos mercados que continua firmemente empenhado em cumprir o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços.”

#### **Excerto do parecer do BCE de 3 de Junho de 2005 sobre uma proposta de alteração a Regulamentos do Conselho**

“Uma política orçamental sólida é essencial para o êxito da União Económica e Monetária (UEM) e constitui o pressuposto da estabilidade macroeconómica, do crescimento e da coesão na área do euro. O quadro orçamental consagrado no Tratado e no Pacto de Estabilidade e Crescimento é a pedra angular da UEM sendo, portanto, fundamental para a manutenção das expectativas de disciplina orçamental. Este quadro baseado em regras, que visa assegurar a sustentabilidade das finanças públicas permitindo, em simultâneo, a correcção das flutuações do produto através do funcionamento dos estabilizadores automáticos, deve permanecer claro, simples e exequível. A observância destes princípios promoverá também a transparência e a igualdade de tratamento na aplicação do quadro orçamental.”

A reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento cria uma oportunidade para um novo compromisso em termos da condução e execução de políticas orçamentais sólidas que respondam aos desafios orçamentais quer a curto quer a mais longo prazo. Contudo, é essencial que os Estados-Membros, a Comissão Europeia e o Conselho da UE implementem o quadro revisto de forma rigorosa e consistente, que seja conducente a políticas orçamentais sólidas.

#### **A ESTRATÉGIA DE LISBOA**

Em Março de 2005, o Conselho Europeu concluiu a revisão intercalar da estratégia de Lisboa, o programa alargado de reformas económicas, sociais e ambientais da UE. A revisão intercalar foi efectuada a meio do período entre 2000, ano em que a estratégia foi adoptada, e 2010, ano-limite para transformar a UE na “economia mais dinâmica e competitiva do mundo, baseada no conhecimento, capaz de

garantir um crescimento económico sustentável, com mais e melhores empregos e com maior coesão social”. No contexto de um objectivo tão ambicioso, conjugado com a relativamente fraca implementação da estratégia até então observada, o Conselho Europeu da Primavera de 2005 decidiu relançar a estratégia de Lisboa e proceder a uma reorientação das prioridades para o crescimento e o emprego. Também aprovou o novo quadro de governação, com o objectivo de melhorar a realização de reformas.

O conteúdo da estratégia manteve-se basicamente inalterado. Contudo, embora mantendo a dimensão económica, social e ambiental da estratégia, os Chefes de Estado ou de Governo e o Presidente da Comissão Europeia identificaram quatro prioridades de política globais para avançar com as reformas: encorajar o conhecimento e a inovação, tornar a UE numa área atractiva para investir e trabalhar,



dinamizar o crescimento e o emprego com base na coesão social e promover o desenvolvimento sustentável.

Considerando que a principal insuficiência da estratégia de Lisboa tem sido a deficiente realização de reformas estruturais, o Conselho Europeu deu maior ênfase à melhoria do quadro de governação da estratégia. Assim, foram feitas alterações no que respeita às regras e aos procedimentos que regem a formulação e a implementação da estratégia, destinadas a racionalizar os processos de coordenação de política ao longo do tempo, nas várias áreas de política e entre a UE e os países a nível individual. Este novo quadro de governação também se destina a melhorar a consistência dos programas, reporte e avaliação nacionais.

Em termos práticos, estas alterações significam que as Orientações Gerais para as Políticas Económicas e as Orientações para o Emprego passarão a fazer parte de um mesmo conjunto, conhecido por “Orientações Integradas para o Crescimento e o Emprego”. O primeiro conjunto de orientações foi adoptado em Junho de 2005 e será válido por um período de três anos (2005-2008). No Outono de 2005, os Estados-Membros adoptaram programas nacionais de reforma baseados nas Orientações Integradas e nomearam “coordenadores nacionais de Lisboa”, representantes governamentais ao mais alto nível, cujas atribuições consistem em melhorar a coordenação interna das acções relacionadas com a estratégia. Os programas apresentam um plano pormenorizado das políticas de reforma dos Estados-Membros até 2008, tendo em consideração a respectiva situação e necessidades particulares. Também incluem a implementação de reformas, reunindo num documento único, entre outros, os antigos

relatórios nacionais sobre o emprego e as reformas estruturais dos mercados do produto e de capitais (os “Relatórios de Cardiff”). Para além disso, a Comissão Europeia adoptou o Programa comunitário de Lisboa, em Julho de 2005, que engloba todas as acções relacionadas com Lisboa a emprender a nível comunitário nos próximos três anos. O progresso realizado será avaliado de modo mais integrado pela Comissão, através de um relatório de progresso anual. O primeiro desses relatórios foi adoptado pela Comissão em Janeiro de 2006. O relatório registou com satisfação os programas nacionais de reforma e apelou à sua rigorosa implementação.

A característica mais notável do novo quadro de governação consiste na ênfase que dá à crescente responsabilidade nacional na realização de reformas. Tal é considerado essencial à implementação da estratégia, uma vez que a concepção das reformas estruturais e, ainda em maior escala, a sua implementação constituem na sua maior parte prerrogativa dos Estados-Membros. Assim, os Estados-Membros devem estar profundamente empenhados no cumprimento das políticas que aprovam a nível nacional e a nível da UE, devendo consultar, tal como fizeram no caso dos respectivos programas nacionais de reforma, os intervenientes – como por exemplo, os parlamentos nacionais e os parceiros sociais – na preparação e implementação dessas políticas a nível nacional. Por sua vez, essa “propriedade” nacional das reformas a realizar deverá melhorar os resultados da sua implementação nos Estados-Membros.

O BCE atribui grande importância à implementação da estratégia de Lisboa e contribui para o seu sucesso prosseguindo uma



política monetária orientada para a estabilidade. O BCE sempre salientou os benefícios das reformas estruturais e regista com apreço os esforços realizados pelos governos e parceiros sociais neste domínio. Tendo por base a Agenda de Lisboa e o grande respeito pelos compromissos assumidos, os Estados-Membros podem iniciar um ciclo virtuoso de reformas. Como previsto na estratégia, a implementação de reformas estruturais bem concebidas nos mercados do produto, serviços, trabalho e capitais aumentará a flexibilidade da economia da área do euro, tornando-a mais resistente a choques económicos e dando origem, em última instância, a uma taxa de crescimento de longo prazo sustentável mais elevada e a um maior nível de emprego. A revisão intercalar foi um passo importante na revitalização da estratégia. Considerando que até ao presente a implementação a nível global tem sido heterogénea, são necessários maiores esforços para alcançar os objectivos definidos para enfrentar os desafios da globalização e do envelhecimento da população.

## 1.2 QUESTÕES INSTITUCIONAIS

### A CONSTITUIÇÃO EUROPEIA

Após a assinatura do Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa (Constituição Europeia) pelos Chefes de Estado ou de Governo, em 29 de Outubro de 2004, em Roma, os Estados-Membros deram início a um processo de ratificação, em conformidade com os respectivos requisitos constitucionais. Até à data, 15 Estados-Membros, representando mais de 50% da população da UE, ratificaram a Constituição Europeia ou estão próximo da sua conclusão formal: Bélgica, Alemanha, Estónia, Grécia, Espanha, Itália, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Hungria, Malta, Áustria, Eslovénia e Eslováquia.

Em França e nos Países Baixos, a Constituição Europeia foi submetida a um referendo (vinculativo no caso de França e não vinculativo no caso dos Países Baixos), não conseguindo obter apoio maioritário por cerca de 5 pontos

percentuais em França e cerca de 12 pontos percentuais nos Países Baixos. A partir daí, vários Estados-Membros suspenderam o processo de ratificação.

Neste contexto, o Conselho Europeu considerou a ratificação da Constituição na reunião realizada em 16 e 17 de Junho de 2005, durante a qual os Chefes de Estado ou de Governo adoptaram uma declaração lembrando que a Constituição se destina “a dar resposta adequada para assegurar um funcionamento mais democrático, mais transparente e mais eficaz de uma União Europeia alargada”. Registando os resultados dos referendos realizados em França e nos Países Baixos, o Conselho Europeu considerou que os mesmos não põem em causa a fidelidade dos cidadãos à construção europeia. Ao mesmo tempo, o Conselho Europeu considerou que estes resultados expressaram preocupações dos cidadãos, justificando-se um período de reflexão durante o qual será realizado em cada Estado-Membro um amplo debate. As instituições europeias deverão igualmente dar o seu contributo para o debate. Embora o Conselho Europeu tenha acordado que o calendário da ratificação em cada Estado-Membro possa ser alterado se necessário, os últimos acontecimentos não põem em causa a razão de ser da continuação do processo de ratificação. O Conselho Europeu tenciona voltar a abordar esta questão durante o primeiro semestre de 2006, a fim de definir uma perspectiva mais clara para o futuro e decidir sobre a forma como prosseguir.

Na opinião do BCE, a Constituição Europeia clarifica o enquadramento jurídico e institucional da UE e melhora a capacidade da UE de actuar a nível quer europeu quer internacional, confirmando o quadro monetário existente. Por conseguinte, o BCE apoia a Constituição. Contudo, é de salientar que o processo de ratificação da Constituição não terá impacto no funcionamento da União Monetária e não afectará a estabilidade do euro. O BCE, quer ao abrigo do Tratado actualmente em vigor, quer da Constituição Europeia, continuará a assegurar o valor do euro e a

contribuir para uma conjuntura macroeconómica não inflacionista conducente ao crescimento e ao emprego.

### **I.3 EVOLUÇÃO E RELAÇÕES COM OS PAÍSES ADERENTES E OS PAÍSES EM FASE DE ADESÃO À UE**

Um dos objectivos primordiais do BCE nas suas relações com os bancos centrais dos países aderentes e dos países em fase de adesão à UE consiste em contribuir para um processo de integração monetária sem problemas em conformidade com os procedimentos previstos no Tratado. Em consequência, como é natural, as relações entre o BCE e os bancos centrais desses países intensificaram-se, paralelamente aos progressos globais realizados pelos países no sentido da adesão à UE.

Depois da assinatura pela Bulgária e pela Roménia do Tratado de Adesão, no Luxemburgo, em 25 de Abril de 2005, os governadores dos bancos centrais destes dois países têm assistido às reuniões do Conselho Geral do BCE com estatuto de observadores, enquanto especialistas destes dois bancos centrais têm participado como observadores nas reuniões dos Comitês do SEBC (ver Secção 1.4 do Capítulo 7).

O BCE reforçou as relações bilaterais com os bancos centrais da Bulgária e da Roménia, a fim de contribuir para a sua integração harmoniosa no SEBC após a adesão à UE. O Eurosistema no seu conjunto continuou a apoiar a preparação destes países através de projectos de assistência técnica, com esquemas de financiamento geminado com a UE. Estas actividades concentraram-se, essencialmente, nas estatísticas, questões jurídicas, sistemas de pagamentos, política monetária e questões operacionais, mas também abrangeram outras áreas da banca central, tais como, estabilidade e supervisão financeiras, notas de banco, auditoria interna e tecnologias de informação.

A data de adesão da Bulgária e da Roménia à UE está prevista para 1 de Janeiro de 2007;

contudo, o Tratado de Adesão inclui uma “cláusula de salvaguarda”, que permite o adiamento da adesão por um ano, se houver evidência clara que os progressos realizados na preparação para a adesão à UE são insuficientes para satisfazer as condições de adesão. A Comissão Europeia publicou um relatório de acompanhamento em Outubro de 2005, segundo o qual, apesar dos progressos realizados, ainda existem algumas áreas que suscitam séria preocupação. Entre estas incluem-se o combate contra a corrupção e questões ligadas ao funcionamento do mercado interno e à segurança da UE (por exemplo, segurança dos produtos alimentares e controlo das fronteiras externas). A Comissão Europeia continuou a acompanhar de perto a Bulgária e a Roménia e deverá fazer a sua recomendação definitiva na Primavera de 2006. Com base nessa recomendação, o Conselho Europeu tomará então uma decisão sobre a data de adesão à UE.

De acordo com a decisão do Conselho Europeu de Dezembro de 2004, as negociações de adesão com a Turquia foram abertas em 3 de Outubro de 2005, depois do quadro de negociações ter sido adoptado pelo Conselho da UE. O BCE prosseguiu o diálogo de política ao mais alto nível com o Central Bank of the Republic of Turkey, incluindo a realização de reuniões anuais a nível da Comissão Executiva. Neste contexto, o Vice-Presidente chefou uma delegação do BCE à Turquia em Julho de 2005. As discussões centraram-se na reforma estrutural e no processo de estabilização macroeconómica, política monetária e cambial do Central Bank of the Republic of Turkey, situação económica na área do euro e papel dos bancos centrais na estabilidade financeira.

Em 13 de Dezembro de 2004, o Conselho da UE decidiu que as negociações de adesão com a Croácia teriam início em 17 de Março de 2005, na condição de existir plena colaboração do país com o Tribunal Penal Internacional para a ex-Jugoslávia (TPIJ). Como a colaboração foi considerada insuficiente, a UE adiou a abertura das negociações. Em 3 de Outubro de 2005, a

UE considerou que as autoridades croatas colaboravam plenamente com o referido Tribunal Penal Internacional e decidiu abrir as negociações. O BCE reforçou as suas relações bilaterais com o Croatian National Bank, tendo a primeira visita oficial do BCE, a nível da Comissão Executiva, sido efectuada em Março de 2005. Anualmente serão realizadas reuniões bilaterais, em Frankfurt, até a Croácia assinar o Tratado de Adesão.

## 2 QUESTÕES INTERNACIONAIS

### 2.1 PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

#### SUPERVISÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS NA ECONOMIA MUNDIAL

Dada a integração económica e financeira da área do euro na economia mundial, o Eurosistema acompanha de perto e analisa as políticas macroeconómicas e desenvolvimentos subjacentes em países fora da área do euro. Também participa na supervisão internacional conduzida por organizações e fóruns internacionais, a qual tem lugar sobretudo nas reuniões do FMI, da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e dos ministros das finanças e dos governadores dos bancos centrais do G7, G10 e G20, bem como nas reuniões bimensais do BIS de governadores dos bancos centrais. Em algumas instituições e fóruns, o BCE tem estatuto de membro (por exemplo, no caso do G20) em outras de observador (nomeadamente, no caso do FMI). O BCE avalia a evolução da política económica internacional, a fim de contribuir para uma conjuntura macroeconómica estável e políticas macroeconómicas sólidas.

Em 2005, a conjuntura internacional foi dominada pelo aumento, a nível mundial, dos desequilíbrios da balança corrente. O grande défice da balança corrente dos Estados Unidos continuou a aumentar ao longo do ano. Ao mesmo tempo, os excedentes da balança corrente na Ásia continuaram a ser significativos, atingindo cerca de 0.8% do PIB mundial, registando-se um aumento substancial do excedente da China, que compensou a redução nos restantes países emergentes da Ásia e no Japão. A importância do papel dos países exportadores de petróleo tem sido cada vez maior no que respeita aos desequilíbrios mundiais devido ao pico dos preços do petróleo. Em 2005, o excedente da balança corrente destes países, que se situava em cerca de 1% do PIB mundial, ultrapassou o da Ásia. As economias asiáticas e exportadoras de petróleo também continuaram a acumular montantes consideráveis de activos de reserva. A

acumulação de reservas foi particularmente elevada no caso da China, situando-se em cerca de USD 200 mil milhões (cerca de €165 mil milhões).

Em várias ocasiões, o Eurosistema continuou a dar ênfase às incertezas e aos riscos relacionados com a continuação desses desequilíbrios e a apoiar integralmente uma abordagem cooperativa desta questão, de acordo com a qual todas as economias devem contribuir para um ajustamento regular dos desequilíbrios existentes. Esta agenda de política internacional inclui políticas destinadas a aumentar a poupança nos países deficitários, implementar reformas estruturais nos países com crescimento potencial relativamente baixo e promover a flexibilidade cambial em grandes países e regiões que revelam falta dessa flexibilidade. Neste particular, o BCE acolheu com agrado a decisão tomada pelas autoridades chinesas, em Julho de 2005, de adoptar um novo regime cambial de flutuação controlada. O BCE considerou que esta alteração no sentido de uma maior flexibilidade é desejável para o melhor funcionamento da economia mundial e espera que este novo regime cambial contribua para a estabilidade financeira mundial.

Os fluxos de capitais para as economias dos mercados emergentes, as quais são acompanhadas continuamente pelo BCE devido à sua importância para a estabilidade financeira internacional, mantiveram-se robustos em 2005, tal como o desempenho económico desses países em geral. Os factores externos cruciais para esta evolução foram condições favoráveis de financiamento externo, os elevados preços internacionais de exportação de matérias-primas e o forte crescimento do PIB real nos Estados Unidos e na China. O reforço das políticas internas, condições de financiamento acomodáticas e o interesse crescente por parte dos investidores internacionais permitiu que alguns mutuários dos mercados emergentes tenham recorrido fortemente aos mercados obrigacionistas internacionais, emitindo, pela primeira vez, títulos em moeda nacional. Os diferenciais das obrigações dos mercados

emergentes – depois de terem aumentado temporariamente em Abril, devido nomeadamente a receios de uma subida da inflação nos Estados Unidos e a um aumento da aversão ao risco por parte dos investidores, resultante da redução nas notações de crédito de algumas empresas dos Estados Unidos – voltaram a registar, ainda nesse ano, níveis baixos segundo padrões históricos.

Por último, a própria área do euro encontra-se sujeita a exercícios internacionais de supervisão de políticas. Quer o FMI quer a OCDE realizam as suas análises regulares da área do euro, em suplemento à análise individual de cada país da área do euro. As análises examinam a política económica, financeira e monetária da área do euro. As consultas ao abrigo do Artigo IV do FMI e a análise do Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento da OCDE proporcionaram uma oportunidade para um intercâmbio proveitoso de opiniões entre estas organizações internacionais e o BCE, a presidência do Eurogrupo e a Comissão Europeia. Na sequência destas discussões, quer o FMI quer a OCDE prepararam um relatório avaliando as políticas da área do euro<sup>2</sup>.

#### ARQUITECTURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

O FMI está actualmente a fazer uma revisão estratégica, que tem sido discutida não só no próprio FMI, como também em vários fóruns internacionais, como por exemplo, o G7 e o G20. O SEBC acompanha e dá o seu contributo para essas discussões. O objectivo da revisão estratégica consiste em definir prioridades para o trabalho a médio prazo do FMI. Áreas importantes abrangidas pela revisão incluem a supervisão do FMI, o seu papel nas economias dos mercados emergentes e a voz e representação.

O Director-Geral do FMI salientou, em particular, a necessidade do FMI ajudar os seus membros a fazer face aos desafios da globalização. Nas discussões de política internacional realizadas posteriormente, os membros sublinharam a necessidade do FMI

dar maior ênfase à supervisão bilateral das questões cambiais e à repercussão internacional de medidas de política nacionais. A questão da representação adequada em fóruns internacionais e, em particular, no FMI, foi amplamente discutida ao longo do último ano. Alguns membros do FMI, especialmente da Ásia, consideram que as suas quotas não reflectem adequadamente o seu peso crescente na economia mundial. A questão das quotas e da voz deverá ser discutida paralelamente a outros aspectos da análise estratégica antes da próxima Reunião Anual do FMI, que será realizada em Singapura, em Setembro de 2006. O FMI está igualmente a proceder à sua 13.ª revisão geral das quotas dos membros, o que constitui uma oportunidade para avaliar em que medida a actual distribuição de quotas entre os membros do FMI é compatível com as medidas acordadas respeitantes à importância económica e financeira relativa dos seus membros. Essa revisão deverá ficar concluída até Janeiro de 2008.

A promoção da gestão bem organizada de crises tem merecido grande destaque na agenda da comunidade internacional há vários anos. O SEBC continuou a discutir questões relacionadas com a gestão de crises e, em particular, o papel que o sector privado deverá desempenhar na resolução de crises financeiras. Embora tenham sido tomadas algumas medidas para melhorar o quadro de envolvimento do sector privado, ainda persistem desafios críticos, particularmente em termos do diagnóstico atempado da actuação necessária por parte de todos os intervenientes. Para avaliar esses desafios, os bancos centrais do SEBC prepararam um relatório sobre o envolvimento do sector privado, que avalia a experiência passada e identifica áreas onde é possível melhorar no quadro da resolução de crises. O relatório<sup>3</sup> sugere que a melhoria da

2 FMI: “Euro Area Policies: Staff Report”, Agosto de 2005; OCDE: “Economic Survey of the Euro Area”, Julho de 2005.

3 “Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors”, BCE, Documento de Trabalho Ocasional n.º 32, Julho de 2005.



previsibilidade dos processos de resolução de crises – orientando o comportamento dos devedores, credores e o sector oficial – pode baixar o custo global das crises financeiras e levar a uma distribuição de custos mais adequada do que a actualmente existente, do ponto de vista do bem-estar geral.

### **PAPEL INTERNACIONAL DO EURO**

Em 2005, o papel do euro como moeda internacional continuou a expandir-se gradualmente em determinados segmentos. Em particular, a utilização do euro nos títulos de dívida internacionais, como moeda de âncora e de intervenção e como moeda de depósito em países terceiros continuou a crescer gradualmente. O aumento da utilização do euro como moeda de âncora e de intervenção ocorreu principalmente nos novos Estados-Membros da UE, nos países aderentes e nos países em fase de adesão à UE e em outras regiões vizinhas da UE. A percentagem do euro nos direitos de saque especiais (DSE) foi aumentada de 29% para 34% em 1 de Janeiro de 2006, após uma decisão anunciada pelo FMI em Dezembro de 2005. No que respeita à componente euro da taxa de juro dos DSE, a taxa EURIBOR a três meses foi substituída pela taxa EUREPO a três meses.

Em outros mercados, nomeadamente, no mercado de empréstimos e depósitos internacionais, nos mercados cambiais e nos mercados de reservas oficiais, bem como no

comércio internacional, a utilização do euro manteve-se geralmente estável.

O BCE continuou a desenvolver a cobertura estatística necessária ao acompanhamento e à análise do papel internacional do euro. Em particular, dados recentemente recolhidos sobre a desagregação por moeda dos títulos de dívida na balança de pagamentos e na posição de investimento internacional da área do euro contribuíram para o acompanhamento da utilização internacional do euro nos mercados de capitais (ver Secção 4.2 do Capítulo 2). O BCE começou igualmente a estudar os factores subjacentes à utilização do euro no comércio internacional.

### **2.2 COOPERAÇÃO COM PAÍSES FORA DA UE**

O Eurosistema continuou a desenvolver contactos na comunidade de bancos centrais fora da UE, principalmente através da organização de seminários e encontros de trabalho, mas também através de assistência técnica, a qual se tornou num importante instrumento no apoio ao estabelecimento de instituições e na melhoria do cumprimento efectivo dos padrões europeus e internacionais. O objectivo desses contactos consiste na recolha de informação e no intercâmbio de opiniões sobre a evolução económica e monetária em diferentes regiões do mundo com potencial influência na conjuntura económica mundial e na área do euro. O Eurosistema manteve a sua

oferta de cooperação com os bancos centrais das regiões vizinhas, tendo o BCE criado uma pequena unidade de assistência técnica permanente.

O Eurosistema realizou o seu segundo seminário bilateral ao mais alto nível com o Banco Central da Federação Russa (Bank of Russia), em Outubro de 2005, em São Petersburgo. Este seminário centrou-se nas políticas monetária e cambial da Rússia e nos desafios que se colocam à estabilidade do sector bancário, resultantes, em especial, do rápido crescimento do crédito bancário e da expansão do endividamento transfronteiras. Neste seminário foram igualmente discutidas as questões da segurança dos depósitos e da evolução do sector bancário. Continuarão a ser organizados eventos semelhantes, numa base regular, sendo o próximo seminário do Eurosistema realizado, em Dresden, em 2006, com o apoio do Deutsche Bundesbank.

O Projecto de Formação dos Bancos Centrais III, isto é, o projecto de assistência técnica do Eurosistema ao Bank of Russia na área da supervisão bancária, terminou em 31 de Outubro de 2005. Este projecto, financiado pela UE, teve início em Novembro de 2003, no âmbito da Assistência Técnica à Comunidade de Estados Independentes (TACIS). O projecto do Eurosistema foi implementado pelo BCE em parceria com nove BCN da área do euro e três autoridades de supervisão da UE externas aos bancos centrais<sup>4</sup>. Este projecto de formação, com a duração de dois anos, destinou-se a ajudar o Bank of Russia a melhorar o seu papel na supervisão bancária, transferindo conhecimentos relacionados com as práticas sólidas utilizadas pelos supervisores bancários da UE. O seu objectivo mais lato consistiu em promover a estabilidade do sistema bancário da Rússia. O projecto foi executado principalmente através de cursos e seminários realizados na Rússia, que contaram com a participação de 800 dos supervisores bancários do Bank of Russia. A publicação intitulada “*Banking supervision: European experience and Russian practice*” (Supervisão bancária: experiência

européia e prática russa)<sup>5</sup>, disponível em inglês e russo, constituiu uma parte importante do projecto, uma vez que possibilita a divulgação de conhecimentos.

O segundo e o terceiro seminários ao mais alto nível do Eurosistema com os governadores dos bancos centrais dos parceiros mediterrânicos da UE realizaram-se, respectivamente, em Cannes, em 9 de Fevereiro de 2005 e em Nafplion, em 25 de Janeiro de 2006. As discussões centraram-se, nomeadamente, na independência dos bancos centrais e nas remessas de fundos (Cannes) e no processo de liberalização da balança de capital e nos progressos realizados na modernização dos quadros operacionais da política monetária (Nafplion).

O Eurosistema assumiu igualmente a responsabilidade de dar assistência ao Central Bank of Egypt na reforma do quadro de supervisão bancária, no contexto da reforma global do sector financeiro do país. O BCE e quatro BCN da área do euro (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France e Banca d'Italia) comprometeram-se a efectuar um programa de assistência técnica, com a duração de dois anos, financiado pela delegação da UE no Egipto, ao abrigo do programa de ajuda aos países do Mediterrâneo (MEDA). O programa de assistência técnica teve início em 1 de Dezembro de 2005. Desde Outubro de 2005, o BCE – sob a égide do FMI – tem igualmente prestado assistência técnica ao Central Bank of Egypt na reforma do seu quadro operacional de política monetária.

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (autoridade de supervisão financeira finlandesa), Finansinspektionen (autoridade de supervisão financeira sueca) e Financial Services Authority (autoridade de supervisão financeira do Reino Unido).

5 Esta publicação pode ser consultada através do site do BCE na Internet, seguindo um link a partir do comunicado de 13 de Outubro de 2005, intitulado “*Completion of central banking training project in Russia*”.

O BCE continuou a aprofundar as suas relações com países dos Balcãs Ocidentais, uma vez que são potenciais candidatos à UE (a antiga República Jugoslava da Macedónia obteve o estatuto de país candidato à adesão em Dezembro de 2005). Representantes do BCE visitaram o National Bank of the Republic of Macedonia e o Bank of Albania, em 2005. Na sequência da adopção de uma abordagem paralela pela UE em relação às negociações de adesão com a Sérvia e o Montenegro, realizou-se também uma visita de funcionários do BCE ao Central Bank of Montenegro.

No Médio Oriente, o BCE continuou a desenvolver relações com o Secretariado Geral do Conselho de Cooperação do Golfo (*Secretariat General of the Gulf Cooperation Council – GCC*) e com os organismos monetários e bancos centrais dos estados-membros do GCC, dado o plano de introdução de uma moeda única nos estados-membros do GCC<sup>6</sup> até 2010.

Em 28 de Fevereiro de 2005, o BCE realizou uma reunião regional com o Comité de Governadores dos Bancos Centrais da Comunidade de Desenvolvimento da África do Sul (*Committee of Central Bank Governors of the Southern African Development Community – SADC*)<sup>7</sup> para discutir experiências sobre integração regional e os processos de integração monetária.

O BCE reforçou as suas relações directas com os bancos centrais da Ásia organizando, em conjunto com o Bank Indonesia, um seminário ao mais alto nível que reuniu os 11 governadores da Reunião de Executivos dos Bancos Centrais da Ásia Oriental-Pacífico (*Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks – EMEAP*) e membros do Conselho do BCE. Os participantes no seminário, que se realizou no BCE, em Novembro de 2005, discutiram formas de alcançar padrões de crescimento mundial mais equilibrados e analisaram acontecimentos recentes e questões de política com eles relacionadas quer na área do euro, quer na região da Ásia-Pacífico. A experiência das duas

regiões em matéria da supervisão financeira e macroeconómica multilateral foi igualmente avaliada, em conjunto com a integração financeira transfronteiras a nível mundial, na região da Ásia-Pacífico e na área do euro.

No que respeita às relações institucionais com países da América Latina, o BCE participou, com estatuto de observador, na Reunião Anual do Banco Inter-Americano de Desenvolvimento, realizada em Okinawa, no início de Abril. O BCE, na qualidade de membro colaborador do Centro de Estudos Monetários da América Latina, continuou a estar envolvido em várias actividades organizadas ou co-organizadas por esta instituição. Estas incluíram reuniões bianuais dos governadores dos bancos centrais, que se realizaram em Cartagena e Washington, D.C., em Abril e Setembro, respectivamente, bem como um seminário sobre remessas de emigrantes na América Latina, realizado na Cidade do México, em Outubro. O BCE continuou os seus esforços no sentido de reforçar as relações bilaterais com autoridades monetárias e outras autoridades oficiais na América Latina, incluindo visitas ao México, Brasil e Argentina. Ao longo de 2005, o BCE recebeu, em Frankfurt, delegações oficiais de várias economias da América Latina.

6 Os seis Estados-Membros do GCC são: Arábia Saudita, Barém, Catar, Emirados Árabes Unidos, Kuwait e Omã.

7 SADC é um grupo regional que engloba os seguintes países do sul de África: África do Sul, Angola, Botsuana, Lesoto, Madagáscar, Malavi, Maurícia, Moçambique, Namíbia, República Democrática do Congo, Suazilândia, Tanzânia, Zâmbia e Zimbabué.



**Artista**

David Farrell

**Título**

Ballynultagh, 2000, (da série "Innocent Landscapes")

**Material**

Fotografia

**Formato**

100 x 100 cm

© O artista



## CAPÍTULO 5

# RESPONSABILIZAÇÃO

## I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU

Ao longo das últimas décadas, a independência dos bancos centrais tem surgido como um elemento indispensável de um regime monetário que dá prioridade à estabilidade de preços. Ao mesmo tempo, constitui um princípio fundamental das democracias modernas que qualquer instituição independente, à qual foi atribuída uma função pública, seja responsável pelas suas acções perante os cidadãos e os seus representantes democraticamente eleitos. Para um banco central independente, a responsabilização pode ser entendida como uma obrigação de explicar as suas decisões aos cidadãos e aos seus representantes eleitos, permitindo-lhes, assim, responsabilizar o banco central pela realização dos seus objectivos.

Desde o seu estabelecimento, o BCE reconheceu a importância fundamental da sua responsabilização pelas suas decisões de política, mantendo para esse efeito um diálogo regular com os cidadãos e o Parlamento Europeu. O compromisso assumido pelo BCE a este respeito traduziu-se, nomeadamente, em numerosos documentos publicados em 2005 e no grande número de discursos proferidos pelos membros do Conselho do BCE ao longo do ano (ver Secção 2 do Capítulo 6).

O Tratado prevê requisitos de reporte específicos para o BCE, que incluem a publicação de relatórios trimestrais, da situação financeira consolidada semanal e de um relatório anual. O BCE, de facto, excede estas obrigações estatutárias, uma vez que publica, por exemplo, um Boletim Mensal, e não apenas um relatório trimestral, realiza conferências de imprensa mensais e divulga, numa base mensal, as decisões tomadas pelo Conselho do BCE para além das decisões sobre taxas de juro.

A nível institucional, o Tratado atribui um papel proeminente ao Parlamento Europeu no que respeita à responsabilização do BCE. Em 2005, em conformidade com o disposto no artigo 113.º do Tratado, o Presidente apresentou o Relatório Anual do BCE de 2004 na sessão plenária do Parlamento Europeu. Para além disso, o Presidente continuou a comunicar

regularmente sobre a política monetária do BCE e sobre as restantes atribuições nas audiências trimestrais na Comissão Parlamentar dos Assuntos Económicos e Monetários (*Parliamentary Committee on Economic and Monetary Affairs – ECON*).

Em várias ocasiões, outros membros da Comissão Executiva foram igualmente convidados a comparecer perante o Parlamento Europeu. Em Abril de 2005, o Vice-Presidente apresentou o Relatório Anual do BCE de 2004 à ECON. Em Outubro, a Comissão convidou Lorenzo Bini Smaghi para uma troca de opiniões sobre a revisão estratégica do FMI (ver Secção 2.1 do Capítulo 4).

À semelhança de anos anteriores, uma delegação constituída por membros da ECON visitou o BCE para uma troca de opiniões sobre várias questões com os membros da Comissão Executiva. Além disso, foram realizadas discussões informais com membros do Parlamento Europeu sobre questões relacionadas com a compensação e liquidação de títulos na UE, bem como sobre questões de comunicação do euro, com enfoque específico nos novos Estados-Membros da UE que planeiam a introdução do euro. O BCE continuou a prática voluntária de responder a questões escritas apresentadas por membros do Parlamento Europeu sobre assuntos da área de competência do BCE.

Por último, de acordo com o disposto no artigo 112.º do Tratado, o Parlamento Europeu dá o seu parecer sobre os candidatos para a Comissão Executiva antes da sua nomeação. Para preparar a sua posição, o Parlamento Europeu convidou Lorenzo Bini Smaghi para uma audição na ECON para apresentar os seus pontos de vista e responder a questões de membros da Comissão. Na sequência desta audição, o Parlamento Europeu aprovou a sua nomeação.

## 2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU

Durante as várias trocas de opinião entre o BCE e o Parlamento Europeu foram discutidas diversas questões, sendo a política monetária o principal tema abordado durante as audiências do Presidente no Parlamento Europeu. Algumas das outras questões discutidas são apresentadas a seguir.

### A REFORMA DO PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

Uma parte significativa da troca de opiniões entre o Parlamento Europeu e o BCE incidiu sobre a evolução das finanças públicas e a reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Na resolução sobre as finanças públicas na UEM adoptada em Fevereiro de 2005, o Parlamento Europeu chamou a atenção para o facto de “uma excessiva despesa pública comprometer a estabilidade de preços, as taxas de juro baixas e os níveis de investimento público, além de reduzir a capacidade de fazer face ao desafio das alterações demográficas”. No que respeita à reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o Parlamento registou com satisfação o reforço da componente preventiva do Pacto e a maior atenção dada aos níveis da dívida e aos objectivos de Lisboa. Ao mesmo tempo, exprimiu a sua preocupação sobre a falta de clareza das regras da componente correctiva do Pacto e lamentou não ter sido aproveitada a oportunidade para reforçar o papel da Comissão Europeia.

O Presidente do BCE manifestou o seu apreço pelo elevado grau de convergência alcançado entre os pontos de vista das duas instituições sobre esta questão. Durante as suas audiências perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, salientou que são fundamentais políticas orçamentais sólidas para o sucesso da UEM. Neste contexto, indicou que a reforma do Pacto criou uma oportunidade para renovar o compromisso de políticas orçamentais sólidas, desde que o quadro revisto seja implementado de forma rigorosa e consistente (ver Secção 1.1 do Capítulo 4).

### REVISÃO INTERCALAR DA ESTRATÉGIA DE LISBOA

Outra questão discutida regularmente pelo BCE e pelo Parlamento Europeu foi a revisão intercalar da Estratégia de Lisboa. Nas suas resoluções sobre esta matéria, o Parlamento acolheu com agrado o compromisso assumido pelo Conselho da UE e pela Comissão Europeia de dar um novo dinamismo à Estratégia de Lisboa e manifestou o seu apoio ao novo quadro de governação. O Parlamento também salientou que “devem ser garantidas condições macroeconómicas sustentáveis, orientadas para o crescimento, para (...) serem alcançados objectivos económicos, sociais e ambientais”. O Parlamento lamentou que o Conselho Europeu não tenha aprovado a sugestão do Grupo de Alto Nível, presidido por Wim Kok, no sentido de que a Comissão deveria produzir tabelas classificativas anuais dos progressos realizados pelos Estados-Membros para alcançar os objectivos de Lisboa.

O Presidente do BCE afirmou que a Estratégia de Lisboa revista constituía um bom plano para desbloquear o potencial de crescimento e emprego da Europa. Além disso, concordou com a opinião do Parlamento de que um enquadramento macroeconómico estável era uma condição prévia para o aumento do crescimento e do emprego. Também salientou a necessidade de “criar um valor de referência” e do apoio dos pares a nível europeu para melhorar a implementação de reformas estruturais (ver Secção 1.1 do Capítulo 4).

### COMUNICAÇÃO RESPEITANTE AO EURO E À UEM

Em 2005, o Parlamento Europeu também analisou com grande pormenor a política de comunicação respeitante ao euro e à UEM dirigida aos cidadãos dos actuais e dos futuros países da área do euro. Em Março, o relator do Parlamento Europeu sobre estas questões visitou o BCE para trocar opiniões com José Manuel González-Páramo, que é membro da Comissão Executiva, e com outros especialistas do BCE. Na sua resolução sobre a implementação de uma estratégia de informação e comunicação sobre o euro e a UEM, o Parlamento congratulou-se com os benefícios da UEM e afirmou que o

euro é “possivelmente o projecto europeu com maior sucesso de sempre”. Para apoiar a moeda única e preparar os futuros membros da área do euro para uma transição harmoniosa para o euro, o Parlamento apontou para a necessidade de uma estratégia de comunicação coerente, ambiciosa e duradoura sobre o euro e a UEM. Uma das medidas sugeridas pelo Parlamento foi que o BCE realizasse uma análise quantitativa anual dos benefícios da moeda única para os cidadãos.

Durante a sua audiência no plenário do Parlamento Europeu, o Presidente salientou que o BCE estava a considerar todos os meios adequados para melhorar a comunicação sobre os benefícios da moeda única, tendo explicado que uma análise quantitativa abrangente dos benefícios do euro pode estar sujeita a problemas metodológicos e a restrições de dados. Numa carta ao Parlamento foi igualmente salientado que essa análise pode ter que incluir matérias fora do âmbito da banca central.

#### **REGULAMENTAÇÃO E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS**

As questões relacionadas com a regulamentação e integração financeiras voltaram a ter particular destaque na troca de opiniões entre o BCE e o Parlamento Europeu. O Parlamento prestou particular atenção às actividades do SEBC e do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) em matéria de compensação e liquidação de títulos. Na resolução adoptada sobre esta matéria em Julho de 2005, o Parlamento declarou que os padrões SEBC-CESR (ver Secção 4.3 do Capítulo 3) não devem predeterminar a legislação da UE e sublinhou a necessidade de uma consulta mais ampla e mais aberta às partes envolvidas nesta questão.

O Presidente salientou que os padrões são um importante contributo para uma infra-estrutura segura e integrada no campo da liquidação e compensação de títulos, e que o SEBC e o CESR tinham tomado as suas decisões de forma aberta e transparente, após uma ampla consulta

aos participantes no mercado. Afirmou igualmente que os padrões SEBC-CESR não afectam nem excluem futuros actos legislativos nesta matéria.

#### **NOTAS E MOEDAS DE EUROS**

A possível emissão de notas de euros de denominação muito baixa foi também discutida em 2005. Além de apresentar questões escritas ao Presidente do BCE nesta matéria, o Parlamento Europeu adoptou uma declaração apelando à Comissão Europeia, ao Conselho da UE e ao BCE para reconhecer a necessidade de emitir notas de €1 e €2.

Em 2004, o Conselho do BCE tinha decidido não emitir notas de euros de denominação muito baixa, uma vez que os argumentos contra a produção dessas denominações prevaleciam sobre os argumentos a favor. A decisão do Conselho do BCE baseou-se na procura insuficiente por parte do público de notas de denominação muito baixa, nos problemas práticos colocados a terceiros devido à emissão de tais notas e nos elevados custos de produção e processamento. O Presidente explicou que não surgiu nova evidência alterando a avaliação efectuada pelo Conselho do BCE.



**Artista**

Natividad Bermejo

**Título**

Duérmete niño, 2000

**Material**

Grafite em papel

**Formato**

145 x 212 cm

© BCE e a artista



## **CAPÍTULO 6**

# **COMUNICAÇÃO EXTERNA**



## I POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO

A comunicação é uma parte integrante da política monetária do BCE e do desempenho das suas outras atribuições. Dois elementos-chave – abertura e transparência – orientam as actividades de comunicação do BCE. Ambos contribuem para a eficácia, eficiência e credibilidade da política monetária do BCE e também apoiam os seus esforços para participar na íntegra todas as suas acções, como explicado mais pormenorizadamente no Capítulo 5.

O conceito de explicação em tempo real, regular e pormenorizada das avaliações e decisões de política monetária do BCE, introduzido em 1999, representa uma abordagem única de abertura e transparência da comunicação dos bancos centrais. As decisões de política monetária são explicadas numa conferência de imprensa imediatamente após terem sido tomadas pelo Conselho do BCE. É proferida uma declaração introdutória abrangente pelo Presidente e este, em conjunto com o Vice-Presidente, está à disposição dos meios de comunicação para responder a questões. Desde Dezembro de 2004, são publicadas todos os meses nos *sites* dos bancos centrais do Eurosistema as decisões tomadas pelo Conselho do BCE, para além das decisões sobre as taxas de juro.

A legislação do BCE, bem como a situação financeira consolidada do Eurosistema, é disponibilizada nas 20 línguas oficiais da UE. As outras publicações estatutárias do BCE – o Relatório Anual, a versão trimestral do Boletim Mensal e o Relatório de Convergência – são disponibilizadas em 19 das 20 línguas oficiais da UE<sup>1</sup>. Para efeitos de responsabilização e transparência face aos cidadãos europeus e aos seus representantes eleitos, o BCE também publica outra documentação em todas as línguas oficiais, em particular comunicados sobre decisões de política monetária, projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas e posições de política de relevância para o público em geral. A elaboração, publicação e distribuição das versões das línguas nacionais das principais publicações do BCE são levadas a cabo em cooperação estreita com os BCN.

<sup>1</sup> Aplica-se uma excepção temporária à língua maltesa.

## 2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO

O BCE tem de se dirigir a uma variedade de audiências, tais como especialistas do sector financeiro, meios de comunicação, governos, parlamentos e o público em geral, com diferentes níveis de conhecimento no campo das finanças e da economia. Deste modo, o seu mandato e as suas decisões de política são explicados através de um conjunto de instrumentos de comunicação e actividades, os quais são constantemente aperfeiçoados de modo a torná-los mais eficazes.

O BCE publica vários estudos e relatórios. O Relatório Anual apresenta uma análise das actividades do BCE no ano anterior, contribuindo para a responsabilização do BCE pelas suas acções. O Boletim Mensal disponibiliza actualizações regulares da avaliação do BCE da evolução económica e monetária e informação pormenorizada subjacente às suas decisões. O BCE contribui para a disseminação dos resultados da investigação ao publicar Documentos de Trabalho e Documentos Ocasiais e ao organizar conferências académicas, seminários e encontros de trabalho.

Em 2005, o BCE preparou, em cooperação com os bancos centrais nacionais da área do euro, um instrumento educativo dirigido a jovens adolescentes e aos seus professores. Este novo instrumento tem por objectivo apresentar uma panorâmica global e clara das razões que justificam a importância da estabilidade de preços para assegurar a prosperidade a longo prazo e o modo como a política monetária do BCE está orientada no sentido de atingir este objectivo. O conjunto de material informativo, que foi preparado nas línguas da área do euro e distribuído por cerca de 50 000 escolas secundárias na área do euro, contém um filme de oito minutos, brochuras para os alunos e um livro do professor. Também pode ser descarregado a partir do *site* do BCE, onde está disponível em todas as línguas oficiais da UE.

O BCE também aperfeiçoou o seu método para comunicar decisões de política monetária aos mercados financeiros e disponibilizar os seus



anúncios para o público. Desde Fevereiro de 2005, a conferência de imprensa mensal é transmitida ao vivo através do *site* do BCE. Além disso, o vídeo e os ficheiros de áudio respectivos são disponibilizados ao público pouco após a conferência.

Em conjunto com o BIS e os bancos centrais do G10, o BCE lançou uma nova publicação intitulada “*International Journal of Central Banking*”, cuja primeira edição trimestral foi publicada em 19 de Maio de 2005. Esta apresenta artigos relevantes em termos de política sobre teoria e prática da banca central, com particular ênfase nos estudos relacionados com política monetária e estabilidade financeira.

Todos os membros do Conselho do BCE contribuem directamente para melhorar o conhecimento público e a compreensão das atribuições e políticas do Eurosistema através de testemunhos perante o Parlamento Europeu e os parlamentos nacionais, de discursos públicos e dos meios de comunicação. Em 2005, os membros da Comissão Executiva proferiram cerca de 220 discursos, deram numerosas entrevistas e os seus artigos foram publicados em revistas e jornais.

Os BCN da área do euro também desempenham um papel importante, assegurando a disseminação a nível nacional da informação relativa ao euro e às actividades do Eurosistema ao público em geral e às partes interessadas, e dirigindo-se a uma diversidade de audiências nacionais e regionais nas línguas e contextos próprios.

O BCE também acolhe grupos de visitantes nas suas instalações em Frankfurt. Em 2005, cerca de 8 000 visitantes receberam informação em primeira mão sob a forma de palestras e apresentações realizadas por técnicos do BCE. Os visitantes foram, na sua maioria, estudantes universitários e profissionais do sector financeiro.

Todos os documentos publicados pelo BCE e as suas várias actividades são apresentados no *site* do BCE. Em 2005, foram recebidas através de vários canais e tratadas cerca de 65 000 questões.

O BCE realiza um programa anual de Jornadas Culturais que tem por objectivo tornar a diversidade cultural e vivacidade dos Estados-Membros da UE mais próximas do público, bem como dos próprios funcionários do BCE. Todos os anos, esta iniciativa realça a riqueza cultural de um país, promovendo assim uma melhor compreensão das nações da UE. Em 2005, o programa das Jornadas Culturais focou a Hungria, após Portugal em 2003 e a Polónia em 2004. A agenda de eventos foi organizada em cooperação estreita com o Magyar Nemzeti Bank e teve lugar entre 2 e 28 de Novembro.



**Artista**

Pedro Proença

**Título**

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

**Material**

Acrílico sobre tela

**Formato**

200 x 150 cm

© BCE e o artista



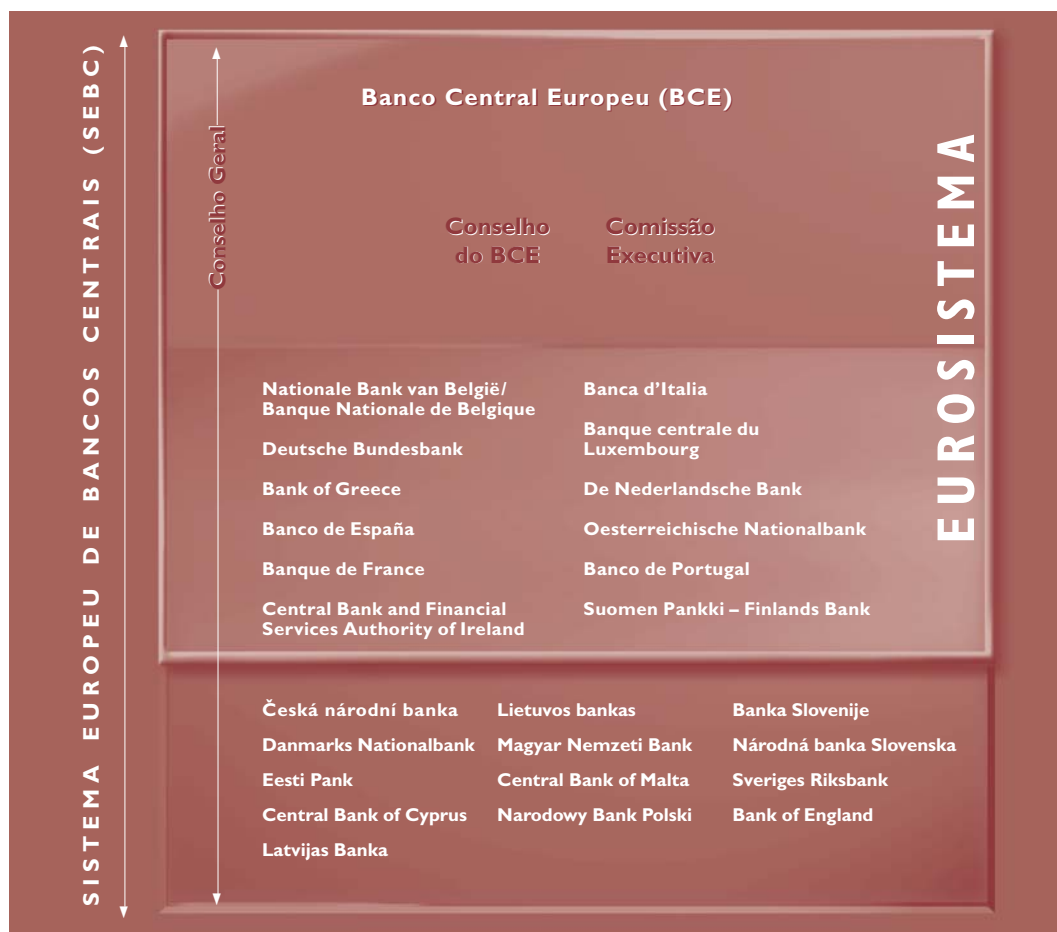
## CAPÍTULO 7

# ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL, ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS



# I ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE

## I.1 O EUROSISTEMA E O SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS



O Eurosistema é o sistema de banca central da área do euro. É composto pelo BCE e pelos BCN dos 12 Estados-Membros cuja moeda comum é o euro. O Conselho do BCE adoptou o termo “Eurosistema” para facilitar a compreensão da estrutura da banca central na área do euro. O termo enfatiza a identidade partilhada, o trabalho de equipa e a cooperação de todos os seus membros. Em Janeiro de 2005, o BCE e os BCN da área do euro publicaram nos seus *sites* uma declaração sobre a missão do Eurosistema, juntamente com propósitos estratégicos e princípios organizativos para o cumprimento das funções do Eurosistema por todos os seus membros.

O SEBC é constituído pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da UE

(actualmente 25), ou seja, inclui os BCN dos Estados-Membros que não adoptaram ainda o euro. Enquanto existirem Estados-Membros que não tenham ainda adoptado o euro, será necessário fazer uma distinção entre o Eurosistema e o SEBC.

Ao abrigo do direito público internacional, o BCE tem personalidade jurídica. Foi estabelecido como o núcleo do Eurosistema e do SEBC e assegura a realização das respectivas atribuições, quer através das suas próprias actividades, quer através dos BCN.

Cada BCN tem personalidade jurídica nos termos da legislação nacional do respectivo país. Os BCN da área do euro, que fazem parte integrante do Eurosistema, realizam as



atribuições que competem ao Eurosistema de acordo com os regulamentos estabelecidos pelos órgãos de decisão do BCE. Os BCN também contribuem para os trabalhos do Eurosistema e do SEBC através da sua participação nos diversos comités do Eurosistema/SEBC (ver Secção 1.5 do presente capítulo). Podem exercer funções que não são consideradas funções do Eurosistema, sob a sua própria responsabilidade, salvo se o Conselho do BCE for de opinião que tais funções interferem com os objectivos e atribuições do Eurosistema.

O Eurosistema e o SEBC são dirigidos pelos órgãos de decisão do BCE: o Conselho do BCE e a Comissão Executiva. O Conselho Geral é constituído como um terceiro órgão de decisão do BCE, enquanto existirem Estados-Membros da UE que não tenham ainda adoptado o euro. O funcionamento dos órgãos de decisão é regulamentado pelo Tratado, pelos Estatutos do SEBC e pelos Regulamentos Internos relevantes<sup>1</sup>. A tomada de decisão a nível do Eurosistema e do SEBC é centralizada. Contudo, o BCE e os BCN da área do euro contribuem, em conjunto, estratégica e operacionalmente, para a consecução dos objectivos comuns, no devido respeito pelo princípio da descentralização, em conformidade com os Estatutos do SEBC.

## 1.2 O CONSELHO DO BCE

O Conselho do BCE é composto por todos os membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro. Nos termos do Tratado, as suas principais atribuições são:

- adoptar as orientações e tomar as decisões necessárias ao desempenho das atribuições cometidas ao Eurosistema;
- definir a política monetária da área do euro, incluindo, quando apropriado, as decisões relativas a objectivos monetários intermédios, taxas de juro directoras e

aprovisionamento de reservas no Eurosistema, estabelecendo as orientações necessárias à respectiva execução.

O Conselho do BCE reúne, regra geral, duas vezes por mês nas instalações do BCE em Frankfurt am Main, na Alemanha. Realiza, nomeadamente, uma análise aprofundada da evolução monetária e económica e toma, em específico na primeira reunião do mês, decisões relacionadas, enquanto a segunda reunião se concentra normalmente em questões relativas a outras atribuições e responsabilidades do BCE e do Eurosistema. Em 2005 foram realizadas duas reuniões fora de Frankfurt: uma foi promovida pelo Deutsche Bundesbank em Berlim e outra pelo Bank of Greece em Atenas.

Quando tomam decisões sobre política monetária e sobre outras atribuições do BCE e do Eurosistema, os membros do Conselho do BCE não actuam como representantes nacionais, mas na qualidade de membros totalmente independentes. Esta actuação reflecte-se no princípio “um membro, um voto” aplicado no Conselho do BCE.

<sup>1</sup> Para mais pormenores sobre o Regulamento Interno do BCE, ver Decisão BCE/2004/2, de 19 de Fevereiro de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO L 80, 18.3.2004, p. 33; Decisão BCE/2004/12, de 17 de Junho de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Conselho Geral do Banco Central Europeu, JO L 230, 30.6.2004, p. 61; e Decisão BCE/1999/7, de 12 de Outubro de 1999, relativa ao regulamento interno da Comissão Executiva do Banco Central Europeu, JO L 314, 8.12.1999, p. 34. Estes regulamentos também se encontram disponíveis no *site* do BCE.

## O CONSELHO DO BCE



**Fila de trás**  
**(da esquerda para a direita):**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Fila do meio**  
**(da esquerda para a direita):**  
Jaime Caruana, Vítor Constâncio,  
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,  
John Hurley, Guy Quaden

**Fila da frente**  
**(da esquerda para a direita):**  
Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,  
Christian Noyer

**Jean-Claude Trichet**

Presidente do BCE

**Lucas D. Papademos**

Vice-Presidente do BCE

**Lorenzo Bini Smaghi**

(desde 1 de Junho de 2005)

Membro da Comissão Executiva do BCE

**Jaime Caruana**

Governador do Banco de Espanha

**Vítor Constâncio**

Governador do Banco de Portugal

**Vincenzo Desario**

(de 20 de Dezembro de 2005

a 15 de Janeiro de 2006)

Governador interino do Banca d'Italia

**Mario Draghi** (desde 16 de Janeiro de 2006)

Governador do Banca d'Italia

**Antonio Fazio** (até 19 de Dezembro de 2005)

Governador do Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**

Governador do Bank of Greece

**José Manuel González-Páramo**

Membro da Comissão Executiva do BCE

**John Hurley**

Governador do Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland

**Otmar Issing**

Membro da Comissão Executiva do BCE

**Klaus Liebscher**

Governador do Oesterreichische  
Nationalbank

**Erkki Liikanen**

Governador do Suomen Pankki – Finlands  
Bank

**Yves Mersch**

Governador do Banque centrale du  
Luxembourg

**Christian Noyer**

Governador do Banque de France

**Tommaso Padoa-Schioppa**

(até 31 de Maio de 2005)

Membro da Comissão Executiva do BCE

**Guy Quaden**

Governador do Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Membro da Comissão Executiva do BCE

**Axel A. Weber**

Presidente do Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Presidente do De Nederlandsche Bank

### 1.3 A COMISSÃO EXECUTIVA

A Comissão Executiva é composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro. As principais responsabilidades da Comissão Executiva, que, em regra, se reúne com uma frequência semanal, são:

- preparar as reuniões do Conselho do BCE;
- executar a política monetária da área do euro de acordo com as orientações e decisões

estabelecidas pelo Conselho do BCE dando, para tal, as instruções necessárias aos BCN da área do euro;

- gerir as actividades correntes do BCE;
- exercer certos poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho do BCE, incluindo alguns de natureza regulamentar.

O Comité de Gestão, presidido por um membro da Comissão Executiva, aconselha e apoia a Comissão Executiva relativamente à gestão do BCE, ao planeamento das actividades e ao processo orçamental anual.

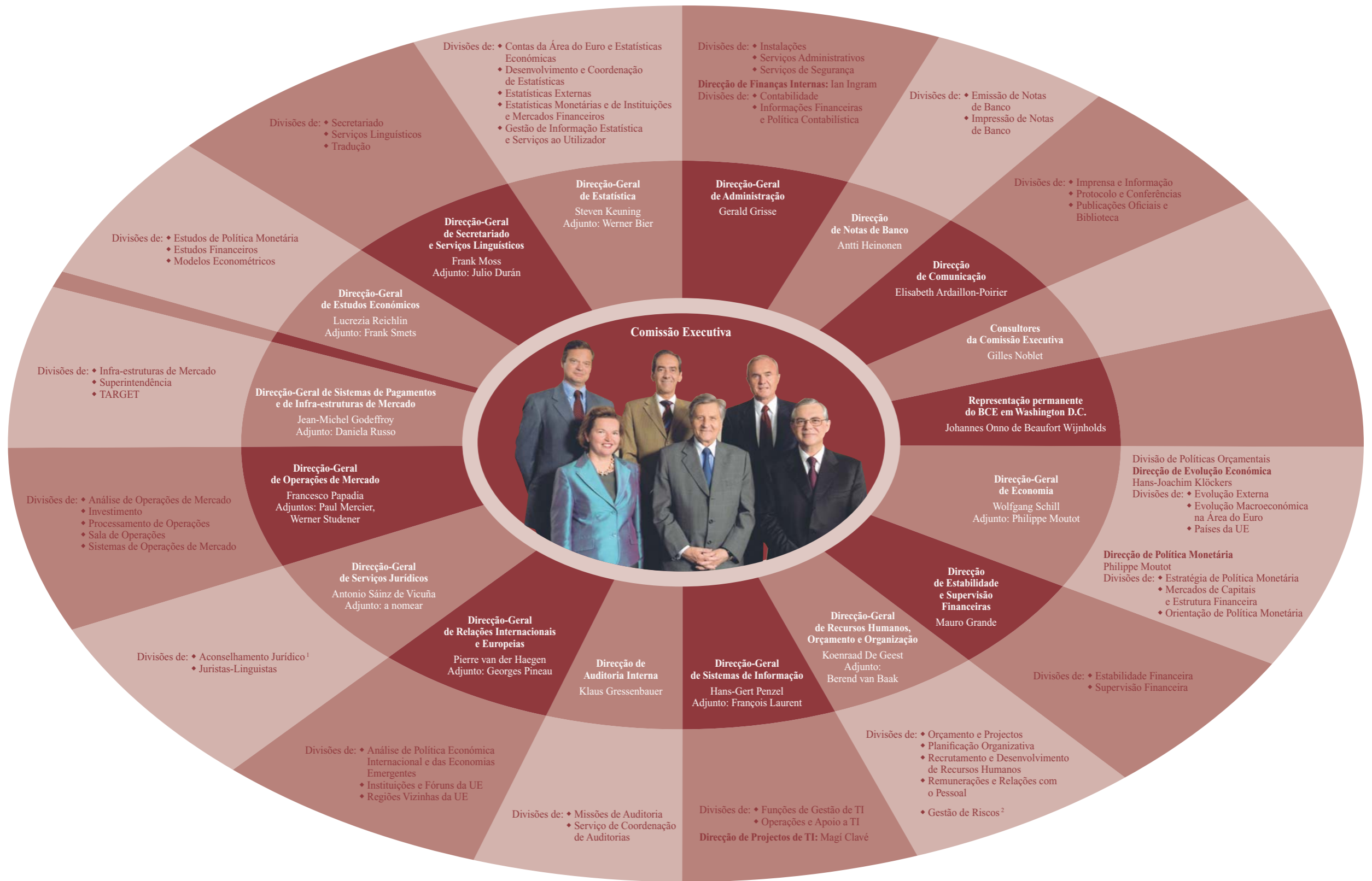
**Fila de trás  
(da esquerda para a direita):**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Fila da frente  
(da esquerda para a direita):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet (Presidente),  
Lucas D. Papademos  
(Vice-Presidente)



**Jean-Claude Trichet**  
Presidente do BCE  
**Lucas D. Papademos**  
Vice-Presidente do BCE  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
(desde 1 de Junho de 2005)  
Membro da Comissão Executiva do BCE  
**José Manuel González-Páramo**  
Membro da Comissão Executiva do BCE

**Otmar Issing**  
Membro da Comissão Executiva do BCE  
**Tommaso Padoa-Schioppa**  
(até 31 de Maio de 2005)  
Membro da Comissão Executiva do BCE  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Membro da Comissão Executiva do BCE



**Comissão Executiva**

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

Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing  
Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vice-Presidente)

<sup>1</sup> Inclui a função de protecção de dados.  
<sup>2</sup> Reporta directamente à Comissão Executiva.

#### 1.4 O CONSELHO GERAL

O Conselho Geral é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN de todos os Estados-Membros da UE. Compete-lhe essencialmente as atribuições anteriormente desempenhadas pelo IME e que o BCE deve ainda levar a cabo devido ao facto de nem todos os Estados-Membros terem adoptado o euro. Em 2005, o Conselho Geral reuniu quatro vezes. Em Março de 2005, o Conselho Geral decidiu convidar os governadores dos bancos centrais da Bulgária e

da Roménia a participar, a partir da data de assinatura do Tratado de Adesão pelos seus países, nas reuniões do Conselho Geral, na qualidade de observadores. Esta decisão foi tomada em linha com a abordagem aplicada aos dez bancos centrais dos países aderentes em 2003 com o objectivo de aumentar a cooperação com estes bancos centrais em preparação para a sua entrada no SEBC. Em 16 de Junho de 2005, os governadores dos bancos centrais da Bulgária e da Roménia participaram pela primeira vez na qualidade de observadores numa reunião do Conselho Geral.



##### Fila de trás

##### (da esquerda para a direita):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

##### Fila do meio

##### (da esquerda para a direita):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

##### Fila da frente

##### (da esquerda para a direita):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden

Nota: Mervyn King e Ivan Šramko não puderam estar presentes na reunião na qual foi tirada a fotografia.

**Jean-Claude Trichet** Presidente do BCE  
**Lucas D. Papademos** Vice-Presidente do BCE  
**Bodil Nyboe Andersen** (até 31 de Outubro de 2005) Governadora do Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz** Presidente do Narodowy Bank Polski  
**Nils Bernstein** (desde 1 de Novembro de 2005) Governador do Danmarks Nationalbank  
**Michael C. Bonello** Governador do Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana** Governador do Banco de Espanha  
**Christodoulos Christodoulou** Governador do Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio** Governador do Banco de Portugal  
**Vincenzo Desario** (de 20 de Dezembro de 2005 a 15 de Janeiro de 2006) Governador interino do Banca d'Italia  
**Mario Draghi** (desde 16 de Janeiro de 2006) Governador do Banca d'Italia  
**Antonio Fazio** (até 19 de Dezembro de 2005) Governador do Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas** Governador do Bank of Greece  
**Mitja Gaspari** Governador do Banka Slovenije  
**Lars Heikensten** (até 31 de Dezembro de 2005) Governador do Sveriges Riksbank

**John Hurley** Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland  
**Stefan Ingves** (desde 1 de Janeiro de 2006) Governador do Sveriges Riksbank  
**Zsigmond Járαι** Presidente do Magyar Nemzeti Bank  
**Mervyn King** Governador do Bank of England  
**Vahur Kraft** (até 6 de Junho de 2005) Governador do Eesti Pank  
**Klaus Liebscher** Governador do Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen** Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Andres Lipstok** (desde 7 de Junho de 2005) Governador do Eesti Pank  
**Yves Mersch** Governador do Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer** Governador do Banque de France  
**Guy Quaden** Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs** Governador do Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas** Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko** Governador do Národná banka Slovenska  
**Zdeněk Tůma** Governador do Česká národní banka  
**Axel A. Weber** Presidente do Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** Presidente do De Nederlandsche Bank

## 1.5 COMITÉS DO EUROSISTEMA/SEBC, O COMITÉ DE ORÇAMENTO E A CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS

COMITÉS DO EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE ORÇAMENTO, CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS E RESPECTIVOS PRESIDENTES	
Comité de Questões Contabilísticas e Rendimento Monetário (AMICO) Ian Ingram	Comité de Relações Internacionais (IRC) Henk Brouwer
Comité de Supervisão Bancária (BSC) Edgar Meister	Comité de Questões Jurídicas (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Notas de Banco (BANCO) Antti Heinen	Comité de Operações de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Comunicação do Eurosistema/SEBC (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comité de Política Monetária (MPC) Wolfgang Schill
Comité de Tecnologias de Informação (ITC) Hans-Gert Penzel	Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité de Auditores Internos (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité de Estatísticas (STC) Steven Keuning
Comité de Orçamento (BUCOM) Liam Barron	Conferência de Recursos Humanos (HRC) Koenraad De Geest

Os comités do Eurosistema/SEBC continuaram a desempenhar um papel importante no apoio aos órgãos de decisão do BCE na execução das suas atribuições. A pedido do Conselho do BCE e da Comissão Executiva, os comités deram apoio em matéria específica da sua competência e facilitaram o processo de decisão. A participação nos comités é normalmente restrita aos funcionários dos bancos centrais do Eurosistema. Contudo, os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro participam nas reuniões de um comité sempre que são discutidas matérias específicas da competência do Conselho Geral. Sempre que adequado, podem também ser convidados outros organismos competentes, como autoridades de supervisão nacionais no caso do Comité de Supervisão Bancária. Desde a assinatura do Tratado de Adesão em Abril de 2005, e em linha com a decisão de convidar governadores de bancos centrais dos países

aderentes a participar nas reuniões do Conselho Geral, técnicos dos bancos centrais da Bulgária e da Roménia foram convidados a participar nas reuniões de comités do SEBC na qualidade de observadores sempre que são discutidas matérias específicas da competência do Conselho Geral. Actualmente, existem 12 comités do Eurosistema/SEBC, todos estabelecidos ao abrigo do artigo 9.º do Regulamento Interno do BCE.

O Comité de Orçamento, estabelecido ao abrigo do artigo 15.º do Regulamento Interno do BCE, coadjuva o Conselho do BCE nas questões relacionadas com o orçamento do BCE.

Em Novembro de 2005, o Conselho do BCE criou uma Conferência de Recursos Humanos, ao abrigo da alínea a) do artigo 9.º do Regulamento Interno (ver Secção 2 do presente capítulo).

## 1.6 GESTÃO

Além dos órgãos de decisão, a gestão do BCE inclui o controlo externo e interno a vários níveis, bem como normas relativas ao acesso do público aos documentos do BCE.

### NÍVEIS DE CONTROLO EXTERNO

Os Estatutos do SEBC prevêem dois níveis de controlo externo, nomeadamente o auditor externo<sup>2</sup>, nomeado para fiscalizar as contas anuais do BCE (artigo 27.º-1 dos Estatutos do SEBC), e o Tribunal de Contas Europeu, que examina a eficiência operacional da gestão do BCE (artigo 27.º-2). O relatório anual do Tribunal Europeu de Contas, juntamente com a resposta do BCE, é publicado no *site* do BCE e no Jornal Oficial da União Europeia.

Em Agosto de 2002, o Conselho do BCE decidiu que, de modo a reforçar a garantia pública quanto à independência do auditor externo do BCE, dever-se-ia aplicar o princípio de rotatividade das empresas de auditoria. Esta decisão foi implementada como parte do procedimento para a nomeação do auditor externo do BCE.

### NÍVEIS DE CONTROLO INTERNO

A estrutura de controlo interno do BCE tem por base uma abordagem funcional. Cada uma das unidades organizativas (secção, divisão, direcção ou direcção-geral) é responsável pelo seu próprio controlo e eficiência internos. Para tal, as unidades organizativas implementam procedimentos operacionais de controlo dentro da respectiva área de responsabilidade e determinam o nível de risco aceitável. Por exemplo, foi estabelecido um conjunto de normas e procedimentos – conhecido como “muralha da China” – para evitar que a informação privilegiada com origem, por exemplo, em áreas responsáveis pela política monetária, seja utilizada por parte das áreas responsáveis pela gestão da carteira de reservas externas e dos fundos próprios do BCE. Para além dos controlos implementados por cada unidade organizativa, diferentes divisões pertencentes à Direcção-Geral de Recursos

Humanos, Orçamento e Organização acompanham o processo de controlo e apresentam propostas destinadas a melhorar a eficácia da identificação, avaliação e atenuação do risco no conjunto do BCE.

Independentemente da estrutura de controlo e do acompanhamento do risco pelo BCE, a Direcção de Auditoria Interna efectua missões de auditoria sob a responsabilidade da Comissão Executiva. Nos termos do mandato definido pela Carta de Auditoria do BCE<sup>3</sup>, os auditores internos do BCE avaliam, numa base *ad hoc*, a adequação e eficácia do sistema de controlo interno do BCE bem como o desempenho do BCE na realização das responsabilidades que lhe são atribuídas. Os auditores internos do BCE seguem as *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* (Normas Internacionais para a Prática Profissional de Auditoria Interna) estabelecidas pelo *Institute of Internal Auditors* (Instituto de Auditores Internos).

Cabe a um comité do Eurosistema/SEBC, o Comité de Auditores Internos, composto pelos responsáveis pela auditoria interna no BCE e nos BCN, a coordenação da cobertura de auditoria de projectos e sistemas operacionais conjuntos do Eurosistema/SEBC.

Encontram-se em vigor no BCE dois Códigos de Conduta. O primeiro aplica-se aos membros do Conselho do BCE e reflecte a sua responsabilidade pela salvaguarda da integridade e reputação do Eurosistema e pela manutenção da eficácia das suas operações<sup>4</sup>. Fornece princípios orientadores e estabelece padrões éticos para os membros do Conselho do BCE e os seus suplentes no cumprimento das suas funções na qualidade de membros do

2 Após um procedimento de leilão em 2002, foi nomeada a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como o auditor externo do BCE, com um mandato de cinco anos abrangendo os exercícios de 2003 a 2007.

3 Esta Carta encontra-se publicada no *site* do BCE, com o objectivo de promover a transparência dos acordos de auditoria em vigor no BCE.

4 Ver o Código de Conduta dos membros do Conselho do Banco Central Europeu, JO C 123, 24.5.2002, p. 9 e o *site* do BCE.

Conselho do BCE. O Conselho do BCE também nomeou um consultor, para aconselhar os seus membros em alguns aspectos da conduta profissional. O segundo Código é o Código de Conduta do BCE, que fornece princípios orientadores e estabelece critérios de referência para o pessoal do BCE e os membros da Comissão Executiva, esperando-se de todos que observem elevados padrões de ética profissional no cumprimento das suas funções<sup>5</sup>. De acordo com as regras do Código de Conduta respeitantes às operações de iniciados, os membros do pessoal do BCE e da Comissão Executiva estão impedidos de tirar partido de informação privilegiada na realização de actividades financeiras privadas, por conta e risco próprios ou de terceiros<sup>6</sup>. Um Consultor de Ética nomeado pela Comissão Executiva garante uma interpretação coerente destas regras.

### MEDIDAS ANTIFRAUDE

Em 1999, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE adoptaram um regulamento<sup>7</sup> com vista a intensificar o combate à fraude, corrupção e outras actividades ilegais lesivas dos interesses financeiros das Comunidades. Este regulamento prevê, nomeadamente, a realização pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude (OLAF) de inquéritos internos em caso de suspeitas de fraude a nível de instituições, órgãos e organismos comunitários.

O Regulamento OLAF prevê que estes últimos adoptem decisões que permitam ao OLAF efectuar os seus inquéritos no seio destas instituições, órgãos e organismos. Em Junho de 2004, o Conselho do BCE adoptou uma decisão<sup>8</sup> relativa aos termos e condições para os inquéritos efectuados pelo OLAF no BCE, a qual entrou em vigor em 1 de Julho de 2004.

### ACESSO DO PÚBLICO AOS DOCUMENTOS DO BCE

A Decisão do BCE relativa ao acesso do público aos documentos do BCE<sup>9</sup> adoptada em Março de 2004 está em conformidade com os objectivos e normas aplicados por outras instituições e órgãos comunitários no que respeita ao acesso do público aos seus documentos. A referida Decisão reforça a transparência, ao mesmo

tempo que tem em consideração a independência do BCE e dos BCN e assegura a confidencialidade de determinadas matérias especificamente relacionadas com o cumprimento das atribuições do BCE.

Em 2005, o número de pedidos de acesso do público continuou a ser limitado.

5 Ver o Código de Conduta do Banco Central Europeu adoptado em conformidade com o n.º 3 do artigo 11.º do Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO C 76, 8.3.2001, p. 12 e o *site* do BCE.

6 Ver a Parte 1.2 das regras aplicáveis ao pessoal do BCE, respeitante às normas de conduta e segredo profissionais, JO C 92, 16.4.2004, p. 31 e o *site* do BCE.

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

8 Decisão BCE/2004/11 relativa aos termos e condições para os inquéritos efectuados pelo Organismo Europeu de Luta Antifraude no Banco Central Europeu em matéria de luta contra a fraude, a corrupção e todas as actividades ilegais lesivas dos interesses financeiros das Comunidades Europeias, e que altera as condições de emprego do pessoal do Banco Central Europeu, JO L 230, 30.6.2004, p. 56. Esta decisão foi adoptada em resposta ao acórdão do Tribunal de Justiça Europeu de 10 de Julho de 2003 no Processo C-11/00 da Comissão v. Banco Central Europeu, ECR, I-7147.

9 JO L 80, 18.3.2004, p. 42.



## 2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL

### 2.1 RECURSOS HUMANOS

#### EVOLUÇÃO DO PESSOAL

O total de postos de trabalho orçamentados para 2005 foi de 1 369.5 posições equivalentes a tempo inteiro, comparativamente a 1 362.5 posições equivalentes a tempo inteiro em 2004. No final de 2005, o número de funcionários do BCE com contratos permanentes ou a termo de pelo menos 12 meses era de 1 360, o que corresponde a 1 351 posições equivalentes a tempo inteiro<sup>10</sup>. Após 15 de Maio de 2005, o BCE começou a aceitar candidaturas de nacionais dos dois países aderentes, Bulgária e Roménia. Todo o recrutamento externo destinado a preencher posições permanentes foi efectuado com base em contratos a termo de cinco anos para funções de gestão e consultivas e contratos a termo de três anos para o restante pessoal.

Em 2005, o BCE celebrou 106 contratos de curto prazo, inferiores a um ano, para prover a necessidades temporárias de pessoal (substituição de funcionários em licença de parto, licença parental ou licença sem vencimento, etc.), o que compara com 123 em 2004.

Além disso, de acordo com um dos princípios organizativos do Eurosistema que declara que “o intercâmbio de pessoal, conhecimentos e experiências é fomentado entre todos os membros do Eurosistema”, 80 técnicos dos BCN do SEBC, bem como do Bulgarian National Bank e do Banca Națională a României, foram recrutados pelo BCE por curtos períodos de 3 a 11 meses. Estas nomeações de curto prazo constituíram uma oportunidade muito útil para o pessoal do BCE e dos BCN para aprender através do intercâmbio de experiências, fomentando assim um espírito de equipa ao nível do SEBC. Também contribuíram para os preparativos para o alargamento da UE e a futura integração do Bulgarian National Bank e do Banca Națională a României no SEBC.

Em 2005, o BCE proporcionou estágios a 158 estudantes e diplomados da área de economia,

estatística, administração de empresas, direito e tradução. Dos 158 estágios, 10 foram concedidos no âmbito do Programa de Estudos de Investigação para Licenciados, que se destina a estudantes investigadores de elevado talento numa fase avançada do seu doutoramento.

No âmbito do Programa de Investigadores Convidados, que se centra em projectos de investigação específicos de alto nível no campo da política monetária, foram recebidos, em 2005, 19 investigadores convidados, em comparação com 18 em 2004.

O Programa para Licenciados do BCE, que se destina a recém-licenciados com habilitações académicas de teor alargado, foi lançado em 2005 com um convite à manifestação de interesse. A primeira admissão deverá ter lugar em 2006.

#### MOBILIDADE INTERNA

A mobilidade interna representa uma oportunidade para o alargamento do conhecimento técnico dos funcionários e uma forma de aumentar sinergias entre áreas de trabalho. A este respeito, a política de recrutamento interno, que coloca maior ênfase do que no passado em competências mais alargadas, tem por objectivo tornar mais fácil a mobilidade interna dos funcionários. Outras iniciativas, tais como trocas entre funcionários e transferências internas temporárias para novas funções de modo a suprir a ausência de colegas, também promovem a mobilidade interna. Em 2005, mais de 100 funcionários movimentaram-se internamente para outras posições.

#### MOBILIDADE EXTERNA

Os funcionários do BCE continuaram a ser requisitados para os BCN e para outras instituições internacionais e europeias relevantes (por exemplo, a Comissão Europeia e o FMI) por períodos de 2 a 12 meses. 15 funcionários participaram no programa de

<sup>10</sup> Tal compara com 1 314 funcionários do BCE com contratos permanentes ou a termo no final de 2004, correspondendo a 1 309 posições equivalentes a tempo inteiro.

experiência profissional no exterior em 2005. Além disso, o BCE continuou a conceder licenças sem vencimento até três anos a funcionários que queriam aceitar emprego num BCN ou numa outra organização financeira elegível. Em 2005, 14 funcionários utilizaram esta opção.

### **REFORÇO DOS RECURSOS HUMANOS**

A aplicação da nova estratégia de recursos humanos que teve início em 2004 prosseguiu ao longo de 2005. Para além de promover a mobilidade, incluindo a rotação nos cargos de gestão, a estratégia de recursos humanos centra-se na evolução da gestão do BCE. As aptidões de gestão e liderança continuaram a ser reforçadas através da formação, treino individual e um exercício de reacções (*feedback*) de várias fontes. Este exercício anual, que é obrigatório para todos os responsáveis pela gestão, proporciona uma avaliação por funcionários das áreas relevantes e reflecte-se na avaliação anual de desempenho dos responsáveis pela gestão do BCE. Adicionalmente, o Programa Avançado de Formação na Área de Gestão foi alargado de modo a abranger a gestão de desempenho do pessoal e mudança organizacional.

Além disso, os seis valores comuns do BCE (competência, eficácia e eficiência, integridade, espírito de equipa, transparência e responsabilização, e trabalho para a Europa) identificados em 2004 foram gradualmente integrados nas políticas de recursos humanos. Os primeiros passos para a transmissão dos valores para o comportamento e desempenho diários do pessoal envolveram iniciativas encorajando a evolução dos valores no sentido de padrões comportamentais e acções concretas e a incorporação dos valores na avaliação do desempenho do pessoal.

A aquisição e o desenvolvimento contínuos de competências são dois dos aspectos mais importantes da estratégia de recursos humanos do BCE. Como princípio básico, a aprendizagem e o desenvolvimento são uma responsabilidade partilhada. O BCE proporciona os recursos



orçamentais e quadro de formação, os responsáveis pela gestão definem as necessidades de formação de modo a assegurar que o pessoal mantenha o elevado nível de conhecimentos e competências profissionais necessários para a sua actual função, e os funcionários têm a responsabilidade primordial de aprendizagem e desenvolvimento. Para além de várias oportunidades de formação interna, os funcionários e os responsáveis pela gestão podem recorrer à formação externa no sentido de abordar necessidades de formação individuais específicas de natureza mais “técnica”. Podem também beneficiar de oportunidades de formação organizadas no âmbito de programas comuns do SEBC ou oferecidos pelos BCN.

Além disso, ao abrigo da Política de Formação Secundária, o BCE apoiou 19 funcionários na aquisição de qualificações no sentido de aumentar a sua competência profissional para além do âmbito dos requisitos da sua actual função.

### **A CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS E O ACOMPANHAMENTO DA DECLARAÇÃO DE MISSÃO DO EUROSISTEMA**

Com o objectivo de promover ainda mais a cooperação e o espírito de equipa entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC na área da gestão de recursos humanos, o Conselho do BCE estabeleceu uma Conferência de Recursos Humanos, formalizando assim a cooperação de longa data entre as chefias dos departamentos de pessoal dos bancos centrais da UE. Sem prejuízo da competência exclusiva dos BCN e do BCE na área dos recursos humanos, o Conselho do BCE atribuiu à Conferência de Recursos Humanos um mandato para a troca de experiências, conhecimentos técnicos e informações sobre as políticas e práticas relevantes no campo dos recursos humanos. A Conferência de Recursos Humanos contribuirá

nomeadamente para a identificação de oportunidades de actividades de formação comuns e o desenvolvimento de medidas destinadas a promover a troca de pessoal. Também coordenará actividades de interesse comum na área dos recursos humanos.

Em 1 de Setembro de 2005, o Conselho do BCE decidiu sobre uma série de medidas concretas destinadas a promover a declaração de missão do Eurosistema publicada em Janeiro de 2005. A Conferência de Recursos Humanos e o Comité de Comunicação do Eurosistema/SEBC foram posteriormente mandatados para aplicar as medidas aprovadas. A atribuição de um significado concreto à declaração de missão no trabalho diário dos funcionários do Eurosistema será um processo contínuo.

#### **GESTÃO DA DIVERSIDADE**

A gestão da diversidade procura aproveitar as diferenças entre os membros do pessoal, por forma a criar um ambiente de trabalho produtivo e de respeito, no qual os talentos são utilizados em pleno e os objectivos organizacionais são cumpridos. A gestão da diversidade é importante para o BCE, uma vez que este tem ao seu serviço pessoal proveniente dos 25 Estados-Membros da UE bem como dos dois países aderentes. O BCE integrou assim a gestão da diversidade nas suas actividades diárias, de modo a que as competências individuais do seu pessoal sejam reconhecidas e aproveitadas em pleno, permitindo ao BCE um elevado desempenho necessário ao cumprimento das suas atribuições. Em 2005, desenvolveu-se uma política de diversidade geral, um quadro de política relativo à dignidade no trabalho e uma proposta para o acompanhamento de questões relacionadas com a diversidade.

## **2.2 ANÁLISE DA EFICÁCIA E DA EFICIÊNCIA DO BCE**

Enquanto instituição pública, o BCE está comprometido a prestar os melhores serviços com os menores custos. Como complemento dos mecanismos de controlo interno e externo

existentes que acompanham permanentemente o cumprimento deste compromisso pelo BCE, o BCE decidiu analisar a sua eficácia e eficiência através da realização de uma avaliação de orçamentação de base zero na qual participaram activamente os seus funcionários e responsáveis pela gestão. A avaliação de orçamentação de base zero foi uma “nova” análise da eficácia e eficiência das actividades de todas as áreas de trabalho do BCE, realizada através de um inquérito às actividades e à produção de todos os funcionários e responsáveis pela gestão do BCE.

Com base nos resultados da avaliação de orçamentação de base zero, a Comissão Executiva decidiu que se deveriam alcançar poupanças num número significativo de posições, mas sem ser necessário o despedimento de funcionários. Foi implementado um congelamento temporário do recrutamento durante alguns meses em 2005, e ao mesmo tempo foi avaliada a possível recolocação de alguns membros do pessoal no seio da instituição. A Comissão Executiva adoptou várias outras medidas abrangendo um conjunto alargado de questões organizacionais no âmbito das várias áreas de trabalho do BCE e entre elas. Tais medidas incluíram: a criação de um Serviço de Aprovisionamento Central na Direcção-Geral de Administração; a fusão da Direcção de Planeamento e Controlo com a Direcção de Recursos Humanos para formar a nova Direcção-Geral de Recursos Humanos, Orçamento e Organização; a clarificação da afectação de responsabilidades entre a Direcção-Geral de Sistemas de Informação e outras áreas de trabalho do BCE no que respeita à aplicação de TI; a concentração de trabalho estatístico na Direcção-Geral de Estatística; e a melhoria da função de gestão de risco operacional.

## **2.3 NOVAS INSTALAÇÕES DO BCE**

Em 13 de Janeiro de 2005, o Conselho do BCE tomou uma decisão sobre o projecto para as futuras instalações do BCE. Após uma reflexão



cuidada e discussões aprofundadas com base nos critérios de selecção para o concurso, o Conselho do BCE decidiu a favor do projecto arquitectónico revisto apresentado pelos arquitectos da COOP HIMMELB(L)AU, os vencedores do concurso internacional de planeamento urbanístico e projecto de arquitectura. Simultaneamente, o Conselho do BCE lançou uma fase de optimização para a revisão das especificações funcionais, espaciais e técnicas do projecto com vista a minimizar os custos e a assegurar uma utilização óptima dos recursos.

Em 15 de Dezembro de 2005, o Conselho do BCE aprovou o projecto optimizado da COOP HIMMELB(L)AU para as futuras instalações do BCE. O novo projecto satisfazia na íntegra os requisitos do BCE. As estimativas quanto aos custos de construção encontravam-se perfeitamente dentro do quadro de custos previsto: €500 milhões. Os custos de construção das novas instalações cobrem a construção, a infra-estrutura técnica e a adaptação paisagística, bem como certas características e requisitos específicos que garantirão o devido funcionamento do BCE como um banco central

moderno. O quadro de custos do investimento global compreende não só os custos de construção, mas também todos os outros elementos de custos necessários para concluir o projecto. Estes outros elementos de custos abrangem, em particular, o custo da aquisição do terreno do *Grossmarkthalle*, a preparação e o desenvolvimento subsequentes da área, todos os custos de planeamento e outras despesas relacionadas com, por exemplo, licenças de construção, mobiliário e equipamento de TI. Estima-se que estes custos totalizem €350 milhões, tendo já sido investidos aproximadamente €80 milhões na compra, preparação e desenvolvimento da área, assim como no concurso de planeamento urbanístico e projecto de arquitectura. Por conseguinte, a estimativa é de que o custo do investimento global, incluindo os custos de construção e todos os outros custos, seja de €850 milhões. As estimativas de custos seguem a metodologia utilizada para este tipo de projecto e baseiam-se num nível constante de preços em 2005.

A fase de optimização deu origem a várias alterações da proposta de projecto. Primeiro, foi adicionado um novo elemento arquitectónico

que intersectará o edifício do *Grossmarkthalle*, unindo o átrio às torres, e que dará uma entrada distintiva às novas instalações do BCE, do lado norte. Segundo, a utilização do edifício do *Grossmarkthalle* foi intensificada, tendo sido melhorada a vista do mesmo do lado sul. Na proposta de projecto optimizado, as características arquitectónicas das torres, bem como a sua função de, essencialmente, proporcionarem espaço para escritórios, não sofreram alterações.

Em 15 de Dezembro de 2005, o Conselho do BCE decidiu igualmente lançar a fase de planeamento, que terá início em Março de 2006. Prevê-se que as obras de construção comecem por volta do final de 2007 e que estejam concluídas no final de 2011.

Em 16 de Fevereiro de 2006, o Conselho do BCE aprovou o conceito para o quadro relativo à gestão, organização, controlo financeiro e auditoria da fase de planeamento do projecto das novas instalações do BCE, incluindo o regime de aquisições de bens e serviços e a gestão do risco operacional.

Irá também ser construído um espaço informativo e um monumento em memória do papel do *Grossmarkthalle* na deportação de cidadãos judeus. Foi criado um grupo de acção composto por representantes do BCE, da Câmara e da comunidade judaica de Frankfurt que irá preparar um concurso internacional de concepção arquitectónica do monumento e espaço informativo. O lançamento do concurso está previsto para o primeiro semestre de 2006.

### 3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC

O Diálogo Social do SEBC é um fórum consultivo que envolve o BCE e representantes dos trabalhadores de todos os bancos centrais do SEBC e das federações de sindicatos europeus. O seu objectivo é prestar informação e trocar opiniões sobre questões que possam ter um impacto importante na situação de emprego nos bancos centrais do SEBC.

Foram realizadas três reuniões no âmbito do Diálogo Social do SEBC em 2005. Para além de questões relacionadas com a produção e circulação de notas, sistemas de pagamentos (TARGET2) e supervisão financeira, que são tópicos regularmente abordados pelo Diálogo Social, as discussões trataram da declaração de missão do Eurosistema, propósitos estratégicos e princípios organizativos e suas implicações para o trabalho diário do pessoal do Eurosistema.

O Conselho do BCE reconheceu o desejo dos representantes dos trabalhadores no sentido de um maior envolvimento em discussões referentes a consequências da declaração de missão do Eurosistema para os trabalhadores e consultou-os antes de decidir sobre várias medidas iniciais de implementação relacionadas com a declaração de missão. Em primeiro lugar, em Maio de 2005 foi proposta aos BCN da área do euro uma consulta descentralizada a ser realizada a nível local junto dos representantes dos trabalhadores. Em segundo lugar, no seguimento dessa iniciativa, foi realizada uma consulta aos representantes dos trabalhadores no contexto da reunião do Diálogo Social de Julho de 2005. Nessa reunião, as federações de sindicatos europeus fizeram uma declaração conjunta apresentando a sua própria visão da declaração de missão do Eurosistema, propósitos estratégicos e princípios organizativos.

O BCE continuou a emitir, entre reuniões, um boletim informativo com o objectivo de manter informados os representantes dos trabalhadores quanto aos últimos desenvolvimentos no âmbito dos temas acima mencionados. Nas reuniões realizadas em 2005, também foram acordadas

outras formas de melhorar o Diálogo Social do SEBC e aumentar o envolvimento dos representantes dos trabalhadores e sindicatos dos BCN dos dez novos Estados-Membros.



## 4 CONTAS ANUAIS DO BCE



# RELATÓRIO DE GESTÃO RELATIVO AO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2005

## 1 ACTIVIDADES PRINCIPAIS

As actividades do BCE em 2005 são descritas em pormenor nos capítulos correspondentes do Relatório Anual.

## 2 CONTAS FINANCEIRAS

Nos termos do artigo 26.º-2 dos Estatutos do SEBC, as Contas Anuais do BCE são elaboradas pela Comissão Executiva de acordo com os princípios estabelecidos pelo Conselho do BCE. As contas são subsequentemente aprovadas pelo Conselho do BCE, sendo publicadas em seguida.

## 3 PROVISÃO PARA RISCOS DE TAXA DE CÂMBIO, DE TAXA DE JURO E DA FLUTUAÇÃO DO PREÇO DO OURO

Uma vez que a maioria dos activos e passivos da instituição é objecto de uma reavaliação cambial e a preços de mercado periódica, a rentabilidade do BCE está fortemente condicionada pela exposição ao risco cambial e, em menor grau, pela sua exposição ao risco de taxa de juro. Ambas as situações se devem, principalmente, aos activos de reserva detidos pelo BCE em dólares dos Estados Unidos, ienes japoneses e ouro, que são investidos predominantemente em instrumentos remunerados.

Tendo em consideração a grande exposição do BCE a estes riscos e a actual dimensão das suas contas de reavaliação, o Conselho do BCE decidiu criar uma provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e da flutuação do preço do ouro. Em 31 de Dezembro de 2005, um montante de €992 milhões foi registado nesta provisão, que teve como resultado a redução do lucro líquido do exercício para exactamente zero.

Esta provisão será utilizada para cobrir perdas realizadas e não realizadas, sobretudo perdas de reavaliação não cobertas pelas contas de

reavaliação. O montante da provisão será objecto de revisão anual.

## 4 RESULTADOS FINANCEIROS

Se não tivesse sido criada a provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e da flutuação do preço do ouro, o lucro líquido do BCE para 2005 teria sido de €992 milhões. Em 2004, o BCE registou um prejuízo líquido no valor de €1 636 milhões.

Esse prejuízo deveu-se essencialmente à apreciação do euro, o qual originou o reconhecimento de prejuízos não realizados, registados na conta de resultados, por contrapartida do decréscimo do valor em euros dos activos detidos pelo BCE denominados em dólares dos Estados Unidos. O custo médio dos activos e responsabilidades denominados em dólares dos Estados Unidos nos registos contabilísticos do BCE foi igualmente ajustado à taxa de câmbio em vigor no final do exercício.

Em 2005, a depreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos e ao ouro resultou num aumento substancial nas respectivas contas de reavaliação, mas sem efeitos simultâneos na conta de resultados. As políticas contabilísticas harmonizadas para o BCE e para o Eurosistema, descritas nas notas às Contas Anuais, baseiam-se sobretudo no princípio da prudência. Em particular, têm como objectivo assegurar que os ganhos não realizados resultantes da reavaliação de activos e passivos não sejam reconhecidos como proveitos, não sendo assim passíveis de serem distribuídos como lucros. Pelo contrário, as perdas não realizadas originadas pelas reavaliações são lançadas na conta de resultados, no final do exercício.

Em 2005, os resultados líquidos de juros aumentaram, principalmente devido à subida das taxas de juro do dólar dos Estados Unidos, depois dos níveis historicamente baixos das taxas de juro internas e externas em 2004. Os resultados líquidos de juros incluem o montante

de €868 milhões em proveitos relacionados com a participação do BCE nas notas de euro em circulação.

O total dos custos administrativos incorridos pelo BCE, incluindo as amortizações, diminuiu 7%, passando de €374 milhões em 2004 para €348 milhões em 2005. Os custos com pessoal diminuíram, principalmente devido a uma alteração no tratamento contabilístico aplicado ao reconhecimento de ganhos/perdas actuariais líquidos relativos ao plano de pensões de reforma e outros benefícios pós-emprego do BCE. Os custos com pensões em 2004 foram consideravelmente mais elevados devido ao reconhecimento do valor de €23.7 milhões referentes a perdas actuariais líquidas do exercício em que se verificaram. A partir de 2005, os ganhos e perdas actuariais líquidos que excedam um limite fixado têm de ser amortizados pelo período equivalente à restante vida de trabalho média esperada dos participantes do Fundo.

Esta redução nos custos com pessoal foi, todavia, parcialmente coberta pelo aumento salarial derivado do acréscimo do número de pessoas ao serviço do BCE.

Os outros custos administrativos também diminuíram, sobretudo devido a uma redução nos honorários de profissionais especializados e consultores.

Em 2005, os emolumentos dos membros da Comissão Executiva totalizaram €2.1 milhões (2004: €2.1 milhões).

## **5 ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO DE RISCOS**

A carteira de reservas externas do BCE é composta por activos de reserva que os BCN do Eurosistema transferiram para o BCE, em conformidade com o disposto no artigo 30.º dos Estatutos do SEBC, assim como pelos proveitos resultantes. A finalidade é financiar as operações do BCE no mercado cambial, tendo

em vista os objectivos estabelecidos no Tratado.

A carteira de fundos próprios do BCE reflecte o investimento do seu capital realizado, do fundo geral de reserva e os proveitos da carteira acumulados no passado, e destina-se a proporcionar ao BCE uma reserva para fazer face a possíveis perdas.

As actividades de investimento do BCE e a sua gestão dos riscos associados são descritas com maior detalhe no Capítulo 2 do Relatório Anual.

## **6 GESTÃO DO BCE**

A informação relativa à gestão do BCE é apresentada no Capítulo 7.

## **7 PESSOAL**

O número médio de pessoas ao serviço do BCE aumentou de 1 261 em 2004 para 1 331 em 2005. Para mais pormenores, consultar as notas à Conta de Resultados e o Capítulo 7, Secção 2, que também descreve a estratégia de recursos humanos do BCE.

## BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2005

ACTIVO	NOTA	2005 €	2004 €
<b>Ouro e ouro a receber</b>	<b>1</b>	<b>10 064 527 857</b>	<b>7 928 308 842</b>
<b>Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>2</b>		
Fundo Monetário Internacional		170 162 349	163 794 845
Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos		31 062 557 242	26 938 993 980
		<b>31 232 719 591</b>	<b>27 102 788 825</b>
<b>Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>2</b>	<b>2 908 815 389</b>	<b>2 552 016 565</b>
<b>Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>3</b>		
Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos		13 416 711	87 660 507
<b>Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>25 000</b>
<b>Activos intra-Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema		45 216 783 810	40 100 852 165
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)		5 147 038 409	3 410 918 324
		<b>50 363 822 219</b>	<b>43 511 770 489</b>
<b>Outros activos</b>	<b>6</b>		
Activos imobilizados corpóreos		175 237 902	187 318 304
Outros activos financeiros		6 888 490 580	6 308 075 905
Acréscimos e diferimentos		1 091 945 157	770 894 480
Contas diversas e de regularização		4 397 807	6 933 022
		<b>8 160 071 446</b>	<b>7 273 221 711</b>
<b>Prejuízo do exercício</b>		<b>0</b>	<b>1 636 028 702</b>
<b>Total do activo</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

<b>PASSIVO</b>	<b>NOTA</b>	<b>2005</b> €	<b>2004</b> €
<b>Notas em circulação</b>	<b>7</b>	<b>45 216 783 810</b>	<b>40 100 852 165</b>
<b>Responsabilidades para com outras entidades da área do euro denominadas em euros</b>	<b>8</b>	<b>1 050 000 000</b>	<b>1 050 000 000</b>
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>9</b>	<b>649 304 896</b>	<b>137 462 706</b>
<b>Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>4 967 080</b>
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b> Depósitos, saldos e outras responsabilidades	<b>10</b>	<b>855 933 000</b>	<b>1 254 905 957</b>
<b>Responsabilidades intra-Eurosistema</b> Responsabilidades equivalentes à transferência de reservas externas	<b>11</b>	<b>39 782 265 622</b>	<b>39 782 265 622</b>
<b>Outras responsabilidades</b> Acréscimos e diferimentos Contas diversas e de regularização	<b>12</b>	1 331 685 870 632 012 224 <b>1 963 698 094</b>	1 136 708 542 265 799 279 <b>1 402 507 821</b>
<b>Provisões</b>	<b>13</b>	<b>1 027 507 143</b>	<b>52 396 126</b>
<b>Contas de reavaliação</b>	<b>14</b>	<b>8 108 628 098</b>	<b>1 921 117 190</b>
<b>Capital e reservas</b> Capital Reservas	<b>15</b>	4 089 277 550 0 <b>4 089 277 550</b>	4 089 277 550 296 068 424 <b>4 385 345 974</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

## CONTA DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2005

	NOTA	2005 €	2004 €
Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva externa		889 408 789	422 418 698
Juros e outros proveitos equiparados decorrentes da repartição das notas de euro no Eurosistema		868 451 848	733 134 472
Outros juros e proveitos equiparados		1 794 267 421	1 456 650 188
<i>Juros e outros proveitos equiparados</i>		<i>3 552 128 058</i>	<i>2 612 203 358</i>
Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva externa transferidos		(710 160 404)	(693 060 433)
Outros juros e custos equiparados		(1 572 338 709)	(1 229 369 015)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(2 282 499 113)</i>	<i>(1 922 429 448)</i>
<b>Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados</b>	<b>18</b>	<b>1 269 628 945</b>	<b>689 773 910</b>
Resultados realizados em operações financeiras	19	149 369 135	136 045 810
Prejuízos não realizados em operações financeiras	20	(97 494 081)	(2 093 285 109)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio e preços		(992 043 443)	0
<b>Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos</b>		<b>(940 168 389)</b>	<b>(1 957 239 299)</b>
<b>Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários</b>	<b>21</b>	<b>(182 373)</b>	<b>(261 517)</b>
<b>Outros proveitos e ganhos</b>	<b>22</b>	<b>18 281 961</b>	<b>5 956 577</b>
<b>Total de proveitos e ganhos líquidos</b>		<b>347 560 144</b>	<b>(1 261 770 329)</b>
Custos com pessoal	23	(153 048 314)	(161 192 939)
Custos administrativos	24	(158 457 219)	(176 287 651)
Amortização de imobilizado corpóreo		(31 888 637)	(33 655 824)
Custos de produção de notas	25	(4 165 974)	(3 121 959)
<b>Lucro/(prejuízo) do exercício</b>		<b>0</b>	<b>(1 636 028 702)</b>

Frankfurt am Main, 7 de Março de 2006

BANCO CENTRAL EUROPEU

Jean-Claude Trichet  
Presidente

# POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS<sup>1</sup>

## FORMA E APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As demonstrações financeiras do Banco Central Europeu (BCE) foram preparadas para reproduzirem de forma apropriada a situação financeira do BCE e os resultados das suas operações. Foram elaboradas de acordo com as políticas contabilísticas<sup>2</sup>, referidas a seguir, consideradas pelo Conselho do BCE como adequadas à função de banco central.

## PRINCÍPIOS CONTABILÍSTICOS

Foram aplicados os seguintes princípios contabilísticos: transparência e realidade económica, prudência, materialidade, especialização de exercícios, continuidade, consistência, comparabilidade e reconhecimento de acontecimentos posteriores à data do balanço.

## BASES DE APRESENTAÇÃO

A preparação das contas seguiu o princípio do custo histórico, tendo, porém, sido modificadas de modo a incluírem a valorização a preços de mercado dos títulos transaccionáveis, do ouro e dos outros activos e passivos patrimoniais e extrapatrimoniais denominados em moeda estrangeira. As transacções com activos e passivos financeiros são contabilizadas na data da respectiva liquidação.

## OURO E ACTIVOS E PASSIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Os activos e passivos em moeda estrangeira são convertidos em euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço. Os proveitos e custos são convertidos à taxa de câmbio em vigor na data da transacção. A reavaliação dos activos e passivos em moeda estrangeira, incluindo as operações patrimoniais e extrapatrimoniais, é efectuada moeda a moeda.

A reavaliação ao preço de mercado dos activos e passivos denominados em moeda estrangeira é tratada separadamente da reavaliação cambial.

O ouro é reavaliado aos preços de mercado em vigor no final do exercício, não sendo feita

qualquer distinção entre a reavaliação a preços de mercado e a reavaliação cambial. Pelo contrário, é contabilizada uma única reavaliação do ouro com base no preço em euros por onça de ouro fino, que, para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2005, resultou da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos em 30 de Dezembro de 2005.

## TÍTULOS

Todos os títulos de dívida negociáveis e outros activos semelhantes são valorizados aos preços de mercado em vigor à data do balanço numa base título-a-título. Para o exercício que terminou em 31 de Dezembro de 2005, foram utilizados os preços de mercado do dia 30 de Dezembro de 2005. Os títulos não negociáveis são valorizados ao preço de custo.

## RECONHECIMENTO DE RESULTADOS

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos. Os ganhos e perdas realizados em vendas de moeda estrangeira, ouro e títulos são levados à conta de resultados. Esses ganhos e perdas realizados são calculados tendo por base o respectivo custo médio de aquisição do activo.

Os ganhos não realizados não são reconhecidos como proveitos, sendo transferidos directamente para uma conta de reavaliação.

As perdas não realizadas são levadas à conta de resultados caso excedam os ganhos de reavaliação anteriores registados na conta de reavaliação correspondente. As perdas não realizadas em qualquer título, moeda ou ouro não são compensadas com ganhos não realizados em outros títulos, moedas ou ouro. Na eventualidade de, no final do exercício, se verificar uma perda não realizada em qualquer activo, o seu custo médio de aquisição é

<sup>1</sup> As políticas contabilísticas pormenorizadas do BCE estão definidas na Decisão do Conselho do BCE de 5 de Dezembro de 2002 (BCE/2002/11), JO L 58, 3.3.2003, p. 38-59, com as alterações que lhe foram introduzidas.

<sup>2</sup> Estas políticas são compatíveis com o disposto no artigo 26.º-4 dos Estatutos do SEBC, que exige a harmonização das regras a aplicar às operações contabilísticas e à prestação de informação financeira, no contexto do Eurosistema.

igualado à taxa de câmbio e/ou o preço de mercado em vigor no final do exercício.

Os prémios ou os descontos sobre títulos adquiridos são calculados e apresentados como uma parte dos juros, sendo amortizados ao longo do prazo residual desses activos.

### **OPERAÇÕES REVERSÍVEIS**

As operações reversíveis são as operações através das quais o BCE compra ou vende activos ao abrigo de um acordo de reporte ou realiza operações de crédito com garantias.

Ao abrigo de um acordo de recompra, os títulos são vendidos com o acordo simultâneo de serem de novo comprados numa data futura a um preço previamente acordado. Estes acordos de recompra são registados como depósitos com garantia no passivo do balanço e, por conseguinte, justificam juros e custos equiparados na conta de resultados. Os títulos vendidos ao abrigo deste tipo de acordos permanecem no balanço do BCE.

Ao abrigo de um acordo de revenda, os títulos são comprados com o acordo simultâneo de serem vendidos de novo à contraparte numa data futura a um preço previamente acordado. Estes acordos de revenda são registados como empréstimos garantidos no activo do balanço, e não como títulos da carteira, e dão origem a proveitos e juros equiparados na conta de resultados.

As operações reversíveis (incluindo as operações de cedência de títulos) realizadas mediante um programa automático de cedência de títulos são registadas no balanço apenas quando a garantia seja prestada ao BCE sob a forma de numerário durante o prazo da transacção. Em 2005, o BCE não recebeu qualquer garantia, sob a forma de numerário para operações desta natureza.

### **INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS**

Os instrumentos de moeda, nomeadamente as operações cambiais a prazo, as componentes a prazo de *swaps* cambiais e outros instrumentos

monetários que impliquem a troca entre duas moedas estrangeiras numa data futura são incluídos na posição cambial dessa moeda para efeitos de cálculo dos resultados cambiais. Os instrumentos de taxa de juro são reavaliados operação a operação. Os futuros de taxas de juro são registados em contas extrapatrimoniais. As oscilações diárias das margens de variação são registadas na conta de resultados.

### **ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO**

O activo e o passivo são ajustados em função das ocorrências verificadas entre a data do balanço anual e a data em que o Conselho do BCE aprova as demonstrações financeiras, desde que estas afectem materialmente a situação do activo e do passivo à data do balanço.

### **POSIÇÕES INTRA-SEBC/POSIÇÕES INTRA-EUROSISTEMA**

As transacções intra-SEBC são transacções transfronteiras que ocorrem entre dois bancos centrais da UE. Estas transacções são essencialmente processadas através do TARGET – o Sistema de Transferências Automáticas Trans europeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real (ver Capítulo 2) – e dão origem a saldos bilaterais nas contas entre os bancos centrais da UE ligados ao TARGET. Estes saldos bilaterais são compensados por novação com o BCE numa base diária, ficando cada BCN com uma única posição de saldo bilateral apenas face ao BCE. Nas demonstrações financeiras do BCE, este saldo representa a posição activa ou passiva líquida de cada BCN face ao resto do SEBC.

Os saldos intra-SEBC dos BCN da área do euro junto do BCE (excepto os que se referem ao capital do BCE e às posições resultantes da transferência de activos de reserva para o BCE) são considerados como activos ou responsabilidades intra-Eurosistema, sendo apresentados no balanço do BCE como uma única posição credora ou devedora líquida.

Os saldos intra-Eurosistema resultantes da repartição de notas de euro no Eurosistema são incluídos como uma única posição na rubrica “Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Os saldos intra-SEBC dos BCN não participantes na área do euro (o Danmarks Nationalbank, o Sveriges Riksbank e o Bank of England) junto do BCE são apresentados na rubrica “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”.

### TRATAMENTO DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO

Activos immobilizados corpóreos e incorpóreos, com excepção de terrenos, são valorizados ao custo de aquisição, deduzido das respectivas amortizações acumuladas. Os terrenos são valorizados a preços de custo. As amortizações são calculadas de acordo com um esquema linear, com início no trimestre seguinte à aquisição e estendendo-se pelo período de vida esperado para esse activo, como a seguir indicado:

Computadores, outro equipamento informático e veículos motorizados	4 anos
Equipamento, mobiliário e instalações	10 anos
Custos com edifícios e obras	25 anos
Activos fixos de custo inferior a €10 000	Amortizados no ano de aquisição

O período de amortização dos custos com edifícios e obras relacionadas com as actuais instalações do BCE foi reduzido de modo a assegurar que estes activos sejam totalmente amortizados antes de o BCE mudar para a sua nova sede.

### O PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE

O BCE dispõe de um plano de benefícios definidos para o seu pessoal, financiado pelos activos que detém num fundo de benefícios a longo prazo para esse fim. O BCE modificou a

sua política contabilística, com efeito a partir de 1 de Janeiro de 2005. Os efeitos nas demonstrações financeiras são descritos a seguir.

### Balanço

Em relação aos planos de benefícios definidos, a responsabilidade agora reconhecida no balanço corresponde ao valor actual da obrigação de benefícios definidos à data do balanço *menos* o justo valor dos activos do Fundo utilizados para financiar esta obrigação, ajustado pelos ganhos ou perdas actuariais não reconhecidos.

As responsabilidades, relativas à obrigação de benefícios definidos, são calculadas anualmente por actuários independentes através do método da unidade de crédito projectada. Para determinar o valor actual destas responsabilidades, os fluxos financeiros futuros esperados são descontados com base em taxas de juro de obrigações de empresas de elevado *rating* e com prazos de maturidade que coincidem com o termo das responsabilidades em causa.

Os ganhos e as perdas actuariais podem resultar de ajustamentos derivados (i) da diferença entre os resultados realmente ocorridos e os pressupostos actuariais prévios e (ii) de alterações nos pressupostos actuariais.

Até 2005, o BCE divulgou em separado (e segundo o princípio da não compensação) esta responsabilidade relativa às obrigações de benefícios definidos e o justo valor dos activos do Fundo. Além disso, todos os ganhos e perdas actuariais foram sempre reconhecidos na conta de resultados no exercício em que ocorreram. Consequentemente, os valores comparativos para 2004 foram reclassificados, para harmonizá-los com a política contabilística revista. Uma vez que todos os ganhos e perdas actuariais foram previamente reconhecidos na sua totalidade no exercício em que ocorreram, não foi necessário proceder a qualquer ajustamento de exercício prévio na conta de resultados.



### **Conta de Resultados**

O montante líquido que foi agora registado na conta de resultados refere-se:

- a) ao custo de serviço corrente relativo ao exercício;
- b) ao custo esperado dos juros, calculado à taxa de desconto aplicada à obrigação de benefícios definidos;
- c) ao rendimento esperado dos activos do Fundo; e
- d) a quaisquer ganhos e perdas actuariais reconhecidos na conta de resultados, determinados com base num “corredor” com limite de 10%.

### **Método do “corredor” com limite de 10%**

Ganhos e perdas actuariais que excedam 10% do maior entre (a) a obrigação de benefícios definidos e (b) o justo valor dos activos do Fundo têm de ser amortizados pelo período equivalente à restante vida de trabalho média esperada do pessoal participante no Fundo.

### **Reformas e outras responsabilidades pós-reforma dos membros da Comissão Executiva**

Existem acordos, não abrangidos pelos planos do Fundo, que garantem as pensões de reforma dos membros da Comissão Executiva e os benefícios por presumível incapacidade do pessoal. Os custos esperados destes benefícios são acumulados durante os mandatos/o período de serviço com base numa metodologia contabilística semelhante à dos planos de benefícios de reforma definidos. Os ganhos e perdas actuariais serão reconhecidos tal como descrito anteriormente.

Estas obrigações são avaliadas anualmente por actuários independentes para determinar a responsabilidade adequada a contabilizar nas demonstrações financeiras.

### **NOTAS EM CIRCULAÇÃO**

O BCE e os 12 BCN da área do euro, que em conjunto compõem o Eurosistema, emitem notas de euro<sup>3</sup>. A repartição pelos bancos centrais do Eurosistema do valor total de notas em circulação é feita no último dia útil de cada mês, de acordo com a tabela de repartição de notas de banco<sup>4</sup>.

Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% do valor total das notas de euro em circulação, registada na rubrica do passivo “Notas em circulação” por contrapartida de créditos sobre os BCN. Estes créditos, que vencem juros<sup>5</sup>, são apresentados sob a rubrica “Activos intra-Eurosistema: Activos relacionados com a repartição de notas de euro no Eurosistema” (ver “Posições intra-SEBC/intra-Eurosistema” nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os juros sobre estas posições são incluídos na rubrica “Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados”. O Conselho do BCE decidiu em 2002 que estes proveitos seriam distribuídos separadamente pelos BCN, sob a forma de uma distribuição intercalar após o final de cada trimestre<sup>6</sup>. A distribuição é feita na totalidade, excepto nos casos em que o lucro líquido do BCE relativo ao exercício seja inferior aos proveitos referentes às notas de euro em circulação, ou após qualquer decisão do Conselho do BCE de proceder a transferências para a constituição de uma provisão para riscos

3 Decisão do BCE de 6 de Dezembro de 2001 relativa à emissão de notas de euro (BCE/2001/15), JO L 337, 20.12.2001, p. 52-54, com as alterações que lhe foram introduzidas.

4 “Tabela de repartição de notas de banco”: indica as percentagens que resultam de se levar em conta a participação do BCE no total de emissão de notas de euro e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCN nesse total.

5 Decisão do BCE de 6 de Dezembro de 2001 relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes do exercício de 2002 (BCE/2001/16), JO L 337, 20.12.2001, p. 55-61, com as alterações que lhe foram introduzidas.

6 Decisão de 21 de Novembro de 2002 relativa à distribuição, pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes, dos proveitos do Banco Central Europeu referentes às notas de euro em circulação (BCE/2002/9), JO L 323, 28.11.2002, p. 49-50. Esta decisão foi revogada pela Decisão BCE/2005/11, JO L 311, 26.11.2005, p. 41, que entrou em vigor em 18 de Novembro de 2005. A partir de 2006, a distribuição ocorrerá apenas no final do exercício.

de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro, e está sujeita a qualquer decisão que o Conselho do BCE venha a tomar para abater a estes proveitos os custos incorridos pelo BCE relacionados com a emissão e tratamento das notas de euro.

### **OUTRAS QUESTÕES**

Tendo em consideração o papel do BCE como banco central, a Comissão Executiva é de opinião que a publicação de uma demonstração dos fluxos de caixa não fornece aos leitores das demonstrações financeiras qualquer informação adicional relevante.

Em conformidade com o disposto no artigo 27.º dos Estatutos do SEBC, e com base numa recomendação do Conselho do BCE, o Conselho da União Europeia aprovou a nomeação da KPMG Deutsche Treuhand/Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na qualidade de auditores externos do BCE por um período de cinco anos até ao final do exercício de 2007.

## NOTAS AO BALANÇO

### I OURO E OURO A RECEBER

Em 31 de Dezembro de 2005, o BCE detinha 23.1 milhões de onças de ouro fino (2004: 24.7 milhões de onças). A redução deveu-se à venda de ouro em conformidade com o “Central Bank Gold Agreement” (acordo dos bancos centrais sobre o ouro), de 27 de Setembro de 2004, sendo o BCE um dos signatários. O valor total do ouro detido aumentou em comparação com o final de 2004, devido a uma subida significativa do preço do ouro durante 2005 (ver “Ouro e activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### 2 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO E RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

#### *Fundo Monetário Internacional*

Este activo representa os Direitos de Saque Especiais (DSE) detidos pelo BCE em 31 de Dezembro de 2005. Resulta de um acordo bidireccional para a compra e venda de DSE com o Fundo Monetário Internacional (FMI), segundo o qual o FMI está autorizado a efectuar, em nome do BCE, vendas e compras de DSE contra euros, dentro de um limite máximo e mínimo, determinado em função dos montantes obtidos. O DSE é definido com base num cabaz de moedas. O seu valor corresponde à soma ponderada das taxas de câmbio das quatro moedas mais importantes (euro, iene japonês, libra esterlina e dólar dos Estados Unidos). Para efeitos contabilísticos, os DSE são considerados uma moeda estrangeira (ver “Ouro e activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

#### *Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos*

#### *Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira*

Estes activos consistem em depósitos em bancos, empréstimos denominados em moeda estrangeira e investimentos em títulos,

denominados em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses, como a seguir indicado:

<i>Activos sobre não residentes na área do euro</i>	2005 €	2004 €	Variação €
Depósitos à ordem	5 149 756 962	2 682 171 017	2 467 585 945
Aplicações no mercado monetário	1 182 580 317	848 227 002	334 353 315
Compras com acordo de revenda	1 306 216 228	2 408 046 989	(1 101 830 761)
Investimentos em títulos	23 424 003 735	21 000 548 972	2 423 454 763
Total	31 062 557 242	26 938 993 980	4 123 563 262

<i>Activos sobre residentes na área do euro</i>	2005 €	2004 €	Variação €
Depósitos à ordem	25 019	26 506	(1 487)
Aplicações no mercado monetário	2 908 790 370	2 547 022 979	361 767 391
Compras com acordo de revenda	0	4 967 080	(4 967 080)
Total	2 908 815 389	2 552 016 565	356 798 824

O aumento nestas posições em 2005 deve-se essencialmente à reavaliação no final do exercício dos activos do BCE denominados em dólares dos Estados Unidos (ver “Ouro e activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### 3 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2005, estes activos consistiam em depósitos bancários junto de entidades não residentes na área do euro.

#### 4 OUTROS ACTIVOS SOBRE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO DA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2005, estes activos consistiam num depósito bancário junto de uma entidade residente na área do euro.

#### 5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

##### *Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema*

Esta rubrica consiste nos activos do BCE sobre os BCN da área do euro relacionados com a repartição de notas de euro no Eurosistema (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

##### *Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)*

Esta rubrica consiste nos saldos no sistema TARGET dos BCN da área do euro face ao BCE e nos montantes relativos às distribuições intercalares dos proveitos do BCE referentes a notas de euro. Em 31 de Dezembro de 2005, o montante de €634 milhões (2004: €536 milhões) é relativo às distribuições intercalares dos proveitos do BCE referentes a notas de euro. Tal representa a devolução subsequente das distribuições intercalares dos referidos proveitos aos BCN da área do euro respeitantes aos três primeiros trimestres do ano (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e a nota 18, “Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados”).

	2005 €	2004 €
Créditos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET	75 906 443 905	64 024 554 579
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET	(71 393 877 603)	(61 149 859 140)
Posição líquida relativa ao TARGET	4 512 566 302	2 874 695 439
Créditos sobre/ (responsabilidades para com) BCN da área do euro relacionados com a distribuição intercalar dos proveitos do BCE referentes a notas de euro	634 472 107	536 222 885
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)	5 147 038 409	3 410 918 324

#### 6 OUTROS ACTIVOS

##### *Activos imobilizados incorpóreos*

Em 31 de Dezembro de 2005, estes activos eram constituídos pelas seguintes rubricas principais:

	Valor de balanço líquido em 31 de Dezembro de 2005 €	Valor de balanço líquido em 31 de Dezembro de 2004 €	Varição €
Terrenos e edifícios	128 986 932	135 997 016	(7 010 084)
Equipamento e programas informáticos	30 751 165	43 089 388	(12 338 223)
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos motorizados	2 929 688	3 809 292	(879 604)
Imobilizações em curso	11 576 491	3 215 050	8 361 441
Outras imobilizações corpóreas	993 626	1 207 558	(213 932)
Total	175 237 902	187 318 304	(12 080 402)

A redução registada nesta rubrica deveu-se sobretudo à inexistência de acréscimos significativos nas rubricas “Terrenos e edifícios” ou “Equipamento e programas

informáticos” em 2005, ao contrário do que aconteceu em 2004.

O aumento na categoria “Imobilizações em curso” está relacionado principalmente com a nova sede do BCE. As transferências desta categoria para as rubricas referentes a imobilizações corpóreas são efectuadas assim que os activos começam a ser utilizados.

#### **Outros activos financeiros**

As componentes mais importantes desta rubrica são as seguintes:

	2005 €	2004 €	Variação €
Títulos denominados em euros	5 710 256 343	5 399 222 333	311 034 010
Compras com acordo de revenda em euros	1 136 043 600	869 977 933	266 065 667
Outros activos financeiros	42 190 637	38 875 639	3 314 998
<b>Total</b>	<b>6 888 490 580</b>	<b>6 308 075 905</b>	<b>580 414 675</b>

- (a) Títulos denominados em euros e operações de compra com acordo de revenda em euros constituem o investimento dos fundos próprios do BCE (ver também a nota 12, “Outras responsabilidades”).
- (b) No final de 2004, as carteiras de investimento relacionadas com o fundo de pensões do BCE, avaliadas em €120.2 milhões, eram classificadas nesta rubrica. Em 2005, foram reclassificadas como pertencentes ao passivo líquido do plano de pensões na rubrica “Outras responsabilidades” (ver “O plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas.)
- (c) Em 2005, o BCE adquiriu 211 acções do Banco de Pagamentos Internacionais, detendo actualmente um total de 3 211 acções, registadas ao custo de aquisição de €41.8 milhões.

#### **Acréscimos e diferimentos**

Em 2005, esta posição incluía juros especializados sobre os activos do BCE relacionados com a repartição de notas de euro no Eurosistema do último trimestre (ver “Notas de euro em circulação”, nas notas sobre políticas contabilísticas).

Esta rubrica inclui igualmente juros especializados de títulos e de outros activos financeiros.

#### **Contas diversas e de regularização**

Esta rubrica inclui um crédito sobre o Ministério Federal das Finanças da Alemanha relativo a valores a recuperar do imposto sobre o valor acrescentado e outros impostos indirectos suportados. Esses impostos são reembolsáveis nos termos do artigo 3.º do Protocolo relativo aos Privilégios e Imunidades das Comunidades Europeias, que se aplica ao BCE por força do artigo 40.º dos Estatutos do SEBC.

## **7 NOTAS EM CIRCULAÇÃO**

Esta rubrica consiste na participação do BCE no total de notas de euro em circulação (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## **8 RESPONSABILIDADES PARA COM OUTRAS ENTIDADES DA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS**

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro (ABE), utilizados como garantia ao BCE para os pagamentos da ABE liquidados através do sistema TARGET.

## **9 RESPONSABILIDADES PARA COM NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS**

Estas responsabilidades representam essencialmente os saldos das contas que os BCN fora da área do euro detêm junto do BCE

resultantes de transacções efectuadas através do sistema TARGET (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## 10 RESPONSABILIDADES PARA COM RESIDENTES E NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM MOEDA ESTRANGEIRA

As responsabilidades decorrentes de vendas com acordo de recompra celebrados com residentes e não residentes na área do euro, relacionados com a gestão das reservas em moeda estrangeira do BCE, são as seguintes:

<i>Responsabilidades para com residentes na área do euro</i>	2005 €	2004 €	Variação €
Vendas com acordo de recompra	0	4 967 080	(4 967 080)

<i>Responsabilidades para com não residentes na área do euro</i>	2005 €	2004 €	Variação €
Vendas com acordo de recompra	855 933 000	1 254 905 957	(398 972 957)

## 11 RESPONSABILIDADES INTRA-EUROSISTEMA

Representam as responsabilidades para com os BCN da área do euro, decorrentes da transferência de activos de reserva para o BCE quando passaram a fazer parte do Eurosistema. Em 2004, foram realizados dois ajustamentos nestes saldos por forma a reflectirem (a) o ajustamento quinquenal da ponderação dos BCN na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE que teve lugar em 1 de Janeiro de 2004 e (b) a adesão de dez novos Estados-Membros em 1 de Maio de 2004, facto que modificou também a ponderação na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE. O efeito combinado dos dois ajustamentos traduziu-se na redução destes saldos, que passaram de €40.5 mil milhões para €39.8 mil milhões. Não foram realizados novos ajustamentos em 2005.

Estas responsabilidades são remuneradas à última taxa marginal disponível aplicável às operações principais de refinanciamento, ajustada de forma a reflectir uma remuneração zero da componente ouro (ver a nota 18, “Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados”).

	Repartição das subscrições %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21.1364	11 761 707 508
Bank of Greece	1.8974	1 055 840 343
Banco de España	7.7758	4 326 975 513
Banque de France	14.8712	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.9219	513 006 858
Banca d'Italia	13.0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0.1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3.9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2.0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1.7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2887	717 118 926
<b>Total</b>	<b>71.4908</b>	<b>39 782 265 622</b>

## 12 OUTRAS RESPONSABILIDADES

Esta rubrica é essencialmente constituída por juros devidos aos BCN resultantes da remuneração dos activos de reserva transferidos (ver a nota 11, “Responsabilidades intra-Eurosistema”). Estão também incluídos neste saldo (a) outros acréscimos e diferimentos e operações de venda com acordo de recompra por liquidar, no montante de €556 milhões, relacionadas com a gestão dos fundos próprios do BCE (ver a nota 6, “Outros activos”) e (b) as responsabilidades líquidas respeitantes às obrigações de reforma do BCE.

### *O plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE*

Os montantes reconhecidos no balanço referentes às responsabilidades relativas às obrigações de reforma do BCE (ver “O plano de reformas e outros benefícios pós-emprego

do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas) são os seguintes:

	2005 (em milhões de €)	2004 (em milhões de €)
Valor actual das responsabilidades	223.5	178.5
Justo valor dos activos do Fundo	(161.2)	(120.2)
Ganhos/(perdas) actuariais não reconhecidos	6.5	0
Responsabilidades reconhecidas no Balanço	68.8	58.3

No valor actual das responsabilidades incluem-se as responsabilidades não abrangidas pelo Fundo, relacionadas com as reformas dos membros da Comissão Executiva e com os benefícios por presumível incapacidade do pessoal no montante de €30.4 milhões (2004: €23.0 milhões).

Os montantes reconhecidos na conta de resultados de 2005 e os montantes que teriam sido reconhecidos em 2004 relativos às rubricas “Custo de serviço corrente”, “Custo dos juros” e “Rendimento esperado de activos do Fundo” são os seguintes:

	2005 (em milhões de €)	2004 (em milhões de €)
Custo do serviço corrente	24.6	17.6
Custo dos juros	6.2	4.8
Rendimento esperado de activos do Fundo	(5.2)	(4.2)
(Ganhos)/perdas actuariais reconhecidos no exercício	0	23.7
Total incluído nos “Custos com pessoal”	25.6	41.9

As alterações no valor actual das responsabilidades relativas às obrigações de benefícios definidos são as seguintes:

	2005 (em milhões de €)	2004 (em milhões de €)
Responsabilidades iniciais	178.5	123.4
Custo de serviço corrente	24.6	17.6
Custo dos juros	6.2	4.8
Contribuições pagas pelos participantes no Fundo	9.3	8.4
Outras variações líquidas nas responsabilidades que representam contribuições dos participantes no Fundo	6.1	1.8
Benefícios pagos	(2.2)	(1.0)
(Ganhos)/perdas actuariais	1.0	23.5
Responsabilidades finais	223.5	178.5

As alterações no justo valor dos activos do Fundo são as seguintes:

	2005 (em milhões de €)	2004 (em milhões de €)
Valor inicial do Fundo	120.2	91.8
Rendimento esperado	5.2	4.2
Ganhos/(perdas) actuariais	7.5	(0.2)
Contribuições pagas pelo empregador	14.7	14.6
Contribuições pagas pelos participantes no Fundo	9.3	8.4
Benefícios pagos	(1.8)	(0.4)
Outras variações líquidas nos activos que representam contribuições dos participantes no Fundo	6.1	1.8
Valor final dos activos do Fundo	161.2	120.2

Nas avaliações efectuadas, os actuários utilizaram os pressupostos que foram aceites pela Comissão Executiva, para efeitos contabilísticos e informativos.

Os principais pressupostos actuariais utilizados para efeitos de cálculo da responsabilidade com o plano de pensões do pessoal são apresentados na tabela a seguir. A taxa esperada de rendimento dos activos do Fundo é a utilizada para efeitos dos montantes a registar na conta de resultados.

	2005 %	2004 %
Taxa de desconto	4.10	4.50
Rendimento esperado de activos do Fundo	6.00	6.00
Aumentos futuros de salários	2.00	3.75
Aumentos futuros de pensões de reforma	2.00	2.25

### 13 PROVISÕES

Tendo em consideração a grande exposição do BCE a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e da flutuação do preço do ouro e a actual dimensão das suas contas de reavaliação, o Conselho do BCE decidiu criar uma provisão contra os referidos riscos. Em 31 de Dezembro de 2005, um montante de €992 milhões foi lançado nesta provisão, o que teve como resultado a redução do lucro líquido do exercício para o valor exacto de zero.

A provisão será utilizada para cobertura futura de perdas realizadas e não realizadas, em particular menos-valias não cobertas pelas contas de reavaliação. A dotação e a necessidade de manutenção desta provisão serão reavaliadas anualmente, com base na avaliação efectuada pelo BCE da sua futura exposição a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e da flutuação do preço do ouro. Essa avaliação baseia-se em métodos geralmente aceites para a estimativa de riscos financeiros.

Nesta rubrica estão incluídas uma provisão específica destinada ao cumprimento das obrigações contratuais do BCE de restituir, nas condições iniciais, os edifícios onde actualmente se encontra instalado quando mudar para a sua sede definitiva, bem como outras provisões.

### 14 CONTAS DE REAVALIAÇÃO

Estas contas representam reservas de reavaliação decorrentes de ganhos não realizados em activos e passivos.

	2005 €	2004 €	Varição €
Ouro	4 362 459 301	1 853 957 106	2 508 502 195
Moeda estrangeira	3 737 934 137	0	3 737 934 137
Títulos	8 234 660	67 160 084	(58 925 424)
<b>Total</b>	<b>8 108 628 098</b>	<b>1 921 117 190</b>	<b>6 187 510 908</b>

As taxas de câmbio utilizadas na reavaliação de fim de exercício foram as seguintes:

Taxas de câmbio	2005	2004
Dólares dos Estados Unidos por euros	1.1797	1.3621
Ienes japoneses por euros	138.90	139.65
Euros por DSE	1.2099	1.1396
Euros por onça de ouro fino	434.856	321.562

### 15 CAPITAL E RESERVAS

#### Capital

O capital subscrito do BCE corresponde a €5 565 milhões. O capital realizado totaliza €4 089 milhões. Os BCN da área do euro realizaram integralmente as respectivas subscrições, no valor de €3 978 milhões (sem alterações em 2005), como a seguir indicado<sup>7</sup>:

	Repartição das subscrições %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21.1364	1 176 170 751
Bank of Greece	1.8974	105 584 034
Banco de España	7.7758	432 697 551
Banque de France	14.8712	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.9219	51 300 686
Banca d'Italia	13.0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0.1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3.9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2.0800	115 745 120
Banco de Portugal	1.7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2887	71 711 893
<b>Total</b>	<b>71.4908</b>	<b>3 978 226 562</b>

<sup>7</sup> Cada montante indicado foi arredondado ao euro mais próximo. Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.



Aos 13 BCN fora da área do euro é exigida a realização de uma percentagem mínima das respectivas participações no capital do BCE como contribuição para a cobertura dos custos operacionais do BCE. Em 2004, esta percentagem foi aumentada de 5% para 7%. Esta contribuição, que inclui os montantes recebidos dos dez novos BCN fora da área do euro, totalizou €111 050 988 no final de 2004. Não se registaram alterações em 2005. Ao contrário dos congéneres da área do euro, os BCN fora da área do euro não têm direito a qualquer percentagem dos lucros distribuíveis do BCE, incluindo os proveitos monetários decorrentes da repartição de notas de euro no Eurosistema, nem são obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo BCE.

Os BCN fora da área do euro realizaram as respectivas subscrições, como a seguir indicado:

	Repartição das subscrições %	€
Česká národní banka	1.4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1.5663	6 101 159
Eesti Pank	0.1784	694 916
Central Bank of Cyprus	0.1300	506 385
Latvijas Banka	0.2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0.4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1.3884	5 408 191
Central Bank of Malta	0.0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5.1380	20 013 889
Banka Slovenije	0.3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0.7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2.4133	9 400 451
Bank of England	14.3822	56 022 530
<b>Total</b>	<b>28.5092</b>	<b>111 050 988</b>

## INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

### 16 PROGRAMA AUTOMÁTICO DE CEDÊNCIA DE TÍTULOS

No âmbito da gestão dos fundos próprios, o BCE concluiu um acordo relativo ao programa automático de cedência de títulos, segundo o qual um agente nomeado para o efeito efectua operações de cedência de títulos em nome do BCE com diversas contrapartes, designadas pelo BCE como contrapartes elegíveis. Nos termos deste acordo, encontravam-se por liquidar em 31 de Dezembro de 2005 operações reversíveis realizadas no âmbito de operações de venda com acordo de recompra e compra com acordo de revenda no valor de €0.9 mil milhões (2004: €1 000 milhões) (ver “Operações reversíveis”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### 17 FUTUROS DE TAXAS DE JURO

Em 2005, foram utilizados futuros de taxas de juro em moeda estrangeira no âmbito da gestão de reservas do BCE. Em 31 de Dezembro de 2005, encontravam-se por liquidar as seguintes transacções:

Futuros de taxas de juro em moeda estrangeira	Valor contratual €
Aquisições	5 021 586 677
Vendas	100 873 103

## NOTAS À CONTA DE RESULTADOS

### 18 RESULTADO LÍQUIDO DE JUROS E DE CUSTOS E DE PROVEITOS EQUIPARADOS

#### *Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva externa*

Esta rubrica inclui proveitos de juros, líquidos de custos de juros, relacionados com os activos e passivos denominados em moeda estrangeira, como apresentado a seguir:

	2005 €	2004 €	Varição €
Juros relativos a depósitos à ordem	7 519 063	3 744 188	3 774 875
Juros decorrentes de aplicações no mercado monetário	124 214 410	49 854 512	74 359 898
Juros de operações de compra com acordo de revenda	153 568 329	63 759 141	89 809 188
Juros líquidos em investimentos em títulos	641 956 243	317 073 827	324 882 416
<b>Total de juros (activos)</b>	<b>927 258 045</b>	<b>434 431 668</b>	<b>492 826 377</b>
Juros e custos equiparados relativos a depósitos à ordem	(221 697)	(32 020)	(189 677)
Juros de operações de venda com acordo de recompra	(37 562 595)	(11 947 990)	(25 614 605)
Outros juros e custos equiparados (líquidos)	(64 964)	(32 960)	(32 004)
<b>Juros líquidos sobre activos de reserva</b>	<b>889 408 789</b>	<b>422 418 698</b>	<b>466 990 091</b>

Os juros e outros proveitos equiparados registaram um aumento significativo em 2005 devido ao efeito da subida das taxas de juro sobre activos denominados em dólares dos Estados Unidos.

#### *Juros e outros proveitos equiparados decorrentes da repartição das notas de euro no Eurosistema*

Esta rubrica consiste nas receitas do BCE referentes à sua participação, de 8%, no total de notas de euro emitidas. Os juros relativos aos activos do BCE referentes à sua participação no

total de notas de euro são remunerados à última taxa marginal disponível para as operações principais de refinanciamento do Eurosistema. Estes proveitos são distribuídos aos BCN, tal como referido em “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas.

Com base na estimativa dos resultados financeiros do BCE para o exercício de 2005, o Conselho do BCE decidiu, em Dezembro de 2005:

- (a) solicitar a devolução das três distribuições trimestrais intercalares já efectuadas aos BCN ao longo do ano, que totalizam €634 milhões;
- (b) não proceder à última distribuição trimestral intercalar no montante de €234 milhões.

#### *Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva externa transferidos*

A remuneração paga aos BCN da área do euro pelos seus activos de reserva transferidos para o BCE, ao abrigo do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC, é apresentada nesta rubrica.

#### *Outros juros e proveitos equiparados e Outros juros e custos equiparados*

Nestas rubricas estão incluídos juros e outros proveitos equiparados no montante de €1.6 mil milhões (2004: €1.2 mil milhões) e custos no valor de €1.5 mil milhões (2004: €1.1 mil milhões) relativos a saldos relacionados com o TARGET. Os resultados referentes a outros activos e passivos denominados em euros são igualmente aqui apresentados.

### 19 RESULTADOS REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras em 2005 foram os seguintes:

	2005 €	2004 €	Varição €
Ganhos realizados líquidos relativos a títulos	14 854 774	94 643 135	(79 788 361)
Ganhos/(perdas) realizados líquidos relativos a câmbios e à cotação do ouro	134 514 361	41 402 675	93 111 686
Ganhos realizados em operações financeiras	149 369 135	136 045 810	13 323 325

## 20 PREJUÍZOS NÃO REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

	2005 €	2004 €	Varição €
Perdas não realizadas relativas a preço de títulos	(97 487 772)	(28 485 006)	(69 002 766)
Perdas cambiais não realizadas	(6 309)	(2 064 800 103)	2 064 793 794
Total	(97 494 081)	(2 093 285 109)	1 995 791 028

Estes custos devem-se essencialmente a prejuízos não realizados relacionados com a diferença entre o custo médio de aquisição de dólares dos Estados Unidos detidos pelo BCE e os preços no fim do exercício.

## 21 RESULTADO LÍQUIDO DE COMISSÕES E DE OUTROS CUSTOS E PROVEITOS BANCÁRIOS

	2005 €	2004 €	Varição €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	473 432	297 964	175 468
Comissões pagas e outros custos bancários	(655 805)	(559 481)	(96 324)
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	(182 373)	(261 517)	79 144

Os proveitos resultaram principalmente de sanções impostas às instituições de crédito pelo não cumprimento dos requisitos de reservas mínimas. Os custos dizem respeito, sobretudo, a comissões a pagar relativamente a depósitos à ordem e a transacções de futuros de taxas de juro em moeda estrangeira (ver a nota 17, “Futuros de taxas de juro”).

## 22 OUTROS PROVEITOS E GANHOS

Os outros proveitos diversos do exercício derivam essencialmente da reposição na conta de resultados de provisões administrativas não utilizadas. Na sequência de alterações aos contratos de arrendamento do BCE, a reavaliação e consequente redução da provisão para fazer face às obrigações contratuais de restituir, nas condições iniciais, os edifícios onde actualmente se encontra instalado quando mudar para a sua sede definitiva, originou um aumento nesta rubrica.

## 23 CUSTOS COM PESSOAL

Esta rubrica inclui remunerações, subsídios e custos com seguros no valor de €126.9 milhões (2004: €120.0 milhões). Os emolumentos dos membros da Comissão Executiva totalizaram €2.1 milhões (2004: €2.1 milhões). Em 2005, os pagamentos efectuados a membros cessantes da Comissão Executiva e o pagamento de pensões a ex-membros do mesmo órgão ou aos seus dependentes totalizaram €0.4 milhões (2004: €0.5 milhões).

As remunerações e subsídios, incluindo os emolumentos dos órgãos de gestão, são, na essência, baseados e comparáveis com os esquemas de remuneração praticados nas Comunidades Europeias.

Inclui-se também nesta rubrica um montante de €25.6 milhões (2004: €41.9 milhões) reconhecidos em relação ao plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE (ver nota 12, “Outras responsabilidades”).

Esta redução na rubrica “Custos com pessoal” deveu-se, sobretudo, a uma alteração no tratamento contabilístico aplicado ao reconhecimento de ganhos/perdas actuariais líquidos relativo ao plano de pensões de reforma e a outros benefícios pós-emprego do BCE. Os custos com pensões em 2004 foram consideravelmente elevados devido ao reconhecimento do valor de €23.7 milhões em relação à totalidade das perdas actuariais líquidas no exercício em que se verificaram. Em 2005, dado que o método do “corredor” com limite de 10% é agora aplicado, não foram reconhecidos quaisquer ganhos/perdas actuariais na conta de resultados (ver nota 12, “Outras responsabilidades”).

No final de 2005, o BCE tinha ao seu serviço 1 351 pessoas, das quais 131 com funções de gestão. No que se refere a alterações no número de pessoas empregadas ao longo de 2005, há a registar:

	2005	2004
Em 1 de Janeiro	1 309	1 213
Novos membros	82	137
Demissões	40	41
Em 31 de Dezembro	1 351	1 309
Média de pessoal empregado	1 331	1 261

## 24 CUSTOS ADMINISTRATIVOS

Esta rubrica inclui todos os outros custos correntes, nomeadamente rendas e manutenção das instalações, bens e equipamento não capitalizáveis, honorários e outros serviços e fornecimentos, bem como despesas relacionadas com o recrutamento, mudança, instalação, formação profissional e reafecção de pessoal.

## 25 CUSTOS DE PRODUÇÃO DE NOTAS

Estes custos estão relacionados com as despesas decorrentes da transferência de notas de euro entre BCN para fazerem face a flutuações inesperadas da procura e foram suportados a nível central pelo BCE.



## NOTA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DOS PROVEITOS/ REPARTIÇÃO DOS PREJUÍZOS

*Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para o exercício de 2005.*

### PROVEITOS RELACIONADOS COM A PARTICIPAÇÃO DO BCE NO TOTAL DE NOTAS DE EURO EM CIRCULAÇÃO

Em 2004, na sequência da decisão do Conselho do BCE, os proveitos no valor de €733 milhões obtidos pela participação do BCE no total de notas de euro em circulação foram retidos, para assegurar que a distribuição total de lucros do BCE relativos ao exercício não excedesse o resultado líquido para esse exercício. Do mesmo modo, em 2005 não foi distribuído o montante de €868 milhões. Ambos os montantes representaram a totalidade dos proveitos obtidos pela participação do BCE no total das notas de euro em circulação no exercício em questão.

### DISTRIBUIÇÃO DOS PROVEITOS/COBERTURA DOS PREJUÍZOS

Nos termos do artigo 33.º dos Estatutos do SEBC, o lucro líquido do BCE deverá ser transferido da seguinte forma:

- (a) um montante a determinar pelo Conselho do BCE, que não pode ser superior a 20% do lucro líquido, será transferido para o fundo de reserva geral, até ao limite de 100% do capital; e
- (b) o remanescente do lucro líquido será distribuído aos accionistas do BCE proporcionalmente às participações que tiverem realizado.

Na eventualidade de o BCE registar perdas, estas podem ser cobertas pelo fundo de reserva geral do BCE e, se necessário, por decisão do Conselho do BCE, pelos proveitos monetários do exercício financeiro correspondente, proporcionalmente e até aos montantes repartidos entre os BCN, de acordo com o

disposto no artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC<sup>1</sup>.

Em 2005, a constituição de uma provisão para fazer face aos riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e da flutuação do preço do ouro, no valor de €992 milhões, teve como efeito a redução dos lucros líquidos para exactamente zero. Consequentemente, não foram efectuadas transferências para o fundo de reserva geral nem se procedeu à distribuição dos proveitos pelos accionistas do BCE. Também não houve necessidade de cobrir perdas.

Assim, o tratamento dos resultados líquidos do BCE em 2004 e 2005 pode ser resumido da seguinte maneira:

	2005	2004
	€	€
Resultado líquido do exercício	0	(1 636 028 702)
Transferências do fundo de reserva geral	0	296 068 424
Transferência dos proveitos monetários dos BCN	0	1 339 960 278
Total	0	0

<sup>1</sup> Nos termos do artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC, o total dos proveitos monetários dos BCN participantes será repartido entre os BCN participantes proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE.

## Auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

**Esta informação, que o BCE disponibiliza por cortesia,  
é uma tradução do relatório de auditoria ao BCE.  
Em caso de divergências de conteúdo, faz fé a versão inglesa assinada pela KPMG.**

## **Relatório de Auditoria**

Ao Presidente e ao Conselho  
do Banco Central Europeu  
Frankfurt am Main

Auditámos o Balanço do Banco Central Europeu reportado a 31 de Dezembro de 2005, assim como a Conta de Resultados e respectivas notas. A elaboração das contas anuais é da responsabilidade da Comissão Executiva do Banco Central Europeu. A nossa responsabilidade consiste na emissão de uma opinião sobre o referido balanço e conta de resultados baseada na auditoria por nós efectuada.

A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as normas internacionais de auditoria. Estas normas exigem que planeemos e executemos a auditoria por forma a obtermos um grau de segurança razoável sobre se as referidas contas anuais contêm, ou não contêm, distorções materialmente relevantes. Uma auditoria inclui o exame, numa base de teste, das evidências que suportam os valores e informações constantes nas contas anuais. Uma auditoria inclui igualmente uma apreciação dos princípios contabilísticos utilizados e a avaliação das estimativas significativas efectuadas pela gestão, bem como a apreciação da apresentação geral do balanço e da conta de resultados. Em nosso entender, a auditoria por nós efectuada constitui base suficiente para a emissão da nossa opinião.

Em nossa opinião, o balanço e a conta de resultados, elaborados de acordo com as políticas contabilísticas descritas na primeira parte das notas, reflectem com exactidão a situação financeira do Banco Central Europeu em 31 de Dezembro de 2005 e os resultados do exercício findo naquela data.

Frankfurt am Main, 7 de Março de 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer



## 5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2005

(MILHÕES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2005	31 DE DEZEMBRO DE 2004
<b>1 Ouro e ouro a receber</b>	<b>163 881</b>	<b>125 730</b>
<b>2 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>154 140</b>	<b>153 856</b>
2.1 Fundo Monetário Internacional	16 391	23 948
2.2 Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos	137 749	129 908
<b>3 Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>23 693</b>	<b>16 974</b>
<b>4 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>9 185</b>	<b>6 849</b>
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	9 185	6 849
4.2 Facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
<b>5 Créditos a instituições de crédito da área euro relacionados com operações de política monetária denominados em euros</b>	<b>405 966</b>	<b>345 112</b>
5.1 Operações principais de refinanciamento	315 000	270 000
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	90 017	75 000
5.3 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
5.4 Operações reversíveis estruturais	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	949	109
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	0	3
<b>6 Outros activos para com instituições de crédito da área do euro denominados em euros</b>	<b>3 636</b>	<b>3 763</b>
<b>7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>92 367</b>	<b>70 244</b>
<b>8 Crédito à Administração Pública denominado em euros</b>	<b>40 113</b>	<b>41 317</b>
<b>9 Outros activos</b>	<b>145 635</b>	<b>120 479</b>
<b>Total do activo</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>

Os totais e subtotais podem não corresponder devido a arredondamentos.

<b>PASSIVO</b>	<b>31 DE DEZEMBRO DE 2005</b>	<b>31 DE DEZEMBRO DE 2004</b>
<b>1 Notas em circulação</b>	<b>565 216</b>	<b>501 256</b>
<b>2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária denominadas em euros</b>	<b>155 535</b>	<b>138 735</b>
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	155 283	138 624
2.2 Facilidade permanente de depósito	252	106
2.3 Depósitos a prazo	0	0
2.4 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
2.5 Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	0	5
<b>3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro denominadas em euros</b>	<b>207</b>	<b>126</b>
<b>4 Certificados de dívida emitidos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>41 762</b>	<b>42 187</b>
5.1 Administração Pública	34 189	35 968
5.2 Outras responsabilidades	7 573	6 219
<b>6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>13 224</b>	<b>10 912</b>
<b>7 Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>366</b>	<b>247</b>
<b>8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>8 405</b>	<b>10 679</b>
8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	8 405	10 679
8.2 Responsabilidades decorrentes da facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
<b>9 Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais pelo FMI</b>	<b>5 920</b>	<b>5 573</b>
<b>10 Outras responsabilidades</b>	<b>67 325</b>	<b>51 791</b>
<b>11 Contas de reavaliação</b>	<b>119 094</b>	<b>64 581</b>
<b>12 Capital e reservas</b>	<b>61 562</b>	<b>58 237</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>



**ANEXOS**

## INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte lista os instrumentos jurídicos que foram adoptados pelo BCE em 2005 e no início de 2006 e publicados no Jornal Oficial da União Europeia. O Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias disponibiliza cópias do Jornal

Oficial. Para consultar a lista de todos os instrumentos jurídicos adoptados pelo BCE desde o seu estabelecimento e publicados no Jornal Oficial, consultar a secção “*Legal framework*” no *site* do BCE.

Número	Título	Referência do JO
BCE/2005/1	Orientação do Banco Central Europeu de 21 de Janeiro de 2005 que altera a Orientação BCE/2001/3 relativa a um sistema de transferências automáticas trans-europeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (TARGET)	JO L 30, 3.2.2005, p. 21
BCE/2005/2	Orientação do Banco Central Europeu de 3 de Fevereiro de 2005 que altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	JO L 111, 2.5.2005, p. 1
BCE/2005/3	Recomendação do Banco Central Europeu de 11 de Fevereiro de 2005 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Banco de Portugal	JO C 50, 26.2.2005, p. 6
BCE/2005/4	Orientação do Banco Central Europeu de 15 de Fevereiro de 2005 que altera a Orientação BCE/2003/2 relativa a determinados requisitos de informação estatística do Banco Central Europeu e aos procedimentos de reporte de estatísticas monetárias e bancárias pelos bancos centrais nacionais	JO L 109, 29.4.2005, p. 6
BCE/2005/5	Orientação do Banco Central Europeu de 17 de Fevereiro de 2005 relativa às exigências de informação estatística do Banco Central Europeu e aos procedimentos para o intercâmbio dessa informação no seio do Sistema Europeu de Bancos Centrais em matéria de estatísticas das finanças públicas	JO L 109, 29.4.2005, p. 81
BCE/2005/6	Orientação do Banco Central Europeu de 11 de Março de 2005 que altera a Orientação BCE/2000/1 relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais e à documentação legal para as operações envolvendo os activos de reserva do Banco Central Europeu	JO L 109, 29.4.2005, p. 107
BCE/2005/7	Recomendação do Banco Central Europeu de 7 de Abril de 2005 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Bank of Greece	JO C 91, 15.4.2005, p. 4
BCE/2005/8	Recomendação do Banco Central Europeu de 7 de Abril de 2005 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	JO C 91, 15.4.2005, p. 5

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Referência do JO</b>
BCE/2005/9	Recomendação do Banco Central Europeu de 20 de Maio de 2005 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do De Nederlandsche Bank	JO C 151, 22.6.2005, p. 29
BCE/2005/10	Recomendação do Banco Central Europeu de 26 de Outubro de 2005 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	JO C 277, 10.11.2005, p. 30
BCE/2005/11	Decisão do Banco Central Europeu de 17 de Novembro de 2005 relativa à distribuição, pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes, dos proveitos do Banco Central Europeu referentes às notas de euro em circulação	JO L 311, 26.11.2005, p. 41
BCE/2005/12	Decisão do Banco Central Europeu de 17 de Novembro de 2005 que altera a Decisão BCE/2002/11 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu	JO L 311, 26.11.2005, p. 43
BCE/2005/13	Orientação do Banco Central Europeu de 17 de Novembro de 2005 que altera a Orientação BCE/2002/7 relativa às exigências de informação estatística do Banco Central Europeu em matéria de contas financeiras trimestrais	JO L 30, 2.2.2006, p. 1
BCE/2005/14	Decisão do Banco Central Europeu de 9 de Dezembro de 2005 relativa à aprovação do volume de emissão de moeda metálica em 2006	JO L 333, 20.12.2005, p. 55
BCE/2005/15	Orientação do Banco Central Europeu de 15 de Dezembro de 2005 que altera a Orientação BCE/2000/1 relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais e à documentação legal para as operações envolvendo os activos de reserva do Banco Central Europeu	JO L 345, 28.12.2005, p. 33
BCE/2005/16	Orientação do Banco Central Europeu de 30 de Dezembro de 2005 relativa a um Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real (TARGET)	JO L 18, 23.1.2006, p. 1
BCE/2005/17	Orientação do Banco Central Europeu de 30 de Dezembro de 2005 que altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	JO L 30, 2.2.2006, p. 26

## PARECERES ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte lista os pareceres adoptados pelo BCE em 2005, ao abrigo do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado e artigo 4.º dos Estatutos do SEBC, alínea b) do n.º 2 do artigo 112.º do Tratado e artigo 11.º-2 dos Estatutos. Para consultar a lista de todos os pareceres adoptados pelo BCE desde o seu estabelecimento, consultar o *site* do BCE.

### (a) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por um Estado-Membro<sup>1</sup>

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2005/1	Itália	Concessão de linhas de crédito pelo Banca d'Italia ao Líbano
CON/2005/3	Hungria	Processamento e distribuição de numerário
CON/2005/5	Malta	Requisitos de prestação de informação estatística do Central Bank of Malta aplicados às instituições de crédito
CON/2005/8	Lituânia	Reservas mínimas obrigatórias das uniões de crédito ( <i>kredito unija</i> )
CON/2005/9	Bélgica	Normas relativas à supervisão prudencial das instituições de liquidação de títulos e instituições equiparadas
CON/2005/10	Hungria	Requisitos de prestação de informação estatística do Magyar Nemzeti Bank relativos aos códigos de transacção para pagamentos
CON/2005/12	Luxemburgo	Acordos de garantia financeira
CON/2005/13	Chipre	Comunicação dos balanços mensais pelas instituições financeiras monetárias
CON/2005/14	Hungria	Reservas mínimas obrigatórias
CON/2005/15	Dinamarca	Repartição dos custos de exploração de um sistema de cartão de débito entre bancos, consumidores e retalhistas
CON/2005/19	Hungria	Funções técnicas e outras relativas à protecção da moeda com curso legal contra a contrafacção
CON/2005/20	Letónia	Alterações aos estatutos do Latvijas Banka
CON/2005/21	Lituânia	Quadro jurídico relativo à adopção do euro
CON/2005/23	Áustria	Reporte dos serviços transfronteiras para as estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional
CON/2005/24	República Checa	Reorganização da supervisão do mercado financeiro e a superintendência dos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos

<sup>1</sup> Em Dezembro de 2004, o Conselho do BCE decidiu que os pareceres do BCE emitidos a pedido de autoridades nacionais seriam, em regra, publicados imediatamente após a sua adopção e posterior transmissão à autoridade consultante.

<sup>2</sup> As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2005/25	Eslováquia	Regulamentação das práticas de “lobbying”, incluindo as actividades de grupos de pressão em relação ao Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Eslováquia	Atribuições do Národná banka Slovenska em matéria de supervisão integrada do mercado financeiro no seu conjunto e alteração aos respectivos estatutos
CON/2005/27	Países Baixos	Cooperação entre o De Nederlandsche Bank e o Centraal Bureau voor de Statistiek relativa aos requisitos de prestação de informação estatística do BCE
CON/2005/28	Chipre	Alterações à lei de aplicação da Directiva 98/26/CE relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários (“Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação”)
CON/2005/29	Áustria	Financiamento, pelo Oesterreichische Nationalbank, de uma contribuição da Áustria para o “Trust Fund” estabelecido pelo FMI a favor de países de baixo rendimento afectados por desastres naturais
CON/2005/30	Espanha	Normas relativas ao pagamento dos lucros do Banco de España ao Tesouro
CON/2005/31	Bélgica	Introdução de um sistema de reporte directo das estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional
CON/2005/32	Lituânia	Requisitos de reporte estatístico do Lietuvos bankas relativos aos instrumentos de pagamento
CON/2005/34	Itália	Alterações na estrutura e gestão interna do Banca d’Italia decorrentes de uma lei relativa à protecção da poupança
CON/2005/35	Chipre	Alterações ao regime de reservas mínimas do Central Bank of Cyprus
CON/2005/36	República Checa	Modernização do regime de falências através da introdução de novos meios de resolução de situações de falência e de reforço dos direitos dos credores
CON/2005/37	Alemanha	Alterações às obrigações de prestação de informação relativas aos pagamentos transfronteiras
CON/2005/38	Lituânia	Direito do Lietuvos bankas de emitir notas e moedas após a adopção do euro e sobre a independência pessoal do seu Governador
CON/2005/39	República Checa	Proposta revista de integração completa da supervisão do mercado financeiro, com o Česká národní banka como única autoridade de supervisão



Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2005/40	França	Aplicação de normas relativas à transmissão da propriedade dos instrumentos financeiros
CON/2005/41	Itália	Superintendência dos sistemas de pagamentos de pequenos montantes
CON/2005/42	Hungria	Requisitos materiais, técnicos, de segurança e de continuidade de funcionamento para operações de compensação
CON/2005/43	Bélgica	Abolição dos títulos ao portador e modernização do quadro jurídico dos valores mobiliários das sociedades
CON/2005/44	Polónia	Alterações ao quadro jurídico das actividades cambiais
CON/2005/45	República Checa	Requisitos de prestação de informação estatística aplicáveis a certas instituições financeiras, incluindo sociedades de seguros e fundos de pensões
CON/2005/46	República Checa	Intercâmbio de dados estatísticos individuais entre o Česká národní banka e o Český statistický úřad (Serviço de Estatística) para fins estatísticos
CON/2005/47	Eslováquia	Não aplicação ao Národná banka Slovenska das disposições em matéria de responsabilidade criminal das pessoas colectivas
CON/2005/48	Suécia	Compensação do custo com juros paga pelo Sveriges Riksbank às empresas que separam e armazenam numerário
CON/2005/49	República Checa	Requisitos de prestação de informação estatística aplicáveis aos bancos e às sucursais dos bancos estrangeiros
CON/2005/50	Eslováquia	Diminuição das contribuições anuais dos bancos comerciais para o Fundo de Protecção de Depósitos e proibição do financiamento monetário
CON/2005/52	Hungria	Âmbito da informação a fornecer ao sistema de informação do banco central e método e prazos para a comunicação de dados
CON/2005/54	Suécia	Alteração aos estatutos do Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Eslováquia	Alteração do sistema de tesouraria do Estado
CON/2005/57	Eslovénia	Redenominação do capital das sociedades anónimas e de outras sociedades de responsabilidade limitada e a introdução de acções emitidas sem indicação do valor nominal em resultado da introdução do euro
CON/2005/58	Itália	Proposta revista de alterações na estrutura e gestão interna do Banca d'Italia decorrentes de uma lei relativa à protecção da poupança
CON/2005/59	Estónia	Alterações aos estatutos do Eesti Pank com vista à adopção do euro

<b>Número<sup>2</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>
CON/2005/60	Lituânia	Alterações aos estatutos do Lietuvos bankas com vista à adopção do euro
CON/2005/61	Eslováquia	Normas de reporte contabilístico e financeiro a utilizar pelo Národná banka Slovenska

**(b) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por uma instituição europeia<sup>3</sup>**

<b>Número<sup>4</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>	<b>Referência do JO</b>
CON/2005/2	Conselho	Prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais, incluindo o financiamento do terrorismo	JO C 40, 17.2.2005, p. 9
CON/2005/4	Conselho	Quadro de adequação dos fundos próprios das instituições de crédito e das empresas de investimento	JO C 52, 2.3.2005, p. 37
CON/2005/6	Conselho	Nomeação de um membro da Comissão Executiva do BCE	JO C 75, 24.3.2005, p. 14
CON/2005/7	Conselho	Convenção de Haia relativa a valores mobiliários detidos junto de intermediários	JO C 81, 2.4.2005, p. 10
CON/2005/11	Conselho	Qualidade dos dados estatísticos no contexto do procedimento relativo aos défices excessivos	JO C 116, 18.5.2005, p. 11
CON/2005/16	Conselho	Estatísticas comunitárias sobre a estrutura e actividade das afiliadas no exterior	JO C 144, 14.6.2005, p. 14
CON/2005/17	Conselho	Aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos de modo a reflectir alterações na aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento	JO C 144, 14.6.2005, p. 16
CON/2005/18	Conselho	Reforço da supervisão das situações orçamentais e supervisão e coordenação das políticas económicas de modo a reflectir alterações na aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento	JO C 144, 14.6.2005, p. 17
CON/2005/22	Conselho	Alargamento do programa de acção em matéria de intercâmbio, de assistência e de formação para a protecção do euro contra a falsificação (programa “Pericles”)	JO C 161, 1.7.2005, p. 11
CON/2005/33	Comissão	Período de referência comum do índice para o índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC)	JO C 254, 14.10.2005, p. 4

<sup>3</sup> Também publicados no *site* do BCE.

<sup>4</sup> As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

<b>Número<sup>4</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>	<b>Referência do JO</b>
CON/2005/51	Conselho	Regime para a introdução do euro nos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro	JO C 316, 13.12.2005, p. 25
CON/2005/53	Conselho	Prorrogação dos prazos para a transposição e aplicação da Directiva 2004/39/CE relativa aos mercados de instrumentos financeiros	JO C 323, 20.12.2005, p. 31
CON/2005/56	Conselho	Informações sobre o ordenante que acompanham as transferências de fundos	JO C 336, 31.12.2005, p. 109



# CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 13 DE JANEIRO DE 2005

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.0%, 3.0% e 1.0%, respectivamente.

## 14 DE JANEIRO DE 2005

O Conselho do BCE decide aumentar de €25 mil milhões para €30 mil milhões o montante de colocação para cada uma das operações de refinanciamento de prazo alargado a realizar em 2005. Este aumento tem em linha de conta as maiores necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro previstas para 2005. No entanto, o Eurosistema irá continuar a disponibilizar a maior parte da liquidez através das suas operações principais de refinanciamento. O Conselho do BCE poderá decidir ajustar de novo o montante de colocação no início de 2006.

## 3 DE FEVEREIRO, 3 DE MARÇO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAIO, 2 DE JUNHO, 7 DE JULHO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SETEMBRO, 6 DE OUTUBRO E 3 DE NOVEMBRO DE 2005

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.0%, 3.0% e 1.0%, respectivamente.

## 1 DE DEZEMBRO DE 2005

O Conselho do BCE decide aumentar em 0.25 pontos percentuais a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento, que passou para 2.25%, com efeitos a partir da operação liquidada em 6 de Dezembro de 2005.

Além disso, decide aumentar em 0.25 pontos percentuais as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito que passaram, respectivamente, para 3.25% e 1.25%, com efeitos a partir de 6 de Dezembro de 2005.

## 16 DE DEZEMBRO DE 2005

O Conselho do BCE decide aumentar de €30 mil milhões para €40 mil milhões o montante de colocação para cada uma das operações de refinanciamento de prazo alargado a realizar em 2006. Este aumento tem em consideração dois aspectos. Primeiro, espera-se que as necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro aumentem de novo em 2006. Segundo, o Eurosistema decidiu aumentar ligeiramente a parcela de necessidades de liquidez satisfeitas através das operações de refinanciamento de prazo alargado. Contudo, o Eurosistema irá continuar a disponibilizar a maior parte da liquidez através das suas operações principais de refinanciamento. O Conselho do BCE poderá decidir ajustar de novo o montante de colocação no início de 2007.

## 12 DE JANEIRO E 2 DE FEVEREIRO DE 2006

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 2.25%, 3.25% e 1.25%, respectivamente.

<sup>1</sup> A cronologia das medidas de política monetária do Eurosistema tomadas entre 1999 e 2004 encontra-se, respectivamente, nas páginas 180 a 185 do Relatório Anual do BCE de 1999, nas páginas 223 a 226 do Relatório Anual do BCE de 2000, nas páginas 239 a 241 do Relatório Anual do BCE de 2001, nas páginas 248 e 249 do Relatório Anual do BCE de 2002, nas páginas 237 a 239 do Relatório Anual do BCE de 2003 e nas páginas 237 e 238 do Relatório Anual do BCE de 2004.



## DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2005

Esta lista tem como objectivo informar os leitores sobre determinados documentos publicados pelo Banco Central Europeu desde Janeiro de 2005. A lista de Documentos de Trabalho refere-se apenas a publicações divulgadas entre Dezembro de 2005 e Fevereiro de 2006. Estas publicações, que são gratuitas, podem ser obtidas por todos os interessados na Divisão de Imprensa e Informação. As encomendas deverão ser efectuadas por escrito, para o endereço postal indicado no verso da primeira página.

Para a obtenção de uma lista completa dos documentos publicados pelo Banco Central Europeu e pelo Instituto Monetário Europeu, consultar o *site* do BCE (<http://www.ecb.int>).

### RELATÓRIO ANUAL

“Relatório Anual 2004”, Abril de 2005.

### ARTIGOS DO BOLETIM MENSAL

“*The new Basel Capital Accord: main features and implications*”, Janeiro de 2005.

“*Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments*”, Janeiro de 2005.

“*Bank market discipline*”, Fevereiro de 2005.

“*Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation*”, Fevereiro de 2005.

“*Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts*”, Fevereiro de 2005.

“*Asset price bubbles and monetary policy*”, Abril de 2005.

“*Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan*”, Abril de 2005.

“*The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union*”, Abril de 2005.

“*Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area*”, Maio de 2005.

“*Consolidation and diversification in the euro area banking sector*”, Maio de 2005.

“*The evolving framework for corporate governance*”, Maio de 2005.

“*The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date*”, Julho de 2005.

“*The Lisbon strategy – five years on*”, Julho de 2005.

“*The use of harmonised MFI interest rate statistics*”, Julho de 2005.

“*The reform of the Stability and Growth Pact*”, Agosto de 2005.

“*The role of ‘Emerging Asia’ in the global economy*”, Agosto de 2005.

“*The euro banknotes: developments and future challenges*”, Agosto de 2005.

“*Money demand and uncertainty*”, Outubro de 2005.

“*Assessing the performance of financial systems*”, Outubro de 2005.

“*Price-setting behaviour in the euro area*”, Novembro de 2005.

“*Developments in corporate finance in the euro area*”, Novembro de 2005.

“*Economic and financial relations between the euro area and Russia*”, Novembro de 2005.

“*The predictability of the ECB’s monetary policy*”, Janeiro de 2006.

“*Hedge funds: developments and policy implications*”, Janeiro de 2006.

“*Assessing house price developments in the euro area*”, Fevereiro de 2006.

“*Fiscal policies and financial markets*”, Fevereiro de 2006.



### “STATISTICS POCKET BOOK”

Disponível mensalmente desde Agosto de 2003.

### SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO JURÍDICOS”

- 1 “*The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*”, por K. M Löber, Fevereiro de 2006.

### SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO OCASIONAIS”

- 22 “*Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective*”, por A. Musso e T. Westermann, Janeiro de 2005.
- 23 “*The bank lending survey for the euro area*”, por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, Fevereiro de 2005.
- 24 “*Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*”, por V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, Fevereiro de 2005.
- 25 “*Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*”, por G. Wolswijk e J. de Haan, Março de 2005.
- 26 “*Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*”, por L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, Abril de 2005.
- 27 “*The EU budget: how much scope for institutional reform?*”, por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, Abril de 2005.
- 28 “*Regulatory reforms in selected EU network industries*”, por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, Abril de 2005.
- 29 “*Wealth and asset price effects on economic activity*”, por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan e A. Willman, Junho de 2005.
- 30 “*Competitiveness and the export performance of the euro area*”, por um grupo de trabalho do Comité de Política Monetária do Sistema Europeu de Bancos Centrais, Junho de 2005.
- 31 “*Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*”, por M. Sturm e N. Siegfried, Junho de 2005.
- 32 “*Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors*”, por uma Task Force do Comité de Relações Internacionais, Junho de 2005.
- 33 “*Integration of securities market infrastructures in the euro area*”, por H. Schmiedel e A. Schönenberger, Julho de 2005.
- 34 “*Hedge funds and their implications for financial stability*”, por T. Garbaravicius e F. Dierick, Agosto de 2005.
- 35 “*The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*”, por R. Petschnigg, Setembro de 2005.
- 36 “*Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*”, por I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, Setembro de 2005.
- 37 “*Financing conditions in the euro area*” por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, Outubro de 2005.
- 38 “*Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*”, por M. G. Briotti, Outubro de 2005.
- 39 “*Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*”, por A. Annenkov e C. Madaschi, Outubro de 2005.

- 40 “*What does European institutional integration tell us about trade integration?*”, por F. P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, Dezembro de 2005.
- 41 “*Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*”, por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, Dezembro de 2005.
- 42 “*The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*”, por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K. G. Spitzer, Dezembro de 2005.
- 43 “*The accumulation of foreign reserves*”, por uma *Task Force* do Comité de Relações Internacionais, Fevereiro de 2006.

#### SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO”

- 559 “*When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?*”, por B. Mojon, Dezembro de 2005.
- 560 “*The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies*”, por A. Mehl e J. Reynaud, Dezembro de 2005.
- 561 “*Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data*”, por H. Stahl, Dezembro de 2005.
- 562 “*The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data*”, por F. Martins, Dezembro de 2005.
- 563 “*Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence*”, por L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen e J. Vilmunen, Dezembro de 2005.
- 564 “*Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb*”, por M. Diron e B. Mojon, Dezembro de 2005.
- 565 “*The timing of central bank communication*”, por M. Ehrmann e M. Fratzscher, Dezembro de 2005.
- 566 “*Real versus financial frictions to capital investment*”, por N. Bayraktar, P. Sakellaris e P. Vermeulen, Dezembro de 2005.
- 567 “*Is time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation*”, por M. Sánchez, Dezembro de 2005.
- 568 “*Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis*”, por S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran e L. V. Smith, Dezembro de 2005.
- 569 “*Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions*”, por F. González e S. Launonen, Dezembro de 2005.
- 570 “*Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis*”, por L. Rinaldi e A. Sanchis-Arellano, Janeiro de 2006.
- 571 “*Are emerging market currency crises predictable? A test*”, por T. A. Peltonen, Janeiro de 2006.
- 572 “*Information, habits, and consumption behavior: evidence from micro data*”, por M. Kuismanen e L. Pistaferri, Janeiro de 2006.
- 573 “*Credit chains and the propagation of financial distress*”, por F. Boissay, Janeiro de 2006.
- 574 “*Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union*”, por F. Busetti, L. Forni, A. Harvey e F. Venditti, Janeiro de 2006.
- 575 “*Growth in euro area labour quality*”, por G. Schwerdt e J. Turunen, Janeiro de 2006.
- 576 “*Debt stabilizing fiscal rules*”, por P. Michel, L. von Thadden e J.-P. Vidal, Janeiro de 2006.
- 577 “*Distortionary taxation, debt and the price level*”, por A. Schabert e L. von Thadden, Janeiro de 2006.

- 578 “*Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography*”, por H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, Janeiro de 2006.
- 579 “*A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*”, por J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano e M. Spolander, Janeiro de 2006.
- 580 “*Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison*”, por C. K. Sørensen e T. Werner, Janeiro de 2006.
- 581 “*Public sector efficiency: evidence for new EU Member States and emerging markets*”, por A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, Janeiro de 2006.
- 582 “*What accounts for the changes in U.S. fiscal policy transmission?*”, por F. O. Bilbiie, A. Meier e G. J. Müller, Janeiro de 2006.
- 583 “*Back to square one: identification issues in DSGE models*”, por F. Canova e L. Sala, Janeiro de 2006.
- 584 “*A new theory of forecasting*”, por S. Manganelli, Janeiro de 2006.
- 585 “*Are specific skills an obstacle to labor market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement*”, por A. Lamo, J. Messina e E. Wasmer, Fevereiro de 2006.
- 586 “*A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models*”, por A. Beyer e R. E. A. Farmer, Fevereiro de 2006.
- 587 “*Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries*”, por U. Böwer e C. Guillemineau, Fevereiro de 2006.
- 588 “*Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover*”, por M. Ehrmann, Fevereiro de 2006.
- 589 “*Forecasting economic aggregates by disaggregates*”, por D. F. Hendry e K. Hubrich, Fevereiro de 2006.
- 590 “*The pecking order of cross-border investment*”, por C. Daude e M. Fratzscher, Fevereiro de 2006.
- 591 “*Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence*”, por A. Banerjee e J. L. Carrion-i-Silvestre, Fevereiro de 2006.
- 592 “*Non-linear dynamics in the euro area demand for M1*”, por A. Calza e A. Zaghini, Fevereiro de 2006.
- 593 “*Robustifying learnability*”, por R. J. Tetlow e P. von zur Muehlen, Fevereiro de 2006.

### OUTRAS PUBLICAÇÕES

- “Recirculação de notas de euro: quadro para a deteção 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”, Janeiro de 2005.
- “*Review of the international role of the euro*”, Janeiro de 2005.
- “*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*”, Janeiro de 2005.
- “*Banking structures in the new EU Member States*”, Janeiro de 2005.
- “Relatório intercalar sobre o TARGET2”, Fevereiro de 2005.
- “A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, Fevereiro de 2005.
- “*Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation*”, Fevereiro de 2005.
- “*Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures (“Blue Book”)*”, Fevereiro de 2005.
- “*Statistics and their use for monetary and economic policy-making*”, Março de 2005.

“Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option”, Abril de 2005.

“Euro money market study 2004”, Maio de 2005.

“Modelo de banco central correspondente (MBCC) – procedimentos para as contrapartes do Eurosistema”, Maio de 2005.

“Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004”, Maio de 2005.

“TARGET Annual Report 2004”, Maio de 2005.

“The new EU Member States: convergence and stability”, Maio de 2005.

“Financial Stability Review”, Junho de 2005.

“Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament”, Junho de 2005.

“Guia de consulta do Banco Central Europeu pelas autoridades nacionais sobre projectos de disposições legais”, Junho de 2005.

“Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET in the Banca d’Italia and its national RTGS system BIREL”, Junho de 2005.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, Junho de 2005.

“Statistical classification of financial markets instruments”, Julho de 2005.

“Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions”, Julho de 2005.

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (“Blue Book”), (dados para o período de 1999-2003)”, Agosto de 2005.

“Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)”, Agosto de 2005.

“Fornecimento pelos bancos centrais de serviços de pagamentos de retalho em euros a instituições de crédito – declaração de política”, Agosto de 2005.

“Estatísticas do BCE: breve panorâmica”, Agosto de 2005.

“Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles”, Agosto de 2005.

“Indicators of financial integration in the euro area”, Setembro de 2005.

“EU banking structures”, Outubro de 2005.

“EU banking sector stability”, Outubro de 2005.

“Second progress report on TARGET2”, Outubro de 2005.

“Legal aspects of the European System of Central Banks”, Outubro de 2005.

“European Union balance of payments/international position statistical methods (“B.o.p. Book”)”, Novembro de 2005.

“Large EU banks’ exposure to hedge funds”, Novembro de 2005.

“Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds – Eurosystem contribution to the Commission’s public consultation”, Novembro de 2005.

“The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation”, Dezembro de 2005.

“Financial Stability Review”, Dezembro de 2005.

“Review of the international role of the euro”, Dezembro de 2005.

“The Eurosystem, the Union and beyond”, Dezembro de 2005.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, Janeiro de 2006.

“Recolha de dados junto das instituições de crédito e de outros profissionais que operam com numerário nos termos do quadro relativo à recirculação de notas”, Janeiro de 2006.

“Euro money market survey 2005”, Janeiro de 2006.

“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, Fevereiro de 2006.

“Progressos realizados no sentido de um espaço único de pagamentos em euros – objectivos e prazos (4.º relatório intercalar)”, Fevereiro de 2006.

#### **BROCHURAS INFORMATIVAS**

“The current TARGET system”, Agosto de 2005.

“TARGET2 – innovation and transformation”, Agosto de 2005.

“The euro area at a glance”, Agosto de 2005.

## GLOSSÁRIO

*O presente glossário contém termos e expressões seleccionados utilizados no Relatório Anual. No site do BCE é disponibilizado um glossário mais abrangente e pormenorizado.*

**Acordo de reporte (*repurchase agreement*):** acordo segundo o qual um activo é vendido e simultaneamente o vendedor fica com o direito e a obrigação de o recomprar a um preço especificado numa data futura ou a pedido. Um acordo deste tipo é semelhante a um empréstimo garantido, com a diferença, no entanto, que a propriedade do título não é mantida pelo vendedor.

**Administração central (*central government*):** administração tal como definida no **Sistema Europeu de Contas 1995**, mas excluindo as administrações regional e local (ver também **administrações públicas**).

**Administrações públicas (*general government*):** sector definido no **Sistema Europeu de Contas 1995** como sendo composto por entidades residentes cuja função principal é a produção de bens e serviços não mercantis destinados ao consumo individual e colectivo e/ou a redistribuição do rendimento e da riqueza nacional. Estão incluídas as autoridades da administração central, regional e local, bem como fundos de segurança social. Excluem-se as entidades detidas pelo Estado que realizem operações comerciais, como é o caso das empresas públicas.

**Análise económica (*economic analysis*):** um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise económica incide principalmente sobre a avaliação da actual evolução económica e financeira e os riscos implícitos a curto e a médio prazo para a estabilidade de preços, na perspectiva da interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores naqueles prazos. É prestada a devida atenção à necessidade de identificar a natureza dos choques que afectam a economia, os seus efeitos sobre o comportamento de custos e fixação de preços e as perspectivas de curto a médio prazo para a sua propagação na economia (ver também **análise monetária**).

**Análise monetária (*monetary analysis*):** um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise monetária contribui para avaliar as tendências de médio a longo prazo da inflação, tendo em conta o estreito relacionamento entre moeda e preços ao longo de horizontes alargados. A análise monetária tem em consideração a evolução duma vasta gama de indicadores monetários incluindo o **M3**, as suas componentes e contrapartidas, nomeadamente o crédito, e várias medidas de excesso de liquidez (ver também **análise económica**).

**Área do euro (*euro area*):** área que abrange os Estados-Membros que adoptaram o euro como moeda única, nos termos do **Tratado**, e na qual é conduzida uma política monetária única sob a responsabilidade do **Conselho do Banco Central Europeu**. Actualmente, a área do euro inclui os seguintes países: Bélgica, Alemanha, Grécia, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia.

**Balança de pagamentos (BdP) (*balance of payments (b.o.p.)*):** demonstração estatística que resume, para um período específico, as transacções económicas realizadas por uma economia com o resto do mundo. As transacções consideradas são as que envolvem bens, serviços e rendimentos, as que envolvem créditos financeiros ou responsabilidades financeiras em relação ao resto do

mundo e todas as transacções que (tal como o perdão da dívida) são classificadas como transferências.

**Balanço consolidado do sector das IFM (*consolidated balance sheet of the MFI sector*):** balanço obtido através da compensação das posições inter-IFM (por exemplo, empréstimos e depósitos entre IFM) no balanço agregado das IFM. Fornece informação estatística sobre os activos e passivos do sector das IFM face a residentes na **área do euro** que não pertencem a este sector (ou seja, **administrações públicas** e outros residentes na área do euro) e face a não residentes na área do euro. É a principal fonte estatística para o cálculo dos agregados monetários, fornecendo a base para a análise regular das contrapartidas do **M3**.

**Banco Central Europeu (BCE) (*European Central Bank (ECB)*):** o BCE é o centro do **Eurosistema** e do **Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)** e, em conformidade com o Tratado (n.º 2 do artigo 107.º), é dotado de personalidade jurídica própria. Assegura que as atribuições cometidas ao Eurosistema e ao SEBC sejam executadas, quer através das suas próprias actividades, quer das actividades dos BCN, nos termos dos Estatutos do SEBC. O BCE é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva** e, enquanto terceiro órgão de decisão, pelo **Conselho Geral**.

**Base de incidência (*reserve base*):** soma das rubricas elegíveis do balanço (em especial responsabilidades) que constituem a base para o cálculo das **reservas mínimas** de uma **instituição de crédito**.

**Carteira referencial (*benchmark portfolio*):** relativamente a investimentos, uma carteira ou índice de referência construído com base nos objectivos de liquidez e risco, bem como de remuneração, dos investimentos. A carteira referencial serve de base de comparação do desempenho da carteira efectiva.

**Central de depósito de títulos (CDT) (*central securities depository (CSD)*):** entidade que detém e gere títulos e permite que as transacções de títulos se processem sob a forma escritural. Os títulos podem ser titulados (mas imobilizados numa central de depósito de títulos) ou podem ser desmaterializados (ou seja, existirem apenas como registo electrónico). Para além da guarda e gestão de títulos, a CDT pode desempenhar funções de compensação e de liquidação.

**Comissão Executiva (*Executive Board*):** um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais, nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro.

**Comité Económico e Financeiro (CEF) (*Economic and Financial Committee (EFC)*):** órgão consultivo da Comunidade que contribui para a preparação dos trabalhos do **Conselho ECOFIN**. As suas atribuições incluem o acompanhamento da situação económica e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e a supervisão orçamental.

**Conselho do BCE (*Governing Council*):** o órgão de decisão supremo do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto por todos os membros da **Comissão Executiva** do BCE e pelos governadores dos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro.

**Conselho ECOFIN (ECOFIN Council):** Conselho da UE, quando composto pelos ministros da Economia e das Finanças.

**Conselho Geral (General Council):** um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores de todos os BCN do **Sistema Europeu de Bancos Centrais**.

**Contraparte (counterparty):** parte oposta numa transacção financeira (por exemplo, em qualquer transacção com um banco central).

**Contraparte central (central counterparty):** entidade que se interpõe entre as **contrapartes** de transacções, actuando como comprador a todos os vendedores e como vendedor a todos os compradores.

**Crédito de IFM a residentes na área do euro (MFI credit to euro area residents):** empréstimos de IFM concedidos ao sector não monetário residente na **área do euro** (incluindo as **administrações públicas** e o sector privado) e detenções por IFM de títulos (acções, outras participações e **títulos de dívida**) emitidos pelo sector não monetário residente na área do euro.

**Custo (real) do financiamento externo de sociedades não financeiras (cost of the external financing of non-financial corporations (real)):** custo incorrido por sociedades não financeiras ao obterem novos fundos externos. Para as sociedades não financeiras da **área do euro**, é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, do custo dos **títulos de dívida** e do custo das acções, baseado nos respectivos saldos (corrigidos de efeitos de valorização) e deflacionado pelas expectativas de inflação.

**Disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM (MFI net external assets):** disponibilidades sobre o exterior do sector das IFM da **área do euro** (como ouro, notas e moedas estrangeiras, títulos emitidos por não residentes na área do euro e empréstimos concedidos a não residentes na área do euro), menos responsabilidades para com o exterior do sector das IFM da área do euro (tais como depósitos e **acordos de reporte** de não residentes na área do euro, bem como as respectivas detenções de acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** emitidos por IFM com prazo até dois anos, inclusive).

**EONIA (índice overnight médio do euro) (EONIA (euro overnight index average)):** medida da taxa de juro efectiva prevalecte no mercado interbancário *overnight* do euro. É calculada como uma média ponderada das taxas de juro das transacções de crédito *overnight* sem garantia denominadas em euros, comunicadas por um painel de bancos contribuintes.

**Estabilidade de preços (price stability):** a manutenção da estabilidade de preços é o objectivo primordial do **Eurosistema**. O **Conselho do BCE** define estabilidade de preços como um aumento homólogo inferior a 2% do **Índice Harmonizado de Preços no Consumidor** para a **área do euro**. O Conselho do BCE também clarificou que, na prossecução da estabilidade de preços, pretende manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% a médio prazo.

**Estratégia de Lisboa (Lisbon strategy):** agenda abrangente de reformas estruturais com vista a transformar a UE na “economia baseada no conhecimento mais dinâmica e competitiva do mundo”, lançada em 2000 pelo Conselho Europeu de Lisboa.



**EURIBOR (taxa interbancária de oferta do euro) (*EURIBOR (euro interbank offered rate)*):** taxa à qual um banco principal está disposto a conceder empréstimos em euros a outro banco principal, tal como comunicado por um painel de bancos contribuintes, que é calculada diariamente para os depósitos interbancários com vários prazos até 12 meses.

**Eurosistema (*Eurosystem*):** o sistema de banca central da **área do euro**. É composto pelo **Banco Central Europeu** e pelos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**.

**Excedente de exploração bruto (*gross operating surplus*):** excedente (ou défice) do valor do produto decorrente das actividades de produção após terem sido deduzidos os custos do consumo intermédio, as despesas com pessoal e os impostos (menos subsídios) sobre a produção, mas antes de serem considerados os pagamentos e as receitas de rendimentos relacionados com a detenção ou o empréstimo/aluguer de activos financeiros e não produzidos.

**Facilidade permanente (*standing facility*):** facilidade do banco central à qual as **contrapartes** têm acesso por sua própria iniciativa. O **Eurosistema** disponibiliza duas facilidades permanentes pelo prazo *overnight*: a **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a **facilidade permanente de depósito**.

**Facilidade permanente de cedência de liquidez (*marginal lending facility*):** **facilidade permanente** do **Eurosistema** que as **contrapartes** podem utilizar para receber crédito pelo prazo *overnight* de um BCN a uma taxa de juro fixada antecipadamente contra activos elegíveis (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

**Facilidade permanente de depósito (*deposit facility*):** **facilidade permanente** do **Eurosistema** que as **contrapartes** podem utilizar para efectuar depósitos pelo prazo *overnight* num BCN, remunerados a uma taxa de juro fixada antecipadamente (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

**Garantias (*collateral*):** activos usados ou transferidos (por exemplo, por **instituições de crédito** para os bancos centrais) como caução de reembolso de empréstimos, bem como activos vendidos (por exemplo, por instituições de crédito aos bancos centrais) como parte de **acordos de reporte**.

**Gestão empresarial (*corporate governance*):** normas, procedimentos e processos segundo os quais uma organização é gerida e controlada. A estrutura de gestão empresarial específica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes na organização – tais como o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros participantes – e estabelece as normas e procedimentos para a tomada de decisão.

**IFM (instituições financeiras monetárias) (*MFIs (monetary financial institutions)*):** instituições financeiras que, no seu conjunto, formam o sector de emissão de moeda da **área do euro**. Incluem o **Eurosistema**, **instituições de crédito** residentes (segundo a definição do Direito Comunitário) e todas as outras instituições financeiras residentes cuja actividade consiste em receber depósitos e/ou substitutos próximos de depósitos de entidades, excepto IFM, e que, por sua própria conta (pelo menos em termos económicos), concedem crédito e/ou efectuem investimentos em valores mobiliários. O último grupo é predominantemente constituído por fundos do **mercado monetário**.

**Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) (*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*):** medida dos preços no consumidor compilada pelo Eurostat e harmonizada para todos os Estados-Membros da UE.

**Instituição de crédito (*credit institution*):** (i) uma empresa cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por sua própria conta; ou (ii) uma empresa ou qualquer outra pessoa colectiva, que não as incluídas em (i), que emite meios de pagamento sob a forma de moeda electrónica.

**Instituto Monetário Europeu (IME) (*European Monetary Institute (EMI)*):** instituição temporária criada no início da Segunda Fase da **União Económica e Monetária** a 1 de Janeiro de 1994. O IME entrou em liquidação após a criação do **Banco Central Europeu** em 1 de Junho de 1998.

**Investimento de carteira (*portfolio investment*):** transacções e/ou posições líquidas de residentes na **área do euro** em títulos emitidos por não residentes na área do euro (“activo”) e transacções e/ou posições líquidas de não residentes em títulos emitidos por residentes na área do euro (“passivo”). Inclui títulos de participação no capital e **títulos de dívida** (obrigações e outros títulos de dívida, e instrumentos do **mercado monetário**), excluindo os montantes registados no **investimento directo** ou activos de reserva.

**Investimento directo (*direct investment*):** investimento transfronteiras para efeitos de obtenção de uma participação duradoura numa empresa residente numa outra economia (na prática, assumindo uma participação de pelo menos 10% das acções ordinárias ou do poder de voto).

**M1 (*M1*):** agregado monetário estreito que abrange a circulação monetária mais depósitos *overnight* detidos em **IFM** e na **administração central** (por exemplo, Correios ou Tesouro).

**M2 (*M2*):** agregado monetário intermédio que abrange o **M1** e depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive (ou seja, depósitos de poupança de curto prazo) e depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive (ou seja, depósitos a curto prazo) detidos em **IFM** e na **administração central**.

**M3 (*M3*):** agregado monetário largo que abrange o **M2** e instrumentos negociáveis, em particular **acordos de reporte**, acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** com prazo até dois anos, inclusive, emitidos por **IFM**.

**Mercado de títulos (*equity market*):** mercado em que os **títulos de participação** são emitidos e transaccionados.

**Mercado monetário (*money market*):** mercado no qual fundos de curto prazo são captados, investidos e transaccionados utilizando instrumentos geralmente com prazo original até um ano, inclusive.

**Mercado obrigacionista (*bond market*):** mercado em que os **títulos de dívida** de mais longo prazo são emitidos e transaccionados.

**MTC II (mecanismo de taxas de câmbio II) (*ERM II (exchange rate mechanism II)*):** acordo de taxas de câmbio que constitui o quadro para a cooperação de política cambial entre os países

da **área do euro** e os Estados-Membros da UE não participantes na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**.

**Opção (*option*):** instrumento financeiro que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender determinados activos (por exemplo, uma obrigação ou uma acção) a um preço pré-determinado (preço de exercício) até ou numa certa data futura (data de exercício ou de vencimento).

**Operação de mercado aberto (*open market operation*):** operação executada no mercado financeiro por iniciativa do banco central. Relativamente aos seus objectivos, regularidade e procedimentos, as operações de mercado aberto do **Eurosistema** podem ser divididas em quatro categorias: **operações principais de refinanciamento; operações de refinanciamento de prazo alargado; operações ocasionais de regularização;** e operações estruturais. Quanto aos instrumentos utilizados, as **operações reversíveis** são o principal instrumento de mercado aberto do Eurosistema e podem ser utilizadas nas quatro categorias de operações. Além disso, as operações estruturais podem ser executadas sob a forma de emissão de certificados de dívida e de transacções definitivas, enquanto que as operações ocasionais de regularização podem ser executadas sob a forma de transacções definitivas, **swaps cambiais** e constituição de depósitos a prazo fixo.

**Operação de refinanciamento de prazo alargado (*longer-term refinancing operation*):** **operação de mercado aberto** de carácter regular executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operações reversíveis**. Estas operações são realizadas através de um leilão normal com uma frequência mensal e têm, normalmente, o prazo de três meses.

**Operação ocasional de regularização (*fine-tuning operation*):** **operação de mercado aberto** executada pelo **Eurosistema** para resolver situações de flutuação inesperada de liquidez no mercado. A frequência e o prazo destas operações não são normalizados.

**Operação principal de refinanciamento (*main refinancing operation*):** **operação de mercado aberto** de carácter regular executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operações reversíveis**. Estas operações são realizadas através de um leilão normal com uma frequência semanal e têm, normalmente, o prazo de uma semana.

**Operação reversível (*reverse transaction*):** operação através da qual o banco central compra ou vende activos ao abrigo de um **acordo de reporte** ou realiza operações de crédito com **garantias**.

**Outro intermediário financeiro (OIF) (*other financial intermediary (OFI)*):** sociedade ou quase-sociedade, excepto sociedade de seguros ou fundo de pensões, cuja função principal consiste em fornecer serviços de intermediação financeira contraindo passivos sob outras formas que não numerário, depósitos e/ou substitutos próximos dos depósitos junto de entidades institucionais que não IFM, em particular aquelas cuja função principal é o financiamento a longo prazo, tais como sociedades de locação financeira, sociedades de titularização criadas para deter activos titularizados, *holdings* financeiras, corretores de títulos e derivados (quando actuam em seu próprio nome), sociedades de capital de risco e sociedades capital-desenvolvimento.

**Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) (*Stability and Growth Pact (SGP)*):** o Pacto de Estabilidade e Crescimento pretende servir como meio de salvaguarda da solidez das finanças

públicas na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**, de forma a reforçar as condições para a **estabilidade de preços** e para um crescimento forte e sustentável conducente à criação de emprego. Para o efeito, prescreve que os Estados-Membros especifiquem os seus objectivos orçamentais de médio prazo. Contém igualmente especificações concretas sobre o **procedimento relativo aos défices excessivos**. É constituído pela resolução do Conselho Europeu de Amesterdão, de 17 de Junho de 1997, relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, e por dois regulamentos do Conselho, nomeadamente (i) o Regulamento (CE) n.º 1466/97, de 7 de Julho de 1997, relativo ao reforço da supervisão das posições orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas, com as alterações introduzidas pelo Regulamento (CE) n.º 1055/2005 de 27 de Junho de 2005, e (ii) o Regulamento (CE) n.º 1467/97, de 7 de Julho de 1997, relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos, com as alterações introduzidas pelo Regulamento (CE) n.º 1056/2005 de 27 de Junho de 2005. O Pacto de Estabilidade e Crescimento é complementado pelo relatório do Conselho ECOFIN sobre a melhoria da sua aplicação (*“Improving the implementation of the Stability and Growth Pact”*), aprovado pelo Conselho Europeu de Bruxelas de 22 e 23 de Março de 2005. É também complementado pelo novo código de conduta (*“Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes”*), que fornece especificações quanto à sua aplicação e orientações quanto à apresentação e conteúdo dos Programas de Estabilidade e Convergência e que foi aprovado pelo Conselho ECOFIN de 11 de Outubro de 2005.

**Países aderentes (*acceding countries*):** países que assinaram o Tratado de Adesão. São, actualmente, a Bulgária e a Roménia, que assinaram o Tratado de Adesão no dia 25 de Abril de 2005.

**Países em fase de adesão (*accession countries*):** países com os quais foi dado início às negociações para a adesão à UE. Em 3 de Outubro de 2005, foram iniciadas negociações com a Croácia e a Turquia.

**Período de manutenção (*maintenance period*):** período durante o qual se calcula o cumprimento das **reservas mínimas** por parte das **instituições de crédito**. Os períodos de manutenção têm início no dia de liquidação da primeira **operação principal de refinanciamento** após a reunião do **Conselho do BCE** para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação de política monetária. O **Banco Central Europeu** publica um calendário dos períodos de manutenção de reservas mínimas pelo menos três meses antes do início do ano.

**Posição de investimento internacional (*p.i.i.*) (*international investment position (i.i.p.)*):** valor e composição dos créditos financeiros (ou responsabilidades financeiras) líquidos de uma economia em relação ao resto do mundo.

**Procedimento relativo aos défices excessivos (*excessive deficit procedure*):** a disposição definida no artigo 104.º do **Tratado** e especificada no Protocolo n.º 20 sobre o procedimento relativo aos défices excessivos exige aos Estados-Membros da UE que mantenham a disciplina orçamental, define critérios segundo os quais se considera que uma posição orçamental está em défice excessivo e regula os passos a dar após a constatação de que os requisitos para o saldo orçamental ou a dívida pública não foram cumpridos. O artigo 104.º é complementado pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1467/97, de 7 de Julho de 1997, relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos (com as alterações

introduzidas pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1056/2005, de 27 de Junho de 2005), que é uma das partes constituintes do **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

**Processamento directo (*straight-through processing (STP)*):** processamento automatizado directo de transacções/transferências de pagamentos, incluindo a conclusão automatizada da geração, confirmação, compensação e liquidação de instruções.

**Projeções (*projections*):** resultados dos exercícios elaborados quatro vezes por ano no sentido de projectar a possível evolução macroeconómica futura na **área do euro**. As projecções elaboradas por especialistas do **Eurosistema** são publicadas em Junho e Dezembro, enquanto as projecções elaboradas por especialistas do **Banco Central Europeu (BCE)** são publicadas em Março e Setembro. As projecções são parte integrante do pilar de **análise económica** da estratégia de política monetária do BCE, sendo, por conseguinte, um dos vários elementos considerados pelo **Conselho do BCE** na avaliação dos riscos para a **estabilidade de preços**.

**Proveitos monetários (*monetary income*):** rendimento que resulta para os BCN no desempenho da função de política monetária do **Eurosistema**, proveniente de activos consignados em conformidade com as orientações estabelecidas pelo **Conselho do BCE** e detido em contrapartida de notas em circulação e de depósitos no passivo de **instituições de crédito**.

**Rácio de reserva (*reserve ratio*):** rácio definido pelo banco central para cada categoria de rubricas elegíveis do balanço incluídas na **base de incidência**. O rácio é utilizado para calcular as **reservas mínimas**.

**Rendibilidade empresarial (*corporate profitability*):** medida dos lucros das empresas, em relação, sobretudo, às suas vendas, activos ou títulos. Existe um conjunto variado de rácios de rendibilidade das empresas baseados nas demonstrações financeiras das mesmas, tais como o rácio de rendibilidade operacional (vendas menos custos operacionais) em relação às vendas, o rácio do resultado líquido (proveitos operacionais e não operacionais, depois de impostos, depreciações e rubricas extraordinárias) em relação às vendas, a rendibilidade do activo (que relaciona o resultado líquido com o total do activo) e a rendibilidade dos capitais próprios (que relaciona o resultado líquido com os fundos dos accionistas). A nível macroeconómico, o **excedente de exploração bruto** é frequentemente utilizado como uma medida da rendibilidade, com base nas contas nacionais, por exemplo, em relação ao PIB ou ao valor acrescentado.

**Reservas mínimas (*reserve requirement*):** montante mínimo de reservas que uma **instituição de crédito** deve constituir no **Eurosistema**. O cumprimento é determinado com base na média dos saldos diários ao longo de um **período de manutenção**.

**Responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (*MFI longer-term financial liabilities*):** depósitos com prazo acordado superior a dois anos, depósitos reembolsáveis com pré-aviso superior a três meses, **títulos de dívida** emitidos por **IFM** da **área do euro** com prazo original superior a dois anos e o capital e reservas do sector das IFM da área do euro.

**Risco de crédito (*credit risk*):** risco de uma **contraparte** não liquidar uma obrigação no valor total, quer na data devida, quer em qualquer data posterior. O risco de crédito inclui o risco do custo de substituição e o risco de capital. Inclui ainda o risco de falha do banco de liquidação.

**Risco de liquidação (*settlement risk*):** expressão de carácter geral utilizada para designar o risco de uma liquidação num sistema de transferência não se realizar da forma esperada. Este risco pode incluir tanto o **risco de crédito** como o **risco de liquidez**.

**Risco de liquidez (*liquidity risk*):** risco de uma **contraparte** não liquidar uma obrigação pelo seu valor total na data devida, mas numa data posterior não especificada.

**Risco sistémico (*systemic risk*):** risco de a incapacidade de uma instituição cumprir as suas obrigações na data devida dar origem à incapacidade de outras instituições cumprirem as suas obrigações na data devida. Este incumprimento pode conduzir a problemas significativos de liquidez ou de crédito e, em resultado, pode ameaçar a estabilidade dos mercados ou a confiança nos mesmos.

**Saldo primário (*primary balance*):** crédito líquido ou endividamento líquido das administrações públicas, excluindo os pagamentos de juros sobre os seus passivos consolidados.

**Sistema de liquidação de títulos (SLT) (*securities settlement system (SSS)*):** sistema que permite a detenção e transferência de títulos, utilizando procedimentos de entrega sem pagamento ou contra pagamento (sistema de entrega contra pagamento) ou contra um outro activo (entrega contra entrega). Inclui todos os acordos institucionais e técnicos necessários para a liquidação de transacções de títulos e para a guarda de títulos. Este sistema pode funcionar com base num sistema de liquidação por bruto em tempo real, de liquidação pelos valores brutos ou de liquidação pelos valores líquidos. Um sistema de liquidação permite o cálculo (compensação) das obrigações dos participantes.

**Sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) (*real-time gross settlement (RTGS) system*):** sistema de liquidação no qual o processamento e a liquidação são efectuados instrução a instrução (sem compensação) em tempo real (em contínuo) (ver também **TARGET**).

**Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*):** constituído pelo **Banco Central Europeu (BCE)** e pelos BCN dos 25 Estados-Membros da UE, ou seja, inclui, para além dos membros do **Eurosistema**, os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro. O SEBC é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva** do BCE e, enquanto terceiro órgão de decisão do BCE, pelo **Conselho Geral**.

**Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95) (*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*):** sistema de contas macroeconómicas abrangente e integrado assente num conjunto de conceitos estatísticos, definições, classificações e normas contabilísticas internacionalmente acordados, cujo objectivo é obter uma descrição quantitativa harmonizada das economias dos Estados-Membros da UE. O SEC 95 é a versão comunitária do Sistema de Contas Nacionais mundial de 1993 (SCN 93).

**Swap cambial (*foreign exchange swap*):** transacções simultâneas à vista e a prazo de uma moeda contra outra.

**TARGET (Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real) (*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)*):** o sistema de liquidação por bruto em tempo real

(**SLBTR**) para o euro. Sistema descentralizado composto por 16 SLBTR nacionais, o mecanismo de pagamentos do BCE e o mecanismo de interligação.

**TARGET2 (TARGET2)**: a nova geração do sistema **TARGET**, na qual a actual estrutura técnica descentralizada será substituída por uma plataforma única partilhada que oferecerá um serviço harmonizado com um sistema de fixação de preços uniforme.

**Taxa mínima de proposta (minimum bid rate)**: limite mínimo das taxas de juro às quais as **contrapartes** podem apresentar propostas nos leilões de taxa variável das **operações principais de refinanciamento**. É uma das **taxas de juro directoras do BCE** que reflecte a orientação da política monetária.

**Taxas de câmbio efectivas (TCE) do euro (nominais/reais) (effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real))**: médias ponderadas de taxas de câmbio bilaterais do euro face às moedas dos principais parceiros comerciais da **área do euro**. O **Banco Central Europeu** publica índices da TCE nominal para o euro face a dois grupos de parceiros comerciais: o TCE-23 (que abrange os 13 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e 10 dos principais parceiros comerciais fora da UE) e o TCE-42 (composto pelo TCE-23 e outros 19 países). Os pesos utilizados reflectem a quota de cada país parceiro no comércio da área do euro e ilustram a concorrência em mercados de países terceiros. As TCE reais são TCE nominais deflacionadas por uma média ponderada de preços ou custos externos em relação aos internos. São, por conseguinte, medidas da competitividade dos preços e dos custos.

**Taxas de juro das IFM (MFI interest rates)**: taxas de juro aplicadas por **instituições de crédito** residentes e outras **IFM**, excluindo bancos centrais e fundos do **mercado monetário**, a depósitos e empréstimos denominados em euros face a famílias e sociedades não financeiras residentes na **área do euro**.

**Taxas de juro directoras do BCE (key ECB interest rates)**: taxas de juro que reflectem a orientação da política monetária do **Banco Central Europeu** e que são fixadas pelo **Conselho do BCE**. São a **taxa mínima de proposta** das **operações principais de refinanciamento**, a taxa de juro da **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a taxa de juro da **facilidade permanente de depósito**.

**Título de dívida (debt security)**: promessa por parte do emitente (isto é, o mutuário) de efectuar um ou mais pagamentos ao detentor (o mutuante) numa data ou datas futura(s) específica(s). Estes títulos implicam normalmente uma taxa de juro específica (o cupão) e/ou são vendidos a desconto ao montante que será reembolsado na data de vencimento. Os títulos de dívida emitidos com prazo original superior a um ano são classificados como de longo prazo.

**Títulos de participação no capital (equities)**: títulos que representam a detenção de uma participação numa empresa. Abrangem acções transaccionadas nas bolsas de valores (acções cotadas), acções não cotadas e outras formas de participação. Geram habitualmente rendimentos sob a forma de dividendos.

**Tratado (Treaty)**: refere-se ao Tratado que institui a Comunidade Europeia (o “Tratado de Roma”). Foram introduzidas alterações ao Tratado em diversas ocasiões, em particular pelo Tratado da União Europeia (o “Tratado de Maastricht”), o qual lançou as bases para a **União Económica e Monetária** e incluiu os Estatutos do **SEBC**.

**União Económica e Monetária (UEM) (*Economic and Monetary Union (EMU)*):** processo que conduziu à moeda única, ao euro e à política monetária única na **área do euro**, bem como à coordenação das políticas económicas dos Estados-Membros da UE. Este processo, tal como definido no Tratado, foi realizado em três fases. A Terceira Fase (a última) teve início a 1 de Janeiro de 1999, com a transferência da competência monetária para o **Banco Central Europeu** e a introdução do euro. A transição para o euro fiduciário a 1 de Janeiro de 2002 concluiu o processo de estabelecimento da UEM.

**Valor de referência para o crescimento do M3 (*reference value for M3 growth*):** a taxa de crescimento homóloga de médio prazo do **M3** consistente com a manutenção da **estabilidade de preços**. Actualmente, o valor de referência para o crescimento homólogo do M3 é de 4½%.

**Volatilidade implícita (*implied volatility*):** volatilidade esperada (ou seja, desvio padrão) das taxas de variação do preço de um activo (por exemplo, uma acção ou uma obrigação). Pode ser calculada a partir do preço do activo, da data de vencimento e do preço de exercício das suas opções, bem como a partir de uma taxa de remuneração sem risco, utilizando um modelo de valorização de opções, como, por exemplo, o modelo de Black-Scholes.



ISSN 1561454-9



9 771561 454007