



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

RELATÓRIO ANUAL 2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

BANCO CENTRAL EUROPEU

# RELATÓRIO ANUAL 2007

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA



## RELATÓRIO ANUAL 2007

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

© Banco Central Europeu, 2008

**Morada**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemanha

**Endereço postal**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Alemanha

**Telefone**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 1344 6000

*Tradução elaborada pelo Banco de Portugal, com excepção da Secção 4 do Capítulo 8 (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:*

*Martin Joppen  
Walter Vorjohann*

*A data limite dos dados incluídos neste Relatório foi 29 de Fevereiro de 2008.*

ISSN 1561-4549 (impresso)

ISSN 1725-292X (online)

# ÍNDICE

<b>PREFÁCIO</b>	<b>9</b>	<b>4 ESTATÍSTICAS</b>	<b>131</b>
<b>CAPÍTULO I</b>		4.1 Estatísticas novas ou melhoradas na área do euro	<b>131</b>
<b>EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA</b>		4.2 Outros desenvolvimentos estatísticos	<b>132</b>
<b>1 DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA</b>	<b>18</b>	4.3 Preparativos para o alargamento da área do euro	<b>133</b>
<b>2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA</b>	<b>26</b>	<b>5 ESTUDOS ECONÓMICOS</b>	<b>135</b>
2.1 Enquadramento macroeconómico mundial	<b>26</b>	5.1 Prioridades dos estudos	<b>135</b>
2.2 Evolução monetária e financeira	<b>31</b>	5.2 Publicações e conferências	<b>136</b>
2.3 Evolução dos preços e dos custos	<b>59</b>	<b>6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES</b>	<b>138</b>
2.4 Evolução do produto, da procura e do mercado de trabalho	<b>71</b>	6.1 Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	<b>138</b>
2.5 Evolução orçamental	<b>78</b>	6.2 Funções consultivas	<b>138</b>
2.6 Taxas de câmbio e evolução da balança de pagamentos	<b>86</b>	6.3 Administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia	<b>142</b>
<b>3 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NOS ESTADOS-MEMBROS DA UE NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO</b>	<b>92</b>	6.4 Serviços de gestão de reservas do Eurosistema	<b>142</b>
<b>CAPÍTULO 2</b>		<b>CAPÍTULO 3</b>	
<b>OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS</b>		<b>ENTRADA DE CHIPRE E MALTA NA ÁREA DO EURO</b>	
<b>1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO</b>	<b>106</b>	<b>1 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA EM CHIPRE E MALTA</b>	<b>146</b>
1.1 Operações de política monetária	<b>106</b>	<b>2 ASPECTOS JURÍDICOS DA INTEGRAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS DE CHIPRE E DE MALTA NO EUROSISTEMA</b>	<b>151</b>
1.2 Operações cambiais	<b>114</b>	<b>3 ASPECTOS OPERACIONAIS DA INTEGRAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS DE CHIPRE E DE MALTA NO EUROSISTEMA</b>	<b>153</b>
1.3 Actividades de investimento	<b>115</b>	3.1 Operações de política monetária	<b>153</b>
<b>2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS</b>	<b>118</b>	3.2 Contributo para o capital, reservas e activos de reserva externa do BCE	<b>154</b>
2.1 O sistema TARGET	<b>118</b>	<b>4 A TRANSIÇÃO PARA O EURO FIDUCIÁRIO EM CHIPRE E MALTA</b>	<b>155</b>
2.2 TARGET2	<b>120</b>	<b>CAPÍTULO 4</b>	
2.3 TARGET2-Títulos	<b>122</b>	<b>ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS</b>	
2.4 Procedimentos de liquidação dos activos de garantia	<b>123</b>	<b>1 ESTABILIDADE FINANCEIRA</b>	<b>160</b>
<b>3 NOTAS E MOEDAS</b>	<b>125</b>		
3.1 A circulação de notas e moedas e o processamento de moeda	<b>125</b>		
3.2 Contrafacção de notas e dissuasão da contrafacção	<b>126</b>		
3.3 Emissão e produção de notas	<b>127</b>		

1.1 Acompanhamento da estabilidade financeira	160	<b>2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU</b>	<b>193</b>
1.2 Acordos de estabilidade financeira	162	<b>CAPÍTULO 7</b>	
<b>2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS</b>	<b>164</b>	<b>COMUNICAÇÃO EXTERNA</b>	
2.1 Questões gerais	164	<b>1 POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO</b>	<b>198</b>
2.2 Sector bancário	165	<b>2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO</b>	<b>199</b>
2.3 Valores mobiliários	166		
<b>3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA</b>	<b>167</b>	<b>CAPÍTULO 8</b>	
<b>4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO</b>	<b>172</b>	<b>ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL, ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS</b>	
4.1 Superintendência de infra-estruturas e sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros	172	<b>1 ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE</b>	<b>205</b>
4.2 Serviços de pagamento de retalho	176	1.1 O Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais	205
4.3 Sistemas de pagamento com cartões	176	1.2 O Conselho do BCE	206
4.4 Compensação e liquidação de títulos	176	1.3 A Comissão Executiva	208
		1.4 O Conselho Geral	210
		1.5 Comités do Eurosistema/SEBC, Comité de Orçamento, Conferência de Recursos Humanos e Comité Director de TI do Eurosistema	211
		1.6 Gestão	212
<b>CAPÍTULO 5</b>		<b>2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL</b>	<b>215</b>
<b>RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS</b>		2.1 Recursos humanos	215
<b>I QUESTÕES EUROPEIAS</b>	<b>180</b>	2.2 Novas instalações do BCE	217
1.1 Questões de política	180	2.3 Gabinete de Coordenação de Contratos Públicos do Eurosistema	218
1.2 Questões institucionais	181	<b>3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC</b>	<b>219</b>
1.3 Evolução e relações com os países candidatos à UE	182	<b>4 CONTAS ANUAIS DO BCE</b>	<b>220</b>
<b>2 QUESTÕES INTERNACIONAIS</b>	<b>184</b>	Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2007	221
2.1 Principais desenvolvimentos no sistema monetário e financeiro internacional	184	Balanço em 31 de Dezembro de 2007	224
2.2 Cooperação com países fora da UE	187	Conta de resultados do exercício findo em 31 de Dezembro de 2007	226
<b>CAPÍTULO 6</b>		Políticas contabilísticas	227
<b>RESPONSABILIZAÇÃO</b>		Notas ao balanço	232
<b>I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU</b>	<b>192</b>	Notas à conta de resultados	244
		Relatório de auditoria independente	249
		Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos	250



<b>5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007</b>	<b>252</b>		
<b>ANEXOS</b>			
<b>INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE</b>	<b>256</b>		
<b>PARECERES ADOPTADOS PELO BCE</b>	<b>259</b>		
<b>CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA</b>	<b>263</b>		
<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2007</b>	<b>266</b>		
<b>GLOSSÁRIO</b>	<b>273</b>		
<b>LISTA DE CAIXAS</b>			
1 Disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM e o seu impacto sobre a evolução monetária	<b>37</b>		
Gráfico A Disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM e M3	<b>37</b>		
Gráfico B Composição dos fluxos de capital do sector detentor de moeda e disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM	<b>38</b>		
Gráfico C Composição dos fluxos de investimento de carteira	<b>38</b>		
Gráfico D Evolução das disponibilidades e responsabilidades brutas sobre o exterior	<b>40</b>		
2 A volatilidade das taxas de juro do mercado monetário em 2007	<b>42</b>		
Gráfico A Volatilidade realizada diária da taxa de juro <i>overnight</i>	<b>43</b>		
Gráfico B Volatilidade realizada diária das taxas de juro dos depósitos a mais longo prazo	<b>43</b>		
Gráfico C Volatilidade realizada e volatilidade implícita das taxas de juro a três meses do mercado monetário	<b>45</b>		
3 Semelhanças e diferenças entre os episódios de turbulência financeira em 2007 e 1998			<b>50</b>
Gráfico A Taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo dos EUA e da área do euro em 1998 e 2007			<b>51</b>
Gráfico B Preços das acções nos EUA e na área do euro em 1998 e 2007			<b>51</b>
4 O impacto de efeitos de base relacionados com os produtos energéticos sobre a inflação medida pelo IHPC em 2007			<b>62</b>
Gráfico A Contributos para a variação na inflação homóloga medida pelo IHPC desde Dezembro de 2006			<b>62</b>
Gráfico B Decomposição da variação mensal da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC			<b>63</b>
Gráfico C Decomposição da variação da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC desde Dezembro de 2006			<b>63</b>
5 Inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro			<b>65</b>
Gráfico A Contributos dos preços dos produtos alimentares transformados para a inflação homóloga medida pelo IHPC			<b>65</b>
Gráfico B Evolução dos preços de produtos alimentares e bebidas tropicais			<b>66</b>
Quadro Produtos alimentares transformados excluindo tabaco no IHPC nos países da área do euro			<b>66</b>
6 Descida do desemprego na área do euro nos últimos anos			<b>75</b>
Gráfico A Taxa de desemprego e crescimento do PIB na área do euro			<b>75</b>
Quadro Taxas de desemprego na área do euro por sexo, grupo etário e qualificações			<b>76</b>

Gráfico B	Intensidade das reformas na área do euro e distribuição por tipo de reforma, 2000-2006	<b>77</b>	4	Evolução do mercado de trabalho	<b>74</b>
7	Evolução da emissão de títulos de dívida pública e diferenciais de taxas de rendibilidade das obrigações na área do euro	<b>79</b>	5	Posições orçamentais na área do euro	<b>78</b>
Quadro A	Títulos de dívida emitidos pela administração pública da área do euro	<b>79</b>	6	Crescimento do PIB real nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>92</b>
Quadro B	Estrutura do saldo de títulos de dívida pública emitidos pelas administrações da área do euro	<b>80</b>	7	Inflação medida pelo IHPC nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área do euro	<b>93</b>
Gráfico A	Decomposição da variação dos pagamentos de juros	<b>81</b>	8	Posições orçamentais nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e na área da euro	<b>95</b>
Gráfico B	Diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública face às obrigações alemãs	<b>81</b>	9	Balança de pagamentos dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e da área do euro	<b>96</b>
Gráfico C	<i>Swaps</i> de risco de incumprimento soberanos	<b>81</b>	10	Evolução no MTC II	<b>98</b>
8	Lições a tirar da experiência de 2000/01 em termos de política orçamental	<b>84</b>	11	Estratégias oficiais de política monetária dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro	<b>101</b>
Gráfico A	Evolução orçamental, 1998-2007	<b>85</b>	12	Tráfego de pagamentos no TARGET	<b>119</b>
Gráfico B	Saldo orçamental e componente cíclica	<b>85</b>	13	Distribuição da produção de notas de euro em 2007	<b>129</b>
9	Operações de política monetária durante o período de volatilidade nos mercados financeiros	<b>108</b>	14	Principais indicadores económicos de Chipre	<b>146</b>
Gráfico	Excedente de reservas diário no decurso de um período de manutenção	<b>109</b>	15	Principais indicadores económicos de Malta	<b>147</b>
10	Implicações estatísticas do alargamento da área do euro para incluir Chipre e Malta	<b>149</b>			

#### LISTA DE QUADROS

1	Evolução dos preços	<b>60</b>
2	Indicadores de custos do trabalho	<b>69</b>
3	Composição do crescimento do PIB real	<b>71</b>

#### LISTA DE GRÁFICOS

1	Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário	<b>18</b>
2	Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas	<b>26</b>
3	Contributos geográficos para o crescimento do PIB mundial	<b>29</b>
4	Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas	<b>30</b>
5	M3 e empréstimos ao sector privado	<b>31</b>
6	Principais componentes do M3	<b>32</b>
7	Taxas de juro das IFM sobre depósitos de curto prazo e taxa de juro do mercado monetário	<b>33</b>
8	Depósitos do M3 por sector	<b>34</b>

9	Crédito a residentes na área do euro	<b>34</b>	29	Percepções qualitativas e expectativas de inflação dos consumidores da área do euro	<b>70</b>
10	Taxas de juro do mercado monetário	<b>41</b>	30	Contributos para o crescimento trimestral do PIB real	<b>72</b>
11	EUREPO, EURIBOR e <i>swap</i> de taxa de juro <i>overnight</i> a três meses	<b>42</b>	31	Indicadores de confiança	<b>72</b>
12	Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo	<b>46</b>	32	Desemprego	<b>74</b>
13	Taxas de inflação implícitas à vista e a prazo na área do euro	<b>47</b>	33	Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro	<b>87</b>
14	Principais índices de cotações de acções	<b>48</b>	34	Saldo da balança corrente e suas componentes	<b>88</b>
15	Volatilidade implícita no mercado bolsista	<b>49</b>	35	Volumes de exportação da área do euro para parceiros comerciais seleccionados	<b>89</b>
16	Empréstimos de IFM às famílias	<b>53</b>	36	Investimento directo e de carteira da área do euro	<b>89</b>
17	Taxas de juro aplicadas aos empréstimos às famílias e a sociedades não financeiras	<b>54</b>	37	Posição de investimento internacional líquida	<b>90</b>
18	Dívida e encargos com o serviço da dívida das famílias	<b>55</b>	38	Variações na taxa de câmbio do euro face às moedas da UE não participantes no MTC II	<b>99</b>
19	Custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras da área do euro	<b>56</b>	39	Crédito ao sector privado em 2007	<b>100</b>
20	Rácios dos lucros de sociedades não financeiras cotadas da área do euro	<b>57</b>	40	Diferencial da EONIA	<b>106</b>
21	Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras	<b>57</b>	41	Factores de liquidez na área do euro em 2007	<b>107</b>
22	Desvio de financiamento das sociedades não financeiras e suas principais componentes	<b>58</b>	42	Garantias elegíveis por tipo de activo	<b>112</b>
23	Rácios da dívida de sociedades não financeiras	<b>59</b>	43	Garantias apresentadas em operações de crédito do Eurosistema face ao crédito por liquidar em operações de política monetária	<b>113</b>
24	Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes	<b>61</b>	44	Desagregação de activos (incluindo créditos) apresentados como garantia por tipo de activo	<b>113</b>
25	Contributos das principais componentes para a inflação medida pelo IHPC	<b>61</b>	45	Número total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2007	<b>125</b>
26	Desagregação dos preços da produção industrial	<b>67</b>	46	Valor total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2007	<b>125</b>
27	Remuneração por empregado, por sector	<b>68</b>	47	Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2007	<b>125</b>
28	Evolução dos preços dos edifícios residenciais na área do euro	<b>70</b>	48	Número de contrafacções de notas de euro retiradas de circulação entre 2002 e 2007	<b>126</b>
			49	Distribuição de contrafacções de notas de euro por denominação	<b>127</b>



## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OUTRAS

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

**De acordo com a prática comunitária, a listagem dos Estados-Membros da UE constantes no presente relatório é feita segundo a ordem alfabética dos nomes dos países nas línguas nacionais.**

# PREFÁCIO



Numa análise dos acontecimentos ocorridos no último ano, sobressai o terceiro alargamento da área do euro desde a sua criação em 1999. Implementando a decisão tomada em 2007, Chipre e Malta tornaram-se, em 1 de Janeiro de 2008, os 14.º e 15.º Estados-Membros da UE a adoptar o euro, depois da Grécia em 2001 e da Eslovénia em 2007, e os respectivos bancos centrais nacionais (BCN) aderiram ao Eurosistema. Gostaria de desejar os meus melhores votos de boas-vindas aos cidadãos cipriotas e malteses. O bom desempenho económico de Chipre e Malta, graças à implementação nos últimos anos de políticas macroeconómicas orientadas para a estabilidade, permitiu a estes dois países introduzir o euro como sua moeda. A transição para o euro decorreu de forma regular e eficiente nos dois países. Em termos prospectivos, o seu principal desafio de política, na sequência da adopção do euro, será assegurar a condução de políticas económicas nacionais adequadas, de forma a garantir um elevado grau de convergência sustentável.

Um outro acontecimento importante em 2007 foi a assinatura pelos Chefes de Estado e de

Governo do novo Tratado da UE, em Lisboa, no dia 13 de Dezembro. Este Tratado está agora em fase de ratificação por todos os 27 Estados-Membros, com vista à sua entrada em vigor em 1 de Janeiro de 2009. O BCE acolhe com agrado o facto de o novo Tratado incluir entre os objectivos da UE a estabilidade de preços e o estabelecimento de uma União Económica e Monetária (UEM) cuja moeda é o euro. O BCE é dotado com o estatuto de instituição da União e o novo Tratado confirma a independência do BCE, do SEBC e dos BCN, bem como a personalidade jurídica, os poderes regulamentares e a independência financeira do BCE. O BCE considera que o novo Tratado confirma a actual disposição da UEM e, deste modo, acolherá com agrado a conclusão com êxito do processo de ratificação.

\* \* \*

Em 2007, a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC da área do euro situava-se em 2.1%, que compara com 2.2% em 2006. Embora este valor exceda a definição do BCE de estabilidade de preços “inferior, mas próximo de 2%”, a política monetária do BCE, porém, continuou a ancorar firmemente as expectativas de inflação de médio a longo prazo em níveis amplamente consistentes com a estabilidade de preços, apesar de uma conjuntura económica caracterizada por significativas pressões ascendentes sobre os preços. Estas foram principalmente o resultado de aumentos dos preços das matérias-primas, em particular dos preços dos produtos energéticos e – especialmente no quarto trimestre – dos produtos alimentares, bem como, a nível interno, do impacto de aumentos dos impostos indirectos, de restrições em termos de capacidade produtiva no contexto de uma economia em expansão e de uma maior restritividade nos mercados de trabalho. A continuação de expectativas de inflação ancoradas em horizontes de médio a longo prazo em 2007 reflecte-se, portanto, favoravelmente na credibilidade do BCE em garantir a estabilidade de preços a médio prazo, de acordo com o seu mandato. Este ancorar é uma condição indispensável para o funcionamento regular dos mercados, para o crescimento sustentado e para a

criação de emprego na área do euro, constituindo a mais elevada prioridade para o Conselho do BCE.

Ao longo de 2007, os riscos de médio prazo para a estabilidade de preços mantiveram-se claramente do lado ascendente. Estes riscos incluíram eventuais subidas adicionais dos preços do petróleo e dos produtos agrícolas e potenciais aumentos imprevistos dos preços administrados e dos impostos indirectos. Mais especificamente, verificaram-se riscos significativos de aumentos no poder de fixação de preços das empresas, em particular em segmentos do mercado com baixa concorrência, e de uma dinâmica salarial mais forte do que o esperado, implicando a ameaça de efeitos de segunda ordem sobre a fixação de salários e preços, em consequência de taxas de inflação temporariamente elevadas. Para assegurar a manutenção da estabilidade de preços a médio prazo, o Conselho do BCE acompanhou muito atentamente as negociações salariais e a fixação de preços na área do euro.

A actividade económica na área do euro continuou a expandir-se a taxas sólidas em 2007, tendo o crescimento anual do PIB real sido de 2.6%, apesar dos preços voláteis dos produtos energéticos e do elevado nível de incerteza na sequência da turbulência financeira na segunda metade do ano. Embora as exportações da área do euro tenham continuado a beneficiar do crescimento mundial forte, ainda que em moderação, a procura interna – em particular a componente do investimento fixo – continuou a dar o principal impulso à expansão da actividade económica. Durante a primeira metade de 2007, o forte crescimento do investimento foi apoiado por condições de financiamento favoráveis, fortes lucros empresariais e ganhos continuados na eficiência das empresas. Na segunda metade de 2007, a elevada incerteza financeira, em parte, ensombrou a situação na economia real e o saldo dos riscos para o cenário de referência do crescimento da área do euro ficou enviesado no sentido descendente.

O cruzamento dos resultados com a análise monetária confirmou a avaliação do Conselho

do BCE de que os riscos para a estabilidade de preços continuaram a ser claramente ascendentes nos horizontes a médio e mais longo prazo. Uma avaliação generalizada dos dados disponíveis confirmou a robustez da taxa de expansão subjacente da moeda e do crédito. Na segunda metade de 2007, a influência da turbulência financeira na dinâmica subjacente da expansão do agregado monetário largo e do crédito permaneceu limitada. Tal foi sublinhado, em particular, pelo crescimento sustentado dos empréstimos bancários ao sector privado interno, especialmente sociedades não financeiras, sugerindo que a oferta de crédito não havia sido significativamente comprometida. O Conselho do BCE acompanhou com especial atenção a evolução monetária ao longo deste período.

Para conter os riscos ascendentes prevaletentes para a estabilidade de preços a médio prazo, o Conselho do BCE aumentou as taxas de juro directoras em Março e Junho de 2007 em 25 pontos base, em cada ocasião. Consequentemente, a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema aumentou para 4.00% em Junho de 2007, face a 3.50% no final de 2006. Na segunda metade do ano, o Conselho do BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro directoras. Tomando igualmente em consideração o grau invulgarmente elevado de incerteza acerca do impacto da turbulência financeira sobre a economia real, o Conselho do BCE considerou necessário recolher e avaliar novos dados e acompanhar de perto a evolução nos mercados financeiros antes de tirar novas conclusões para a política monetária. Ao mesmo tempo, o Conselho do BCE confirmou a sua prontidão permanente para tomar todas as medidas necessárias para assegurar que os riscos ascendentes para a estabilidade de preços não se concretizem e que seja preservada a fixação firme das expectativas de inflação a longo prazo.

\* \* \*

Em 2007, foram realizados novos progressos na consolidação orçamental, de acordo com os

programas de estabilidade actualizados, tendo o rácio médio do défice orçamental da área do euro caído para 0.8% do PIB, face a 1.5% em 2006. Contudo, já se encontra projectado para 2008 um novo aumento deste rácio, numa altura em que muitos países ainda não terão alcançado posições orçamentais sólidas. Tal implica o risco de alguns países não conseguirem cumprir o disposto na componente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Para não pôr em risco a credibilidade do Pacto, estes países devem seguir políticas mais ambiciosas e melhorar a respectiva posição estrutural de acordo com o valor de referência de 0.5% do PIB por ano, estipulado no Pacto. É essencial que todos os países cumpram os seus compromissos, devendo atingir o seu objectivo de médio prazo, ou seja, uma posição orçamental sólida o mais tardar até 2010, como acordado e anunciado na reunião do Eurogrupo, realizada em Berlim, em Abril de 2007. Relaxar discricionariamente a política orçamental seria totalmente desadequado. Pelo contrário, o funcionamento livre dos estabilizadores automáticos nos países com posições orçamentais sólidas e a salvaguarda da sustentabilidade a longo prazo das finanças públicas é o melhor contributo que a política orçamental pode dar para a estabilidade macroeconómica.

No que respeita às reformas estruturais, os progressos recentes no contexto da estratégia de Lisboa são encorajadores. As reformas estruturais e a moderação salarial dos últimos anos levaram a um aumento significativo do emprego na área do euro de cerca de 15.8 milhões de indivíduos no período de nove anos desde o início da Terceira Fase da UEM, face a um aumento de aproximadamente 4.5 milhões no mesmo grupo de países nos nove anos anteriores a 1999. Na mesma linha, a taxa de desemprego na área do euro continuou a diminuir, de 8.3% em 2006 para 7.4% em 2007, o nível mais baixo dos últimos 25 anos. Contudo, não pode haver complacência. As taxas de desemprego em muitos países ainda são elevadas e a taxa de participação no mercado de trabalho continua baixa em comparação com padrões internacionais. Além disso, o crescimento da produtividade na área do euro permanece fraco, limitando a margem para

aumentos salariais. Assim, é importante que os governos continuem a apoiar o dinamismo e acelerem os esforços de reforma para eliminar as barreiras existentes à criação de emprego e ao crescimento da produtividade. Acima de tudo, tal exige uma melhoria das habilitações literárias e da aprendizagem ao longo da vida, o que reforça o capital humano, melhora as perspectivas de emprego e aumenta a inovação. São igualmente necessários esforços contínuos para reforçar a concorrência e a flexibilidade e melhorar o funcionamento dos mercados de trabalho, do produto e dos serviços. Em particular, o aumento da concorrência nos sectores dos serviços e das indústrias de rede, assim como a aplicação de medidas adequadas no mercado agrícola da UE, apoiará o crescimento da produtividade e a estabilidade de preços na área do euro.

\* \* \*

2007 foi marcado por desafios muito difíceis nos mercados financeiros. Os mercados monetários do euro foram afectados a partir de Agosto por uma correcção a nível mundial muito significativa, com episódios de turbulência aguda e um nível elevado de volatilidade. A escassez de liquidez no mercado monetário do euro em 9 de Agosto levou o BCE a ceder €95 mil milhões à taxa de juro directora de 4.00% pelo prazo *overnight*. O BCE voltou a realizar operações semelhantes, com montantes decrescentes, nos dias seguintes. Nas semanas e nos meses seguintes, o BCE também realizou operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares, bem como operações ocasionais de regularização. Além disso, cedeu liquidez em dólares dos EUA em paralelo com a *Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo) do Banco da Reserva Federal de Nova Iorque. No final do ano, o BCE tomou medidas especiais a nível da liquidez para fazer face às necessidades específicas do sistema bancário.

Em resultado das operações do BCE, a taxa de juro *overnight* voltou aos níveis estáveis, próximo da taxa directora fixada pelo Conselho do BCE, observados antes do início da turbulência. Contudo, continuam a existir

tensões nos prazos mais longos no mercado monetário.

A correcção no mercado financeiro levou a uma reavaliação significativa do risco por parte dos participantes no mercado. O BCE, bem como os outros membros do Eurosistema, tinha lançado alertas em várias ocasiões, nomeadamente, no *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira), que a situação se caracterizava por uma subestimação dos riscos. Embora a actual correcção significativa do mercado ainda não tenha terminado, é possível tirar as seguintes conclusões provisórias: i) necessidade dos bancos reforçarem os respectivos sistemas de gestão do risco; ii) necessidade de reflectir sobre as vantagens e desvantagens do “modelo originar-para-distribuir” desenvolvido antes do início da correcção; iii) necessidade de aumentar a transparência de todos os participantes nos mercados; iv) necessidade de avaliar o papel global das agências de notação de crédito; e v) necessidade de implementação pelas autoridades de supervisão do novo quadro de capital de Basileia II com a maior rapidez e eficiência possíveis e necessidade de reflectir sobre eventuais aperfeiçoamentos ao regime de supervisão do risco de liquidez.

O sistema financeiro da área do euro permaneceu resistente em 2007, mas a sua capacidade de absorver choques foi seriamente testada ao longo da segunda metade do ano. Para além das consequências possíveis da turbulência nos mercados de crédito, os riscos futuros para o sistema bancário da área do euro relacionam-se sobretudo com a possibilidade de desenvolvimentos adversos no ciclo de crédito, com implicações negativas para a qualidade dos activos dos bancos e os respectivos encargos por imparidade dos empréstimos. Além disso, a possibilidade de uma correcção desordenada dos desequilíbrios mundiais permanece uma fonte de risco a médio prazo para a estabilidade financeira mundial.

\* \* \*

Ao longo de 2007, o BCE continuou a dar um contributo activo para o processo de integração financeira europeia. Para além de acompanhar os progressos nesta área e fornecer aconselhamento sobre o quadro regulamentar e legislativo, o BCE confirmou o seu papel de catalisador para as actividades do sector privado, em particular, continuando a apoiar fortemente a iniciativa da Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA). O Eurosistema manteve um diálogo constante com os bancos e outros participantes e intensificou os esforços de coordenação com a Comissão Europeia, tendo-se congratulado com a adopção da directiva relativa aos serviços de pagamento, aprovada pelo Conselho da UE em 15 de Outubro de 2007.

Além disso, o sistema TARGET2 entrou em funcionamento em 19 de Novembro de 2007, quando um primeiro grupo de oito países migrou as suas operações para a plataforma única partilhada. Um segundo grupo de sete países efectuou a sua migração em 18 de Fevereiro do corrente ano e o terceiro grupo migrará em 19 de Maio. Com vista a beneficiar em pleno do TARGET2, o Eurosistema continuou a explorar a possibilidade de oferecer um novo serviço, denominado TARGET2-Títulos (T2T), para fornecer uma infra-estrutura técnica comum para a liquidação em euros de transacções de títulos em moeda do banco central por centrais de depósito de títulos e para o processamento de liquidações financeiras e de títulos numa única plataforma técnica. Com o T2T, não haverá diferença entre liquidações domésticas e transfronteiras na área do euro. Assim, o T2T contribuirá para a integração e harmonização dos serviços financeiros pós-transacção europeus e promoverá a concorrência ao proporcionar o acesso em condições de igualdade, mais barato e harmonizado aos serviços de liquidação no mercado financeiro europeu.

\* \* \*

O número total dos postos de trabalho orçamentados para 2007 foi de 1348 posições equivalentes a tempo inteiro, que compara com 1343 posições equivalentes a tempo



inteiro em 2006. Após a introdução em 2006 dos princípios gerais de mobilidade, os quais incentivam os funcionários a mudar de funções após cada período de cinco anos, a mobilidade interna tem merecido considerável apoio. No total, 152 funcionários, incluindo 31 gestores e consultores, foram transferidos internamente para outras funções em 2007, quer numa base temporária, quer a longo prazo.

Para além de promover a mobilidade, a estratégia de recursos humanos continuou a centrar-se no desenvolvimento da gestão do BCE e, em particular, no reforço de aptidões de gestão através da formação e treino individual. A aquisição e desenvolvimento contínuos de capacidades e competências de todos os funcionários continuam a estar entre os aspectos mais importantes da estratégia de recursos humanos do BCE. Para além de várias oportunidades de formação interna, os funcionários continuaram a receber formação externa, no sentido de colmatar necessidades de formação individuais de natureza mais técnica.

A Conferência de Recursos Humanos, que foi estabelecida em 2005 com vista a promover a cooperação e o espírito de equipa entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC na área da gestão dos recursos humanos, abrangeu vários aspectos da formação e do desenvolvimento dos funcionários em 2007, incluindo oportunidades de participação em actividades de formação no âmbito do SEBC e a adopção de medidas destinadas a aumentar a mobilidade intra-SEBC.

\* \* \*

Em 2007 foi concluída a fase de planeamento detalhado das novas instalações do BCE. Em meados de Julho, foi publicado no Jornal Oficial da União Europeia um anúncio do concurso para a selecção de um empreiteiro geral para a construção da futura sede do BCE. Após a recepção das candidaturas no início de Outubro, o BCE seleccionou algumas empresas, convidando-as a apresentar propostas. O BCE escolherá uma empresa até Outubro de 2008. O projecto está a progredir de acordo com o

calendário e o orçamento financeiro aprovados pelo Conselho do BCE.

\* \* \*

Em 2007, o BCE registou um excedente de €286 milhões face a um excedente de €1379 milhões em 2006. Tal como em 2006, um montante equivalente ao excedente foi destinado à constituição de uma provisão para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e do preço do ouro, pelo que não foram registados lucros líquidos. Esta provisão será utilizada para cobrir perdas decorrentes de exposições a tais riscos, em particular, perdas de reavaliação não cobertas pelas contas de reavaliação. A dotação da provisão será revista anualmente.

Frankfurt am Main, Março de 2008



Jean-Claude Trichet





## CAPÍTULO I

# EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA

## I DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA <sup>1</sup>

Em 2007, o BCE conduziu a sua política monetária num contexto de crescimento económico sólido e de vigorosa expansão da moeda e do crédito na área do euro. Ao longo do ano, os riscos de médio prazo para a estabilidade de preços mantiveram-se claramente do lado ascendente, como identificado pelas análises económica e monetária regulares do Conselho do BCE. A fim de conter estes riscos, o Conselho do BCE continuou a ajustar a orientação da política monetária, aumentando as taxas de juro directoras do BCE num total de 50 pontos base em Março e Junho. Consequentemente, a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema aumentou para 4.00% em Junho de 2007.

Após o início da turbulência e o aumento da volatilidade nos mercados financeiros no início de Agosto de 2007, desencadeados por uma deterioração no mercado de crédito hipotecário de alto risco dos EUA e pela reavaliação do risco, as perspectivas para a actividade económica na área do euro foram ensombradas por uma incerteza invulgarmente elevada. Não

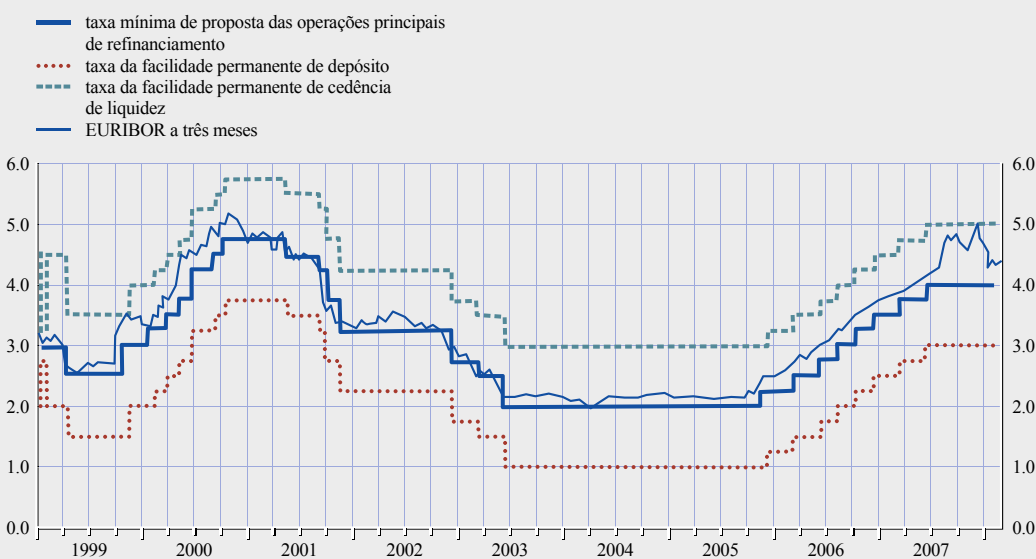
obstante a confirmação de riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo, neste ambiente de incerteza acrescida foi necessário recolher e avaliar novos dados antes de se tirar conclusões a nível de política monetária. Por conseguinte, o Conselho do BCE deixou inalteradas as taxas de juro directoras na segunda metade do ano (ver Gráfico 1).

A inflação média anual medida pelo IHPC situou-se em 2.1% em 2007, face a 2.2% em 2006. A inflação global flutuou de forma significativa no decurso do ano, em grande parte devido à evolução dos preços dos produtos energéticos. Até ao terceiro trimestre de 2007, a inflação homóloga medida pelo IHPC evoluiu em linha com a definição do BCE de estabilidade de preços (ou seja, um valor inferior mas próximo

<sup>1</sup> Todas as referências de dados relativamente ao crescimento do PIB real e à inflação medida pelo IHPC reflectem dados revistos disponíveis à data de fecho dos dados incluídos neste relatório (29 de Fevereiro de 2008). A utilização de dados revistos actualizados em vez de dados em tempo real disponíveis na altura da tomada de decisões de política monetária não altera a linha de raciocínio subjacente às deliberações e decisões de política monetária apresentadas nesta secção.

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

(percentagens por ano; dados diários)



Fonte: BCE.

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

de 2% a médio prazo), em parte devido a efeitos de base favoráveis resultantes da evolução dos preços dos produtos energéticos um ano antes. Perto do final do ano, pelo contrário, a inflação homóloga aumentou de forma acentuada, atingindo níveis significativamente acima de 2%. A subida ficou a dever-se sobretudo a aumentos substanciais nos preços do petróleo e dos produtos alimentares a nível internacional no segundo semestre de 2007, ampliados por efeitos de base desfavoráveis provenientes da descida dos preços dos produtos energéticos no último trimestre de 2006. Ao mesmo tempo, a evolução salarial manteve-se bastante moderada ao longo de 2007, não obstante um ambiente de crescimento económico robusto, o surgimento de restrições em termos de capacidade e a maior restritividade dos mercados de trabalho. Embora as expectativas para a inflação a mais longo prazo resultantes de inquéritos tenham permanecido ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços, houve um ligeiro aumento das taxas de inflação implícitas calculadas a partir das taxas de rendibilidade das obrigações que incluem um prémio de risco de inflação. Em termos gerais, os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo mantiveram-se claramente do lado ascendente. Estes riscos incluíram: uma margem para subidas adicionais dos preços do petróleo e dos produtos agrícolas; aumentos imprevistos dos preços administrados e dos impostos indirectos; e a possibilidade de aumentos no poder de fixação de preços das empresas, em particular em sectores protegidos da concorrência. Fundamentalmente, o possível surgimento de uma dinâmica salarial mais forte do que o esperado e, em particular, de efeitos de segunda ordem na fixação de salários e preços em consequência dos preços mais elevados das matérias-primas e de taxas de inflação global elevadas, colocam riscos ascendentes substanciais para a estabilidade de preços.

A actividade económica na área do euro continuou a expandir-se a taxas sólidas ao longo de 2007. Embora as exportações da área do euro tenham continuado a beneficiar do crescimento mundial forte, embora em moderação, a procura

interna deu o principal impulso à continuação da expansão. O investimento manteve-se dinâmico ao longo do ano, apoiado por condições de financiamento favoráveis (especialmente no primeiro semestre), fortes lucros empresariais e ganhos continuados na eficiência das empresas devido à reestruturação no sector empresarial durante um período de tempo alargado. O consumo também continuou a contribuir para a expansão económica na área do euro, apoiado pela evolução do rendimento disponível real, com a continuação da melhoria nas condições do mercado de trabalho. No contexto da turbulência financeira que começou no início de Agosto de 2007, as perspectivas para a actividade económica tornaram-se mais incertas e os riscos descendentes para o crescimento intensificaram-se. Não obstante, os fundamentos económicos da área do euro mantiveram-se sólidos, com uma rendibilidade empresarial sustentada, fortes balanços das famílias, crescimento robusto do emprego e taxas de desemprego a descer de 8.2% em 2006 para 7.4% em 2007, ou seja, o nível mais baixo desde há 25 anos. Em termos gerais, não obstante os desafios colocados pelos preços voláteis dos produtos energéticos e a turbulência financeira, o PIB real na área do euro cresceu 2.6% numa base anual em 2007. Embora os riscos de curto prazo para as perspectivas de crescimento económico se tenham apresentado globalmente equilibrados durante quase todo o ano, os riscos de mais longo prazo permaneceram do lado descendente. Estes riscos estiveram sobretudo relacionados com desenvolvimentos externos, nomeadamente novas subidas possíveis nos preços do petróleo e outras matérias-primas, desequilíbrios mundiais e potenciais pressões proteccionistas. Após o início da turbulência financeira, os riscos descendentes para o crescimento intensificaram-se, dado o impacto potencial da reavaliação do risco nos mercados financeiros sobre as condições de financiamento, o sentimento económico e a conjuntura mundial.

O cruzamento dos resultados da análise económica com os da análise monetária confirmou que os riscos ascendentes para a estabilidade de preços prevaleceram nos



horizontes a médio e mais longo prazo. A moeda e o crédito continuaram a apresentar um crescimento vigoroso ao longo de 2007. Embora alguns factores temporários (tais como a menor inclinação da curva de rendimentos e, perto do final do ano, a turbulência financeira e transacções específicas associadas à reestruturação de certos grupos bancários) tenham influenciado a evolução do agregado largo M3, uma avaliação generalizada dos dados confirmou a robustez da taxa de expansão subjacente da moeda e do crédito, como sublinhado, em particular, pelo crescimento sustentado dos empréstimos ao sector privado. Assim, o Conselho do BCE prestou particular atenção à evolução monetária, também com vista a um melhor entendimento da resposta de mais curto prazo de instituições financeiras, famílias e empresas à turbulência dos mercados financeiros na segunda metade de 2007.

Para fazer face aos riscos ascendentes prevalentes para a estabilidade de preços, identificados pelas suas análises económica e monetária, em Março e Junho de 2007 o Conselho do BCE decidiu aumentar em 25 pontos base as taxas de juro directoras do BCE em cada caso. Após o começo da turbulência financeira no início de Agosto de 2007, as perspectivas para a actividade económica na área do euro estiveram sujeitas a uma incerteza mais elevada do que o habitual face à maior volatilidade e à reavaliação do risco nos mercados financeiros. Neste contexto, e não obstante a avaliação de que os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo se mantinham claramente do lado ascendente, o Conselho do BCE considerou adequado recolher informação adicional e avaliar cuidadosamente os dados disponíveis antes de tirar outras conclusões de política monetária. Tendo em devida consideração o nível acrescido de incerteza, o Conselho do BCE manteve, por isso, inalteradas as taxas de juro directoras do BCE na segunda metade do ano.

Nas suas comunicações aos participantes no mercado financeiro e ao público em geral, o Conselho do BCE sublinhou que acompanharia todos os desenvolvimentos de muito perto, em

particular os dos mercados financeiros. Além disso, afirmou estar preparado para contrariar os riscos ascendentes para estabilidade de preços actuando firme e atempadamente para evitar que efeitos de segunda ordem na fixação de salários e preços se concretizem no médio prazo. Tal asseguraria a manutenção das expectativas para a inflação a médio e longo prazo firmemente ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços. Em reflexo do mandato do Conselho do BCE, este ancorar constitui um requisito prévio indispensável para o bom funcionamento dos mercados, o crescimento económico sustentável e a criação de emprego.

#### **NOVO AJUSTAMENTO DA ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2007**

No início do ano, a informação disponível apoiou igualmente os pressupostos subjacentes aos aumentos das taxas de juro implementados em 2006. Em particular, os dados disponíveis confirmaram claramente a ideia de que os riscos para estabilidade de preços se mantiveram do lado ascendente, enquanto a actividade económica na área do euro continuou a expandir-se de forma robusta.

Com um aumento trimestral em cadeia de 0.8% no quarto trimestre de 2006, o crescimento do PIB real da área do euro ultrapassou as expectativas anteriores. Os principais factores impulsionadores do crescimento foram os fortes contributos da procura interna e das exportações, apontando para a natureza cada vez mais auto-sustentada da expansão económica. Além disso, os indicadores de confiança disponíveis continuaram a apoiar a opinião do Conselho do BCE de que a dinâmica robusta do crescimento económico tinha continuado no início de 2007. Mais, as perspectivas de médio prazo para a actividade económica continuaram a ser favoráveis, havendo condições para que a economia da área do euro cresça a um ritmo sustentável, dado o crescimento mundial robusto e o crescimento dinâmico do investimento na área do euro num contexto de melhoria das condições do mercado de trabalho. Nas projecções macroeconómicas

elaboradas por especialistas do BCE de Março de 2007, os intervalos projectados para o crescimento económico foram revistos em alta comparativamente aos das projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema de Dezembro de 2006, grande parte em reflexo da robustez continuada do crescimento do PIB real na segunda metade de 2006 e de preços mais baixos dos produtos energéticos, vistos – caso estes desenvolvimentos viessem a ser sustentados – como tendo um impacto positivo no rendimento disponível real. Segundo as projecções, o crescimento médio anual do PIB real deveria situar-se num intervalo entre 2.1% e 2.9% em 2007, e entre 1.9% e 2.9% em 2008.

No que respeita à evolução dos preços, as taxas de inflação homólogas medidas pelo IHPC mantiveram-se em 1.9% no início do ano, apresentando-se assim consistentes com a definição do BCE de estabilidade de preços. A queda das taxas de inflação global desde o Verão de 2006 ficou a dever-se predominantemente a preços mais baixos dos produtos energéticos. Na avaliação das perspectivas para a evolução dos preços, o Conselho do BCE sublinhou a importância de considerar uma perspectiva a médio prazo e de proceder a uma análise para além da volatilidade possível nas taxas de inflação no decurso de 2007. Nas projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE de Março de 2007, o limite superior do intervalo projectado para a inflação em 2007 foi ligeiramente inferior ao das projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema de Dezembro de 2006, reflectindo em grande medida a considerável descida dos preços do petróleo. Em contraste, o intervalo projectado para a inflação em 2008 foi ligeiramente superior ao das projecções de Dezembro, sobretudo devido à antecipação da dinâmica de crescimento mais forte na área do euro, com provável pressão mais intensa sobre a utilização e os custos dos factores de produção. As projecções apontavam para uma inflação média anual medida pelo IHPC entre 1.5% e 2.1% em 2007 e entre 1.4% e 2.6% em 2008. No horizonte de médio prazo relevante em termos

de política, estas perspectivas permaneceram sujeitas a riscos ascendentes.

O resultado da análise monetária confirmou os riscos ascendentes para a estabilidade de preços que haviam sido identificados pela análise económica. A expansão robusta continuada da moeda e do crédito num contexto de ampla liquidez apontou para riscos inflacionistas em horizontes de médio e mais longo prazo. No início de 2007, o crescimento anual do M3 atingiu níveis não observados desde a introdução do euro. Além disso, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado manteve-se forte, em grande parte devido à continuação da tendência ascendente do crescimento do financiamento das sociedades não financeiras registada desde meados de 2004. Ao mesmo tempo, num contexto de subida das taxas hipotecárias em toda a área do euro e de abrandamento nos mercados da habitação em algumas regiões, o crescimento do endividamento das famílias apresentou sinais de moderação, embora se tenha situado num nível elevado. Os dados monetários confirmaram assim a tendência ascendente persistente da taxa subjacente de expansão da moeda e do crédito observada desde meados de 2004. Assim sendo, no entender do Conselho do BCE, a evolução monetária continuou a exigir um acompanhamento muito atento, especialmente num contexto de uma sólida expansão económica e uma dinâmica persistentemente forte do mercado imobiliário na área do euro.

Em termos gerais, dados os riscos ascendentes prevaletentes para a estabilidade de preços identificados quer pela análise económica quer pela análise monetária, o Conselho do BCE decidiu aumentar em 25 pontos base as taxas de juro directivas do BCE em 8 de Março de 2007. Além disso, o Conselho considerou que, mesmo após a decisão de voltar a aumentar as taxas de juro directivas do BCE, e dada a conjuntura económica favorável, a política monetária do BCE permaneceu acomodaticia.

No que se refere à actividade económica, os dados disponíveis confirmaram claramente

que a economia da área do euro continuou a expandir-se a um ritmo significativamente mais forte do que o previsto um ano antes. Com uma taxa de crescimento trimestral em cadeia de 0.8%, o PIB real no primeiro trimestre de 2007 voltou a exceder ligeiramente as expectativas anteriores. Além disso, as perspectivas de médio prazo para a actividade económica mantiveram-se favoráveis. Tal reflectiu-se nas projecções de Junho de 2007 elaboradas por especialistas do Eurosistema, segundo as quais o crescimento médio anual do PIB real se situava na banda superior do intervalo projectado pelos especialistas do BCE em Março. Ao mesmo tempo, os intervalos projectados para 2008 foram revistos ligeiramente em baixa após o aumento dos preços do petróleo, considerando-se que o saldo dos riscos para as perspectivas nos horizontes a médio e mais longo prazo se apresentou do lado descendente.

Além disso, a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC situava-se em 1.9% em Maio, ou seja, ligeiramente mais elevada do que o previsto no início de 2007, em resultado dos preços mais elevados do petróleo. Dada a trajectória ascendente dos preços do petróleo implícita nos contratos de futuros, e atendendo ao contexto da evolução passada dos preços dos produtos energéticos, as taxas de inflação homólogas deveriam registar apenas quedas ligeiras nos meses subsequentes, antes de subirem significativamente perto do final do ano. No entender do Conselho do BCE, os riscos para as perspectivas de evolução dos preços mantiveram-se do lado ascendente no horizonte a médio prazo. Estes riscos estiveram em parte relacionados com a dinâmica salarial mais forte do que o esperado num ambiente de aumento da utilização da capacidade produtiva e melhoria gradual dos mercados de trabalho.

A análise monetária continuou a confirmar a prevalência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços nos horizontes a médio e mais longo prazo, com a taxa subjacente de expansão monetária a manter-se vigorosa num contexto de liquidez já ampla. Tal reflectiu-se na continuação do rápido crescimento do M3 e do

crédito. Ao mesmo tempo, após uma análise dos factores que afectam a evolução monetária e do crédito a curto prazo, houve sinais crescentes de que as taxas de juro de curto prazo mais elevadas estavam gradualmente a afectar a dinâmica monetária, embora ainda não atenuassem a taxa subjacente de expansão da moeda e do crédito.

Tudo considerado, o cruzamento do resultado da análise económica com o da análise monetária sustentou a opinião do Conselho do BCE de que os riscos ascendentes para a estabilidade de preços se mantiveram no médio prazo. Neste contexto, em 6 de Junho, o Conselho do BCE decidiu voltar a aumentar as taxas de juro directoras, em 25 pontos base. Nesta ocasião, o Conselho afirmou que, mesmo após esta decisão, a política monetária do BCE permanecia acomodatória. Por conseguinte, seria necessário agir firme e atempadamente para assegurar a estabilidade de preços a médio prazo. O Conselho do BCE também tornou claro que acompanharia todos os desenvolvimentos de perto, para prevenir a concretização no médio prazo dos riscos para a estabilidade de preços.

#### **TAXAS DE JURO DIRECTORAS DO BCE SEM ALTERAÇÕES NO SEGUNDO SEMESTRE DE 2007**

No decurso do terceiro trimestre, os dados disponíveis sobre a actividade económica permaneceram positivos, suportando a ideia de que a economia da área do euro continuava a expandir-se a taxas sustentadas, em linha com o cenário de referência do Conselho do BCE. Embora o crescimento do PIB real em termos trimestrais em cadeia tenha descido para 0.3% no segundo trimestre, após 0.8% no primeiro trimestre, no seu conjunto o crescimento económico no primeiro semestre do ano esteve em linha com o potencial. Após a eclosão da crise do mercado de crédito hipotecário de alto risco dos EUA e a turbulência financeira associada em Agosto de 2007, contudo, as perspectivas para a actividade económica na área do euro estiveram sujeitas a um nível de incerteza invulgarmente elevado, o que implicou o acompanhamento atento de todos os desenvolvimentos, em particular os dos mercados financeiros.

Nas projecções macroeconómicas de Setembro de 2007 elaboradas por especialistas do BCE, o intervalo previsto para o crescimento do PIB real em 2007 situou-se entre 2.2% e 2.8%, o que implicou uma ligeira revisão em baixa em comparação com as projecções de Junho de 2007 elaboradas por especialistas do Eurosistema. Tal ficou a dever-se sobretudo ao pressuposto de preços do petróleo ligeiramente mais elevados e condições de financiamento ligeiramente mais restritivas, estas em reflexo de prémios de risco mais elevados à luz da turbulência financeira. O intervalo projectado para o crescimento económico em 2008 manteve-se entre 1.8% e 2.8%, inalterado face ao das projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema de Junho de 2007. Os riscos para estas projecções foram considerados descendentes, relacionando-se sobretudo com um impacto potencialmente mais alargado quer da maior volatilidade, quer da actual reavaliação do risco nos mercados financeiros, sobre as condições de financiamento e o sentimento económico.

No que se refere à evolução dos preços, a inflação homóloga medida pelo IHPC situou-se em 1.7% em Agosto, mas, até ao final do ano, as taxas de inflação deveriam ultrapassar 2%, em grande parte determinadas pelo padrão dos efeitos de base nos preços dos produtos energéticos. De acordo com as projecções de Setembro de 2007 elaboradas por especialistas do BCE, a inflação homóloga medida pelo IHPC situar-se-ia entre 1.9% e 2.1% em 2007 e entre 1.5% e 2.5% em 2008, por se esperar que a redução da pressão dos impostos indirectos e dos preços dos produtos energéticos fosse compensada por pressões mais elevadas dos custos unitários do trabalho. O Conselho do BCE considerou que os riscos para estas perspectivas de evolução dos preços se encontravam do lado ascendente.

A análise monetária continuou a confirmar esta avaliação, com a continuação do vigor da taxa subjacente de expansão monetária e do crédito a apontar para a existência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços nos horizontes de médio a mais longo prazo. No

contexto da turbulência financeira em curso, o Conselho do BCE lembrou que a volatilidade nos mercados financeiros poderia influenciar temporariamente a dinâmica monetária, uma vez que – como demonstrado em episódios anteriores – mudanças nas atitudes do sector privado relativamente ao risco poderiam estar associadas a grandes ajustamentos de carteira no sentido de activos monetários seguros e líquidos. Por conseguinte, no entender do Conselho do BCE, uma análise aprofundada e abrangente dos dados monetários e de crédito seria necessária para compreender melhor o impacto da evolução financeira na evolução monetária e para extrair os sinais relevantes em termos de política do crescimento monetário relativamente às tendências inflacionistas a mais longo prazo.

Não obstante a prevalência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços, identificada pelas suas análises económica e monetária, o Conselho considerou que, dado o elevado nível de incerteza na sequência da turbulência financeira, seria necessária informação adicional antes de se tirar novas conclusões para a política monetária. Consequentemente, o Conselho do BCE decidiu manter as taxas de juro directoras do BCE inalteradas no terceiro trimestre, reafirmando que acompanharia todos os desenvolvimentos bastante de perto, em particular os dos mercados financeiros, de forma a assegurar que os riscos para a estabilidade de preços não se concretizassem e que as expectativas para a inflação a mais longo prazo se mantiveriam firmemente ancoradas de acordo com a estabilidade de preços.

No quarto trimestre, os dados disponíveis apoiaram a natureza sustentada da expansão económica na área do euro. O PIB real cresceu 0.8% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre de 2007, tendo a procura interna como principal força impulsionadora. Além disso, embora tenham diminuído ligeiramente num contexto de elevada volatilidade e de reavaliação do risco nos mercados financeiros desde o início de Agosto de 2007, os indicadores de confiança disponíveis mantiveram-se, no geral, em níveis

que apontavam para crescimento económico no quarto trimestre, embora provavelmente a um ritmo mais moderado do que no terceiro trimestre. Em termos gerais, segundo a avaliação do Conselho do BCE, os fundamentos económicos da área do euro mantinham-se sólidos, com rendibilidade sustentada e crescimento robusto do emprego. Em Dezembro de 2007, os especialistas do Eurosistema projectaram que o crescimento do PIB real se situaria no intervalo entre 2.4% e 2.8% em 2007, entre 1.5% e 2.5% em 2008, e entre 1.6% e 2.6% em 2009. Embora os intervalos projectados para 2008 tenham sido revistos ligeiramente em baixa, o novo intervalo para 2007 manteve-se na parte superior do intervalo anterior.

Neste contexto, o principal cenário do Conselho do BCE de que o PIB real cresceria em torno da sua tendência potencial não sofreu alterações para 2008 e 2009. No lado interno, tanto o consumo como o investimento deveriam contribuir para a expansão económica. Ao mesmo tempo, esperava-se que a procura externa continuasse a apoiar as exportações da área do euro, desde que a economia mundial permanecesse resistente, com o abrandamento económico nos Estados Unidos a ser parcialmente compensado pela robustez sustentada das economias dos mercados emergentes. As perspectivas para o crescimento económico na área do euro mantiveram-se, assim, resistentes, embora os riscos para este cenário permanecessem do lado descendente. Estes riscos prenderam-se sobretudo com o impacto potencial da turbulência financeira existente sobre as condições de financiamento e o sentimento económico, com possíveis efeitos adversos sobre o crescimento na área do euro e no mundo.

No lado dos preços, a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC atingiu níveis superiores a 3% na viragem do ano. Aumentos substanciais dos preços do petróleo e dos produtos alimentares nos mercados internacionais, juntamente com efeitos de base desfavoráveis dos preços dos produtos energéticos, constituíram os principais factores que motivaram este

desenvolvimento. Segundo o Conselho do BCE, as taxas de inflação homólogas permaneceriam significativamente acima de 2% nos primeiros meses de 2008, antes de uma nova moderação no decurso de 2008. Por conseguinte, o período de taxas de inflação temporariamente elevadas seria ligeiramente mais prolongado do que o anteriormente esperado.

Em Dezembro de 2007, as projecções para a inflação dos especialistas do Eurosistema apontavam para uma subida para um intervalo entre 2.0% e 3.0% em 2008, antes de registarem uma moderação para um intervalo entre 1.2% e 2.4% em 2009. Face ao projectado pelos especialistas do BCE em Setembro de 2007, o intervalo para 2008 foi deslocado em sentido ascendente, reflectindo em larga medida a trajectória assumida dos preços do petróleo e dos produtos alimentares.

No lado monetário, houve pouca evidência de que a turbulência financeira registada desde Agosto de 2007 tivesse influenciado fortemente a dinâmica da expansão do agregado monetário largo e do crédito. De facto, o crescimento dos empréstimos bancários ao sector privado interno manteve-se robusto na segunda metade de 2007, sugerindo que a oferta de crédito não havia sido comprometida. Em termos globais, uma avaliação generalizada dos dados monetários corroborou a ideia de que a taxa de expansão subjacente da moeda e do crédito se manteve forte.

Com a prevalência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços, especialmente no contexto das restrições existentes em termos de capacidade e da evolução positiva do mercado de trabalho, foi imperativo evitar o surgimento de efeitos de segunda ordem na fixação de salários e de preços provenientes de taxas de inflação temporariamente elevadas, de forma a assegurar a estabilidade de preços a médio prazo. Consequentemente, o Conselho do BCE voltou a sublinhar que estava a acompanhar muito atentamente as negociações salariais na área do euro. Além disso, dever-se-ia evitar qualquer tipo de sistema de indexação dos salários nominais ao índice de preços no consumidor. Outros riscos ascendentes prenderam-se com novos

aumentos dos preços agrícolas e do petróleo, em particular se mantivessem a tendência ascendente observada nos últimos meses de 2007, bem como com aumentos imprevistos dos preços administrados e dos impostos indirectos.

Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu deixar inalteradas as taxas de juro directoras do BCE no quarto trimestre de 2007. Ao mesmo tempo, comunicou claramente que a política monetária do BCE estava em condições de actuar firme e atempadamente para contrariar riscos ascendentes para a estabilidade de preços, em consonância com o seu mandato, nos termos do Tratado. A prontidão para agir foi considerada justificada para assegurar que quer efeitos de segunda ordem das elevadas taxas de inflação, quer outros riscos para a estabilidade de preços não se concretizassem, e que as expectativas para a inflação de médio e longo prazo se mantivessem firmemente ancoradas em linha com a estabilidade de preços.



## 2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA

### 2.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO MUNDIAL

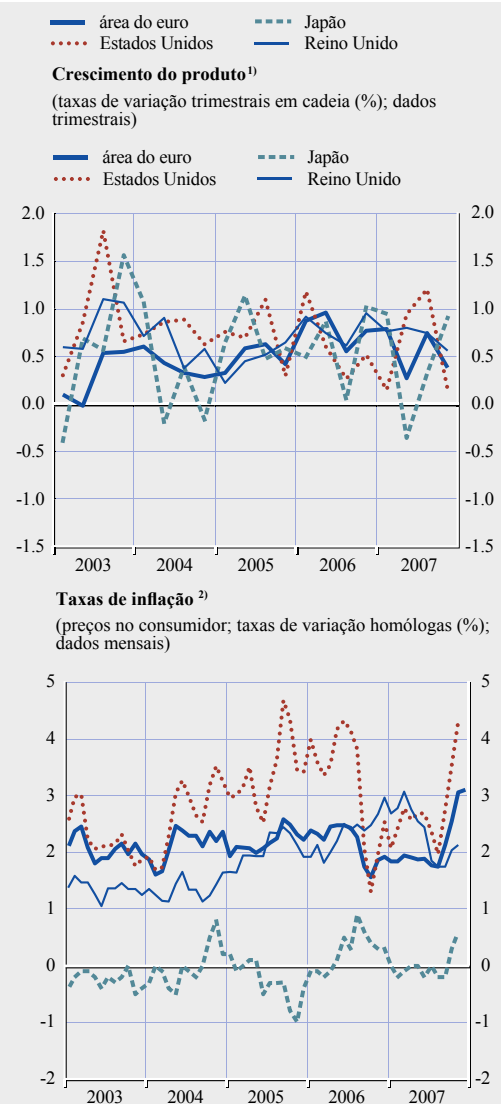
#### CRESCIMENTO MUNDIAL PERMANECEU ROBUSTO, MAS MODEROU-SE

Em 2007, o crescimento económico mundial (fora da área do euro) moderou-se ligeiramente, após condições muito dinâmicas nos três anos anteriores. Tal esteve relacionado em parte com as tensões financeiras mundiais que surgiram em meados de 2007 e ensombraram a evolução económica mundial, bem como com uma certa maturação do ciclo da indústria transformadora a nível mundial. Embora o enfraquecimento do mercado da habitação norte-americano apenas tenha tido efeitos de repercussão imediata limitados sobre outras componentes da procura interna nos Estados Unidos, a qual registou um forte crescimento nos segundo e terceiro trimestres de 2007, o crescimento económico nos Estados Unidos moderou-se significativamente no quarto trimestre. No entanto, as repercussões a nível mundial da deterioração das perspectivas económicas nos Estados Unidos permaneceram muito limitadas em 2007. Nos principais mercados emergentes, as perturbações conduziram temporariamente a um aumento da volatilidade nos mercados financeiros, mas a capacidade da maior parte dos mercados emergentes de suportar esta turbulência pareceu ser mais forte do que no passado. No conjunto do ano, a expansão económica nos mercados emergentes prosseguiu a um ritmo robusto – particularmente nos países emergentes da Ásia. Paralelamente, aumentou a incerteza quanto às perspectivas económicas mundiais, associada à reavaliação generalizada dos riscos, à maior restritividade das condições de financiamento, ao aumento dos preços das matérias-primas e a uma redução nos indicadores de confiança.

Após um período de pressões inflacionistas mundiais globalmente contidas no ano até Setembro de 2007, a inflação global na maior parte das economias aumentou fortemente no final de 2007 (ver Gráfico 2). Nos países da OCDE, a inflação global dos preços no consumidor aumentou para 3.3% em Dezembro de 2007, principalmente devido à subida dos

preços das matérias-primas e a efeitos de base negativos. No contexto de condições de mercado restritivas, os preços do petróleo continuaram a aumentar significativamente ao longo de 2007. Além disso, os preços das matérias-primas não petrolíferas continuaram a

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



Fontes: Dados nacionais, BIS, Eurostat e cálculos do BCE.

1) Os dados do Eurostat são utilizados para a área do euro e para o Reino Unido; para os Estados Unidos e Japão são utilizados dados nacionais. Os valores do PIB foram corrigidos de sazonalidade.

2) IHPC para a área do euro e Reino Unido; IPC para os Estados Unidos e Japão.

aumentar fortemente no primeiro semestre de 2007, tendo posteriormente permanecido muito voláteis em níveis elevados. Tal reflectiu uma forte subida dos preços dos produtos agrícolas, em particular produtos alimentares, que foi apenas parcialmente compensada por uma descida dos preços dos metais. Os preços dos produtos agrícolas continuaram a ser afectados pela forte procura por parte de economias emergentes, pela evolução da produção de biocombustíveis e por colheitas fracas em alguns países. Tendo em conta o maior peso dos produtos alimentares no seu índice de preços, as pressões inflacionistas foram mais acentuadas nos mercados emergentes do que nos países industrializados. No entanto, excluindo produtos alimentares e energéticos, a inflação dos preços no consumidor permaneceu contida, situando-se em 2.1% em Dezembro nos países da OCDE.

Nos Estados Unidos, a taxa de crescimento homóloga do PIB real para o conjunto de 2007 situou-se em 2.2%, ou seja, 0.7 pontos percentuais abaixo do nível observado em 2006. A correcção no mercado da habitação, que já tinha tido início em 2006, continuou a ser um grande obstáculo ao crescimento e reduziu em quase um ponto percentual o crescimento do PIB devido à redução do investimento residencial. Além disso, a turbulência no mercado financeiro relacionada com o sector hipotecário *sub-prime* intensificou-se a partir do Verão de 2007 e contribuiu para travar o crescimento no final do ano. Ao longo de 2007, a actividade económica foi volátil, com o crescimento do PIB a cair abaixo da sua taxa potencial no primeiro trimestre, aumentando acima desse nível nos segundo e terceiro trimestres e descendo novamente no quarto trimestre. No contexto desta volatilidade, o crescimento do consumo privado permaneceu surpreendentemente robusto, não obstante os preços elevados dos produtos energéticos e a turbulência nos mercados da habitação e financeiro, principalmente devido à persistência do crescimento do emprego e do rendimento, o qual, porém, se deteriorou significativamente no final do ano. Além disso, o crescimento do investimento empresarial não residencial

foi vigoroso, suportado por níveis elevados de rentabilidade empresarial e, durante o primeiro semestre, condições de financiamento favoráveis. Em 2007, o contributo do comércio líquido tornou-se positivo pela primeira vez desde 1995, reflectindo o crescimento mundial dinâmico, bem como a depreciação da taxa de câmbio efectiva real do dólar dos EUA. Estes factores também explicam a redução do défice da balança corrente de 6.2% do PIB em 2006 para 5.5% nos três primeiros trimestres de 2007. A redução do défice da balança de bens esteve na origem de grande parte da melhoria.

A turbulência nos mercados financeiros, que teve origem no aumento das taxas de incumprimento e de execução das hipotecas *sub-prime* nos Estados Unidos, agravou-se no Verão. No entanto, os seus efeitos sobre a economia real norte-americana mantiveram-se bastante limitados durante a maior parte de 2007 e estiveram principalmente relacionados com a disponibilidade e o preço dos empréstimos, em particular para hipotecas não conformes. Por outro lado, a turbulência manifestou-se principalmente nos mercados monetários e no sector financeiro, onde os bancos foram forçados a proceder a significativos abatimentos parciais ao activo.

Nos Estados Unidos, a taxa de variação homóloga do IPC para o conjunto de 2007 foi de 2.8%, o que compara com 3.2% no ano anterior. A inflação dos preços no consumidor aumentou no primeiro semestre devido a subidas significativas dos preços dos produtos energéticos e a uma aceleração da componente do IPC custos de ocupação de habitação própria. Após uma ligeira moderação durante os meses de Verão, as pressões inflacionistas aumentaram posteriormente, com a variação homóloga do IPC a registar um pico de 4.3% em Novembro. Tal ficou a dever-se particularmente a fortes efeitos de base e a aumentos dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares no final do ano. A taxa de inflação homóloga excluindo produtos energéticos e produtos alimentares também mostrou sinais de nova aceleração nos últimos meses do ano e, no conjunto de 2007, situou-se em 2.3%, ou seja, 0.2 pontos percentuais abaixo do nível de 2006.

Na primeira metade de 2007, o Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema da Reserva Federal (*Federal Open Market Committee - FOMC*) manteve o objectivo para a taxa dos fundos federais inalterado, em 5.25%. Quando a turbulência no mercado financeiro começou a aumentar no final do Verão, a Reserva Federal procedeu a uma série de cortes nas taxas de juro em Setembro e Outubro, num total de 75 pontos base. Após um corte adicional de 25 pontos base em Dezembro, o objectivo da taxa de juro era de 4.25% no final do ano, um ponto percentual abaixo do seu nível de Janeiro. A Reserva Federal também utilizou outras ferramentas de política monetária. Em Agosto, reduziu o diferencial entre a taxa dos fundos federais e a taxa de desconto, de 100 pontos base para 50 pontos base, e em 12 de Dezembro anunciou novas alterações às suas ferramentas de política monetária. A Reserva Federal criou um sistema temporário denominado *Term Auction Facility* com o objectivo de ceder fundos a prazo sob a forma de leilão a instituições depositárias com prazos mais longos e requisitos de garantia menos restritivos do que no caso das operações de mercado aberto. Paralelamente, chegou a acordo com o BCE e o Swiss National Bank quanto a operações de cedência de liquidez temporárias, no sentido de fornecer dólares dos EUA para utilização nas suas jurisdições.

No que respeita à política orçamental, o défice orçamental do governo federal diminuiu no exercício de 2007 face a 2006, principalmente devido ao aumento das receitas dos impostos sobre os rendimentos dos particulares e a descidas nas despesas. De acordo com as estimativas do Congressional Budget Office, o défice orçamental do governo federal situou-se em 1.2% do PIB no exercício de 2007.

No Japão, a recuperação económica continuou em 2007, não obstante um enfraquecimento da procura interna e, em particular, do consumo privado. O crescimento da actividade real moderou-se em 2007, com o PIB real a registar uma taxa de crescimento de 2.1%, o que compara com 2.4% em 2006, tendo permanecido em

torno do potencial pelo quarto ano consecutivo. Enquanto a actividade económica continuou a ser suportada pela continuação do dinamismo das exportações, o contributo da procura interna para o crescimento do PIB diminuiu. A actividade das exportações beneficiou da evolução da taxa de câmbio efectiva do iene japonês e da procura externa sólida, em particular por parte da Ásia. O crescimento do consumo privado reduziu-se para 1.4%, após 2.0% em 2006, embora as condições de emprego tenham permanecido globalmente favoráveis. Além disso, não obstante o dinamismo das exportações, o crescimento do investimento privado abrandou. Tal reflectiu uma redução do investimento residencial, principalmente devido a uma contracção da actividade no sector da construção, no seguimento da revisão das normas de construção definidas pela *Building Standards Law*, e um abrandamento do investimento não residencial decorrente de uma ligeira redução da confiança nas empresas, particularmente no contexto das pequenas e médias empresas. Apesar da moderação das condições económicas, o crédito bancário continuou a aumentar em 2007, embora a um menor ritmo do que em 2006, no contexto de uma maior incerteza na conjuntura financeira mundial.

Em 2007, a inflação dos preços no consumidor manteve-se moderada no Japão, reflectindo em particular o crescimento salarial moderado. Depois de se ter situado em terreno positivo em 2006, na sequência do aumento dos preços das matérias-primas, a inflação homóloga dos preços no consumidor voltou a ser negativa no início de 2007, antes de regressar a terreno positivo em Outubro, em resultado do novo aumento do preço das matérias-primas importadas. No conjunto do ano, a taxa de variação homóloga dos preços no consumidor situou-se em 0.0%, o que compara com 0.3% em 2006, enquanto a taxa de inflação homóloga, excluindo produtos alimentares frescos, foi de 0.0%, após 0.1% em 2006. Em 2007, o Banco do Japão prosseguiu a sua política de aumento muito gradual da restritividade das condições monetárias, em linha com pressões inflacionistas baixas. Pela segunda vez desde que terminou a política

de menor restritividade quantitativa em Março de 2006, o Banco do Japão decidiu aumentar o objectivo da taxa *overnight* não garantida de 0.25% para 0.50%, em Fevereiro de 2007.

O crescimento nas economias emergentes manteve-se robusto e representou uma percentagem significativa do crescimento do PIB mundial em 2007, dado que a expansão nas economias maduras foi mais fraca (ver Gráfico 3). Por outro lado, surgiram ligeiras pressões inflacionistas em vários países.

A actividade económica permaneceu robusta nos países emergentes da Ásia. Apesar de uma conjuntura externa menos favorável no segundo semestre, a forte procura interna ajudou a suportar o dinamismo do crescimento, designadamente nas maiores economias da região. As pressões inflacionistas permaneceram contidas na maior parte das economias, devido, em parte, à maior restritividade da política monetária seguida em muitas economias. A China constituiu uma excepção, registando um aumento da inflação ao longo do ano. Reflectindo o desempenho macroeconómico sólido da região, a valorização dos mercados accionistas locais continuou a aumentar no contexto de grandes flutuações. A evolução nos mercados cambiais pareceu mais

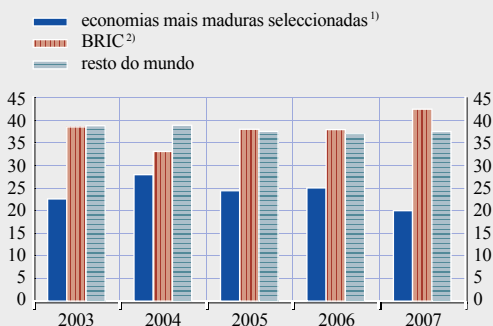
variada. Algumas moedas de países emergentes da Ásia – por exemplo, o baht tailandês ou a rupia indiana – apreciaram-se significativamente em termos efectivos devido a fortes entradas de capital, enquanto outras moedas permaneceram globalmente estáveis ou se depreciaram em termos efectivos.

No que respeita à China, a economia continuou a expandir-se muito rapidamente no ano passado. O PIB real aumentou 11.4% em 2007, face a 11.1% em 2006, em resultado da procura interna sustentada e fortes exportações líquidas. As pressões inflacionistas aumentaram significativamente, com a inflação medida pelo IPC a subir de 2.2% em Janeiro para 6.5% em Dezembro, em larga medida devido ao aumentos dos preços dos produtos alimentares. O renminbi chinês continuou a apreciar-se gradualmente face ao dólar dos EUA ao longo do ano, embora os movimentos em termos efectivos tenham sido mais moderados. Em Maio, o Banco Popular da China anunciou um alargamento da banda de transacções diárias da taxa de câmbio do renminbi face ao dólar dos EUA, de +/- 0.3% para +/- 0.5% da taxa de referência. O excedente comercial continuou a aumentar, conduzindo o excedente acumulado em 2007 para USD 262 mil milhões – ou cerca de 8% do PIB – quase 50% acima do excedente observado no conjunto de 2006. Neste contexto, as reservas cambiais continuaram a aumentar, totalizando USD 1500 mil milhões, próximo de 50% do PIB, no final de 2007.

O crescimento económico manteve-se sustentado na América Latina, embora com um desempenho um tanto heterogéneo em termos de inflação e crescimento nas várias economias. A melhoria dos fundamentos macroeconómicos, uma nova redução das vulnerabilidades financeiras, preços elevados das matérias-primas e a forte procura interna continuaram a suportar as perspectivas económicas. As condições financeiras externas deterioraram-se no seguimento do recente período de turbulência nos mercados financeiros mundiais, embora em menor medida do que em anteriores episódios de volatilidade do mercado.

**Gráfico 3 Contributos geográficos para o crescimento do PIB mundial**

(percentagens)



Fonte: Cálculos de especialistas do BCE.

Nota: Estimativas a partir da base de dados do World Economic Outlook do FMI e previsões de Outubro de 2007, com as taxas de câmbio em paridades do poder de compra revistas.

1) Estados Unidos, Japão e área do euro.

2) Brasil, Rússia, Índia e China.

Em particular, os diferenciais de *swaps* de risco de incumprimento da dívida soberana da América Latina alargaram-se, mas permaneceram em níveis baixos face aos padrões históricos. No que respeita às principais economias da região, o ritmo da actividade económica foi moderado no México, reflectindo uma conjuntura externa menos favorável, mas foi robusto no Brasil, com a inflação a manter-se contida em ambos os países. Na Argentina, quer as taxas de crescimento do PIB real, quer a inflação permaneceram elevadas.

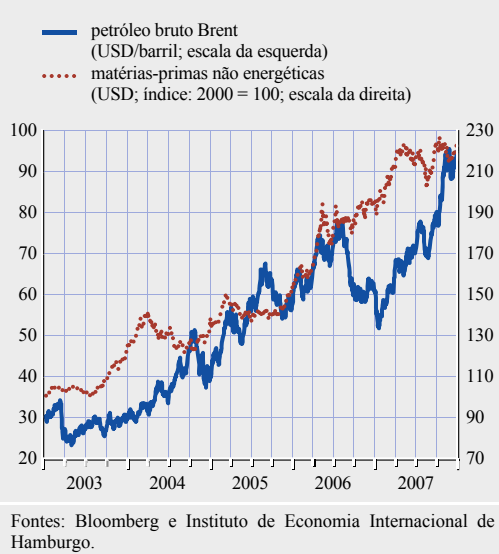
#### EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS EM 2007

Em 2007, os preços do petróleo aumentaram fortemente pelo quarto ano consecutivo. O preço do petróleo bruto Brent subiu para cerca de USD 95.6 por barril, no final de Novembro. Posteriormente, os preços do petróleo mostraram-se voláteis, situando-se em USD 94.9 por barril no final do ano, ou seja, cerca de USD 17 acima dos máximos atingidos em Agosto de 2006. Medidos em termos de euros, os preços situavam-se cerca de EUR 4 acima do pico de Agosto de 2006 e aproximadamente 40% acima do nível observado no final de 2006. No conjunto do ano, o preço médio de um barril

de petróleo bruto Brent situou-se em USD 71, ou seja, 9% acima da média do ano anterior.

Ao longo do ano, as condições nos mercados petrolíferos mantiveram-se restritivas. No que respeita à oferta, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tinha reduzido a sua quota de produção e produção efectiva no final de 2006, enquanto o crescimento da oferta em países não pertencentes à OPEP ficou aquém das expectativas e, deste modo, não compensou a menor produção por parte da OPEP. Além disso, algumas perturbações na produção atribuíveis à época de furacões reduziram temporariamente a produção. O crescimento da procura mundial manteve-se relativamente robusto. Um ligeiro enfraquecimento da procura por parte de países da OCDE no final do ano foi compensado pelo crescimento robusto da procura por parte de países não pertencentes à OCDE. A procura por parte da maioria dos países não pertencentes à OCDE, em particular a China, permaneceu forte, reflectindo um desempenho económico robusto. Além disso, a procura de petróleo foi suportada por subsídios aos produtos petrolíferos em muitos destes países. As existências nos Estados Unidos e nos países pertencentes à OCDE não aumentaram antes do Inverno no Hemisfério Norte, um período durante o qual as existências são normalmente aumentadas. O nível reduzido de existências de petróleo originou preocupações quanto à ausência de uma protecção face a possíveis perturbações no fornecimento no futuro (relacionadas com tensões geopolíticas e condições meteorológicas extremas) numa altura em que as condições no mercado petrolífero eram já restritivas. No final do ano, os preços tornaram-se cada vez mais voláteis, devido à alteração das percepções do mercado quanto a um abrandamento da economia norte-americana e mundial e uma ligeira redução da actividade especulativa. Porém, os preços permaneceram em níveis elevados, uma vez que a Agência Internacional de Energia confirmou as perspectivas positivas quanto à procura mundial de petróleo em 2008 devido ao forte crescimento da procura por parte de países não pertencentes à

**Gráfico 4 Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas**



OCDE e apontou para a possível descida das taxas de descoberta de petróleo ao longo da próxima década.

Não só os preços do petróleo, mas também outros preços de matérias-primas, aumentaram acentuadamente em 2007. Os preços das matérias-primas não energéticas, medidos pelo índice agregado do Instituto de Economia Internacional de Hamburgo, continuaram dinâmicos durante grande parte de 2007, tendo atingido um valor máximo em meados de Outubro no contexto de alguma volatilidade. Na primeira metade do ano, os preços das matérias-primas não energéticas foram suportados por fortes subidas nos preços das matérias-primas industriais e por aumentos significativos dos preços dos produtos agrícolas atribuíveis ao crescimento económico robusto, colheitas fracas e à maior utilização de matérias-primas agrícolas na produção de biocombustível. Na segunda metade do ano, prosseguiu a tendência ascendente dos preços dos produtos agrícolas e dos produtos alimentares, principalmente impulsionada pela forte procura por parte da China, enquanto os preços das matérias-primas industriais (e, em particular, dos metais não ferrosos) desceram, reflectindo o abrandamento da produção industrial nos países da OCDE. Em termos agregados, os preços das matérias-primas não energéticas (denominados em dólares dos EUA) aumentaram, em média, cerca de 19% em 2007 em comparação com o ano anterior.

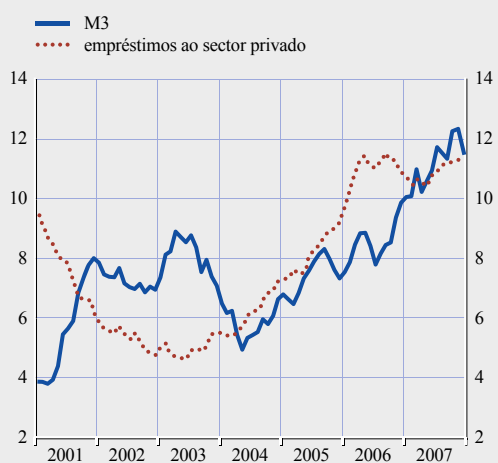
## 2.2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA

### O RITMO DA EXPANSÃO MONETÁRIA PERMANECEU FORTE

O ano de 2007 foi novamente caracterizado pelo forte crescimento monetário e do crédito, após o fortalecimento observado desde meados de 2004. Esta robustez reflectiu-se na persistência de taxas de crescimento elevadas do agregado monetário largo M3 e do crédito ao sector privado (ver Gráfico 5), que se situaram em 12.0% e 11.1%, respectivamente, no quarto trimestre de 2007.

**Gráfico 5 M3 e empréstimos ao sector privado**

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



Fonte: BCE.

Uma análise global da evolução monetária mostra que o crescimento do M3 em 2007 pode sobrestimar ligeiramente a taxa subjacente da expansão monetária, devido ao efeito estimulante da curva de rendimentos relativamente horizontal, que aumentou a atractividade dos depósitos de curto prazo de IFM em relação aos depósitos de mais longo prazo e títulos. Consequentemente, o forte crescimento do M3 pode, em certa medida, ter sido impulsionado pela procura especulativa de activos monetários. Ao mesmo tempo, os aumentos das taxas de juro directoras do BCE desde Dezembro de 2005 continuaram a influenciar nitidamente a evolução monetária e do crédito. O impacto destes aumentos das taxas de juro de curto prazo sobre a dinâmica monetária continuou a ser visível, por exemplo, na moderação das taxas de crescimento homólogas do M1 e dos empréstimos ao sector das famílias.

Deste modo, as perturbações financeiras observadas a partir da segunda metade de 2007 parecem ter tido um impacto limitado sobre a dinâmica do agregado monetário largo. No entanto, as perturbações afectaram componentes específicas e contrapartidas do M3, em particular aquelas relacionadas com



as tensões emergentes no mercado monetário, como por exemplo a emissão de acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e de títulos de dívida das IFM. Porém, não parece ter sido ainda concretizada uma transferência mais geral para activos monetários, possivelmente desencadeada por um aumento mais generalizado da aversão ao risco no sector privado não financeiro, no contexto dessas perturbações financeiras. Esta avaliação é suportada pela análise pormenorizada das componentes e contrapartidas do M3 apresentada na secção seguinte.

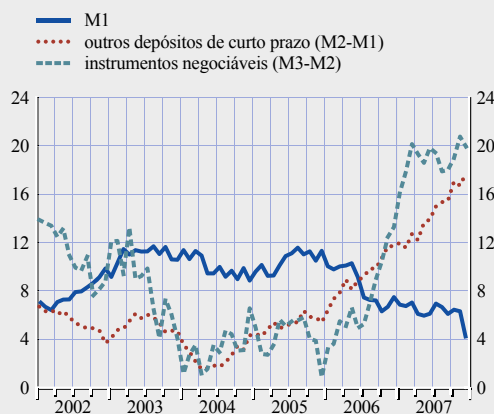
#### COMPONENTES DO M3 FORAM INFLUENCIADAS PELA CURVA DE RENDIMENTOS HORIZONTAL

No lado das componentes, a taxa de crescimento homóloga do M1 moderou-se novamente, situando-se em 4.1% no final de 2007, ou seja, muito abaixo das taxas de crescimento de dois dígitos observadas entre 2003 e o final de 2005 antes do aumento das taxas de juro directoras do BCE. Esta moderação é visível em ambas as componentes do M1, ou seja, depósitos *overnight* e circulação monetária. Em 2007, o crescimento do M1 foi principalmente influenciado por duas forças contraditórias. Por um lado, registou-se um efeito atenuante que resultou do aumento dos custos de oportunidade de detenção de M1 associado às subidas das taxas de juro desde Dezembro de 2005. Por outro lado, aumentou a procura de M1 relacionada com transacções devido à continuação do fortalecimento da actividade económica, bem como, potencialmente, ao desejo de deter M1 como amortecedor no contexto das recentes perturbações nos mercados financeiros.

O fortalecimento observado desde meados de 2004 na taxa de crescimento homóloga dos depósitos de curto prazo excepto depósitos *overnight* (M2-M1) continuou em 2007, com essa taxa de crescimento a atingir 17.8% em Dezembro (ver Gráfico 6). O contributo destes outros depósitos de curto prazo para o crescimento homólogo do M3 aumentou para 6.6 pontos percentuais em Dezembro, estando estes depósitos subjacentes a uma grande

**Gráfico 6 Principais componentes do M3**

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



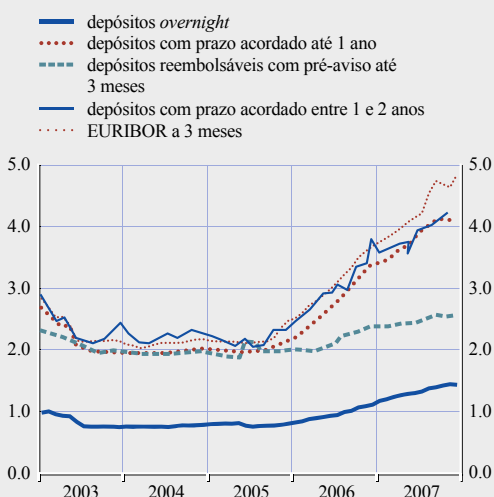
Fonte: BCE.

percentagem da forte expansão monetária global e à recente dinâmica. No entanto, este forte crescimento oculta desenvolvimentos contraditórios nas várias subcomponentes. As entradas robustas de depósitos de curto prazo (ou seja, depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive), que cresceram a uma taxa homóloga de 41.4% em Dezembro de 2007, face a 27.2% em Dezembro de 2006, foram acompanhadas por uma descida contínua das detenções de depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, que desceram 3.6% no ano até Dezembro, após reduzidos níveis de crescimento no final de 2006.

A remuneração dos depósitos de curto prazo acompanhou de um modo geral o aumento das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário (ver Gráfico 7). O diferencial face à remuneração dos depósitos de poupança de curto prazo e depósitos *overnight* alargou-se, com a remuneração destes depósitos a aumentar de forma mais lenta e modesta, em linha com os padrões históricos. Tal suportou transferências para depósitos a prazo do M1 e depósitos de poupança. Além disso, com uma curva de rendimentos relativamente horizontal, os depósitos a curto prazo têm sido atractivos em comparação com activos de mais

### Gráfico 7 Taxas de juro das IFM sobre depósitos de curto prazo e taxa de juro do mercado monetário

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

longo prazo e maior risco fora do M3, dado que oferecem maior liquidez e menor risco a custo reduzido em termos de retorno, suportando assim igualmente a substituição de activos de mais longo prazo.

Depois de se fortalecer significativamente em 2006, a taxa de crescimento homóloga dos instrumentos negociáveis (M3-M2) aumentou novamente ao longo de 2007, situando-se em 19.9% em Dezembro, o que compara com 13.3% em Dezembro de 2006. Em larga medida, tal reflecte o impacto da curva de rendimentos relativamente horizontal na área do euro, o que encorajou a transferência para activos monetários de mais curto prazo. Em resultado, o contributo destes instrumentos para a taxa de crescimento homóloga do M3 foi relativamente forte, situando-se em 2.7 pontos percentuais em Dezembro de 2007.

Este forte contributo oculta desenvolvimentos divergentes antes e após o início das perturbações financeiras, o que se torna notório quando se analisa os desenvolvimentos nas subcomponentes. Por exemplo, a taxa de crescimento homóloga das acções/unidades de participação em fundos do

mercado monetário fortaleceu-se continuamente no ano até Julho de 2007. Alguns fundos do mercado monetário expuseram-se ao mercado de crédito estruturado de maneira a impulsionar os ganhos e, assim, obter um desempenho superior ao do seu referencial de taxa do mercado monetário. No contexto das perturbações financeiras, as acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário registaram saídas líquidas particularmente significativas em Agosto e Setembro e novamente em Dezembro, o que levou a uma descida da sua taxa de crescimento homóloga. Estas saídas terão provavelmente reflectido a aversão ao risco generalizada face a esses fundos, dado que os investidores aparentemente se sentiram incapazes de avaliar os riscos incorridos por fundos individuais em termos de exposição a títulos garantidos por activos, numa altura em que o preço desses instrumentos era volátil e de difícil avaliação. O desinvestimento observado em termos de acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário reflectiu-se em fortes entradas de títulos de dívida de curto prazo de IFM. Entre Agosto e Novembro, as detenções desses títulos por parte do sector detentor de moeda registaram a taxa de crescimento mais elevada desde o início da Terceira Fase da UEM, proporcionando assim financiamento ao sector das IFM.

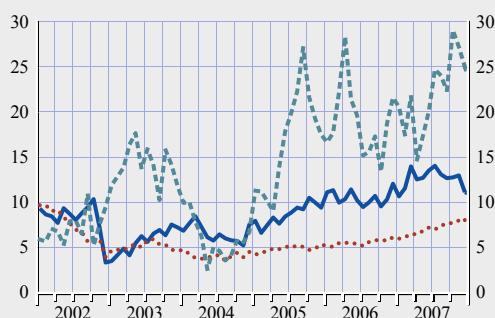
### DETENÇÕES DE MOEDA PELAS FAMÍLIAS CRESCERAM FORTEMENTE

A maior agregação das componentes do M3 para a qual existe informação fidedigna por sector detentor corresponde aos depósitos de curto prazo mais acordos de reporte (doravante designados “depósitos do M3”). A taxa de crescimento homóloga dos depósitos do M3 agregados do sector das famílias, o sector que mais contribui para o crescimento total dos depósitos do M3, atingiu 8.1% em Dezembro de 2007 (ver Gráfico 8). Deste modo, a tendência ascendente observada nesta taxa de crescimento desde meados de 2004 prosseguiu, suportada pelo crescimento do rendimento e da riqueza e pela crescente remuneração dos depósitos do M3. Assim, o crescimento robusto dos depósitos do M3 detidos por famílias é uma indicação

**Gráfico 8 Depósitos do M3 por sector**

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

— sociedades não financeiras  
..... famílias  
- - - outros intermediários financeiros



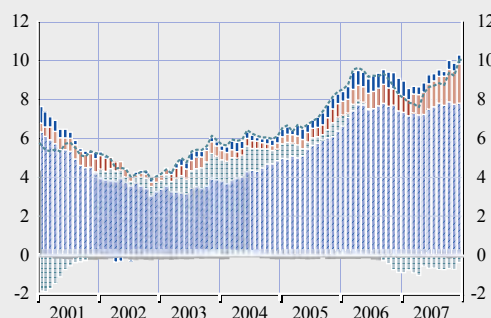
Fonte: BCE.

Notas: O sector abrangido inclui as IFM excluindo o Eurosistema e a administração central. Os depósitos do M3 incluem depósitos a curto prazo e acordos de reporte.

**Gráfico 9 Crédito a residentes na área do euro**

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

— acções e outras participações  
..... títulos do sector privado excepto acções  
- - - títulos das administrações públicas excepto acções  
// empréstimos ao sector privado  
// empréstimos às administrações públicas  
- - - crédito a residentes na área do euro



Fonte: BCE.

Nota: O sector abrangido inclui IFM excepto o Eurosistema.

do dinamismo do crescimento monetário subjacente.

Prosseguindo o fortalecimento observado desde o final de 2004, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos do M3 detidos por sociedades não financeiras aumentou novamente na primeira metade de 2007, antes de estabilizar, situando-se em 11.1% em Dezembro de 2007. A forte procura de activos líquidos por parte das empresas em 2007 esteve em linha com a forte rendibilidade e o investimento empresarial robusto (actual e previsto). Em Dezembro de 2007, a taxa de crescimento dos depósitos do M3 detidos por outros intermediários financeiros (OIF), que não incluem sociedades de seguros e fundos de pensões, situava-se em 25.0% em termos homólogos. Em certa medida, este fortalecimento reflecte um aumento do crédito interbancário com garantia liquidado através de plataformas comerciais electrónicas, uma vez que uma perda de confiança nas contrapartidas no contexto das perturbações nos mercados financeiros levou os participantes no mercado a preferir crédito interbancário com garantia ao crédito sem garantia. Além disso,

este fortalecimento também está em parte relacionado com a necessidade de alguns fundos de investimento manterem amortecedores em moeda mais elevados e, no quarto trimestre de 2007, com novas detenções de depósitos no contexto da aquisição, através de um intermediário financeiro não monetário, de uma IFM da área do euro por várias outras IFM.

#### **CRÉDITO AO SECTOR PRIVADO CRESCER FORTEMENTE**

Depois de se fortalecer em 2004 e 2005, a taxa de crescimento homóloga do crédito das IFM a residentes na área do euro estabilizou-se em 2006 e manteve-se robusta em 2007, situando-se em 9.3% no quarto trimestre (ver Gráfico 9). Esta forte actividade de crédito por parte das IFM reflectiu a rápida expansão do crédito ao sector privado, enquanto o crédito concedido às administrações públicas foi reduzido.

Mais especificamente, as IFM reduziram ligeiramente as suas detenções de empréstimos concedidos às administrações públicas, enquanto retiraram, em termos líquidos, montantes muito significativos de títulos de dívida pública das

suas carteiras. A taxa de decréscimo homóloga das detenções de títulos de dívida pública situava-se em de 5.0% no quarto trimestre de 2007. Tal foi observado – com pequenas excepções – desde meados de 2006 e é típico de períodos com aumentos nas taxas de juro de curto prazo e nos custos de financiamento.

A taxa de crescimento homóloga do crédito das IFM ao sector privado fortaleceu-se gradualmente ao longo do período de 2004-05, antes de estabilizar num nível elevado em 2006, tendo permanecido robusta em 2007 e oscilando em torno de 11.5%. Em 2007, os empréstimos concedidos ao sector privado continuaram a ser o tipo predominante de crédito concedido por IFM, enquanto a importância das aquisições de títulos excepto acções por parte de IFM aumentou.

A taxa de crescimento homóloga do crédito das IFM ao sector privado era de 11.1% no quarto trimestre de 2007, depois de oscilar em torno deste nível elevado desde meados de 2006, com a forte actividade económica e padrões de crédito favoráveis a suportar o crescimento dos empréstimos. Paralelamente, a subida das taxas de juro bancárias, que reflectiu os aumentos das taxas de juro directoras do BCE desde Dezembro de 2005, conduziu a uma redução da procura de crédito por parte do sector privado.

O dinamismo do crédito ao sector privado oculta evoluções divergentes nos vários sectores individuais. Em 2007, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias moderou-se, prosseguindo uma tendência observada desde o início de 2006, enquanto as taxas de crescimento homólogas do crédito às sociedades financeiras e não financeiras subiram.

A moderação da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias ficou a dever-se principalmente à queda da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos para aquisição de habitação, que reflectiu o abrandamento observado no crescimento dos preços da habitação e da actividade no mercado da habitação em algumas economias da área do

euro e o aumento gradual das taxas hipotecárias em toda a área do euro ao longo dos últimos trimestres.

Em 2007, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM às sociedades não financeiras aumentou, atingindo um nível muito elevado de acordo com os padrões das últimas três décadas. No primeiro semestre, a procura de empréstimos foi suportada pela robustez do crescimento económico e da actividade de fusões e aquisições (F&A), bem como por condições de crédito favoráveis. Na segunda metade de 2007, no contexto das perturbações financeiras, as grandes quantidades de empréstimos das IFM ao sector privado não financeiro levantaram a dúvida se o fluxo de empréstimos às famílias e às sociedades não financeiras divulgado tinha sido distorcido pela gestão do balanço dos bancos devido às perturbações. A informação disponível sobre o volume dos empréstimos retirados dos balanços das IFM sugeriu que os bancos tinham conseguido continuar a retirar empréstimos dos seus balanços na segunda metade de 2007, embora a uma taxa inferior, o que sugere que o fluxo de empréstimos de IFM a este sector continuou a ser subestimado pelos dados divulgados.

Deste modo, as grandes quantidades de empréstimos em 2007 pareceram reflectir o fluxo de financiamento dos bancos às sociedades não financeiras e às famílias, e não a reintermediação originada pelas perturbações financeiras, que provavelmente esteve subjacente a uma pequena parte da expansão dos empréstimos das IFM. Assim, a evidência não suportou a convicção de que a oferta de crédito bancário foi gravemente afectada pelas perturbações observadas em 2007. No entanto, esta evidência é consistente com as condições de oferta mais restritivas, tal como indicado pelos dois inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito para os terceiro e quarto trimestres, que apontam para um aumento significativo da restritividade dos padrões de crédito aplicados ao sector empresarial, particularmente no caso dos empréstimos a empresas de maior dimensão e dos empréstimos com prazos mais longos.

Paralelamente, as sociedades não financeiras poderão ter conseguido continuar a financiar-se através de linhas de crédito aprovadas nos termos de condições acordadas antes das perturbações.

A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos a OIF fortaleceu-se acentuadamente ao longo de 2007. No primeiro semestre, os empréstimos das IFM a estas entidades parecem ter sido impulsionados principalmente pela procura por parte dos fundos de investimento e pela procura de financiamento intercalar para transacções de titularização fora do balanço. No segundo semestre, a procura de empréstimos reflectiu, por exemplo, a aquisição de uma IFM e a gestão de carteira dos fundos de investimento, bem como a procura relacionada com as perturbações que resultaram da utilização de linhas de crédito para veículos de titularização e outras entidades vocacionadas para investimento estruturado e a maior preferência por parte das IFM de crédito interbancário com garantia através de plataformas comerciais electrónicas.

Em 2007, as IFM concederam empréstimos ao sector privado ao aumentar as suas detenções de títulos emitidos pelo sector empresarial, particularmente através de aquisições de títulos de dívida e não através da aquisição de acções e outras participações. A maior parte dos títulos adquiridos em 2007 tinham prazos longos. O forte crescimento destas detenções de títulos, particularmente antes do início das perturbações, reflectiu a actividade de titularização de empréstimos em alguns países da área do euro e a crescente integração financeira da área do euro, através da qual as IFM num país da área do euro adquirem instrumentos que titularizam empréstimos hipotecários em outros países da área do euro como substituto do investimento directo nesses mercados hipotecários. Além disso, no final de 2007, as IFM adquiriram consideráveis detenções de títulos de dívida no contexto da aquisição de uma IFM executada por um veículo de financiamento pertencente ao sector dos OIF. Porém, no contexto das perturbações financeiras, as IFM poderão ter adquirido instrumentos relacionados

com empréstimos previamente titularizados, reintermediando assim algumas das suas carteiras de empréstimos.

Entre as outras contrapartidas do M3, a taxa de crescimento homóloga das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) detidas pelo sector detentor de moeda moderou-se, situando-se em 7.8% em Dezembro de 2007, após 9.7% no final de 2006. Porém, estes valores ocultam o facto de esta taxa de crescimento se ter fortalecido até meados de 2007 antes de se moderar gradualmente numa fase posterior. Este padrão foi geralmente visível nos depósitos de mais longo prazo e nos títulos de dívida das IFM. Tal é consistente com uma mudança nas preferências do sector detentor de moeda (nomeadamente, uma maior preferência por prazos mais curtos) e pode, em certa medida, reflectir uma moderação do ritmo da actividade de titularização, frequentemente associada à criação de depósitos de longo prazo.

Em 2007, a posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM foi marcada por desenvolvimentos voláteis. No seguimento de entradas de capital significativas no primeiro trimestre de 2007, as entradas anuais na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM atingiram um valor máximo de €340 mil milhões em Março, à medida que os participantes nos mercados financeiros reconheciam oportunidades de investimento favoráveis na área do euro, no contexto de volatilidade reduzida e ampla liquidez nos mercados financeiros. As entradas anuais líquidas moderaram-se então ao longo do resto do ano, atingindo €17 mil milhões em Dezembro, à medida que as posições de investimento deixavam de ser lucrativas e, deste modo, se reduziram parcialmente. (Para uma análise pormenorizada da evolução da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM, ver Caixa 1). A apresentação monetária da balança de pagamentos revela que as entradas anuais da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM reflectem principalmente o investimento em títulos de dívida da área do euro por investidores não residentes.

## DISPONIBILIDADES LÍQUIDAS SOBRE O EXTERIOR DAS IFM E O SEU IMPACTO SOBRE A EVOLUÇÃO MONETÁRIA

A posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM mede as transacções líquidas, realizadas através das IFM residentes, entre o sector detentor de moeda da área do euro e as suas contrapartes fora da área do euro. A posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior é uma das contrapartidas do agregado monetário largo M3 e por vezes desempenha um papel importante na interpretação da evolução monetária na área do euro. Contrariamente à maior parte de 2006, foram observados movimentos acentuados nos fluxos anuais da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior em 2007, com um aumento pronunciado no final de 2006 e no início de 2007 e uma posterior anulação no segundo semestre. Enquanto estes movimentos se reflectiram no padrão dos fluxos anuais para o M3 entre Outubro de 2006 e Abril de 2007, tal já não se verificou no período entre Maio e Outubro de 2007 (ver Gráfico A). A presente caixa analisa a evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM e investiga explicações possíveis.

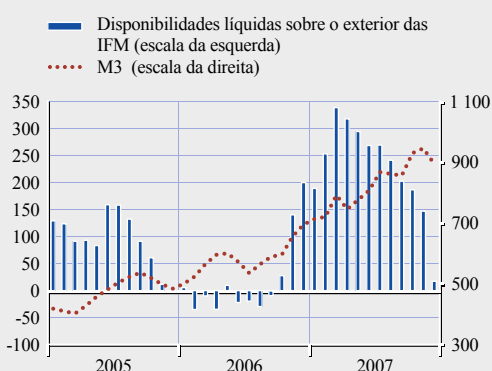
## Algumas questões conceptuais

Os movimentos na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM podem ou não ter um impacto sobre o M3, dependendo da forma como os sectores detentores de moeda da área do euro, tais como as famílias ou as sociedades não financeiras, financiam as suas transacções com o resto do mundo<sup>1</sup>. Por exemplo, consideremos a situação na qual uma família da área do euro compra uma obrigação de uma entidade residente nos Estados Unidos. Se esta transacção for realizada utilizando contas detidas junto de uma IFM, implica uma descida das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM, dado que a instituição de crédito da área do euro responsável pela transacção reduz os seus créditos no seu banco correspondente nos Estados Unidos ou concede um depósito a esse banco. No entanto, o impacto sobre o M3 é ambíguo. Por um lado, se a aquisição for financiada utilizando os depósitos *overnight* que a família detém junto da sua instituição de crédito, haverá um impacto de redução do M3, uma vez que a componente M1 diminui. Por outro lado, se a transacção for financiada através de um empréstimo concedido pelo banco à família, não será observado qualquer impacto sobre o M3, mas sim uma alteração na composição das contrapartidas do M3<sup>2</sup>.

- 1 Quando se analisa a evolução monetária, deve-se ter em conta que apenas as transacções entre os detentores de moeda da área do euro, por um lado, e os bancos e os não residentes na área do euro, por outro lado, têm um impacto directo sobre o *stock* de moeda. Uma transacção entre instituições financeiras não monetárias da área do euro apenas representa a circulação monetária no sector detentor de moeda, sem qualquer impacto sobre o *stock* total de moeda na área do euro. Este é o caso das transacções privadas financiadas através de uma troca de acções.
- 2 Deve-se sublinhar que algumas transacções que afectam as disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM não têm qualquer impacto sobre a moeda ou o crédito. Por exemplo, uma instituição de crédito que venda uma obrigação de dívida pública da área do euro a um não residente afectará as disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM (no sentido ascendente) e o crédito às administrações públicas (no sentido descendente), sem qualquer impacto sobre o M3.

## Gráfico A Disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM e M3

(fluxos anuais em EUR mil milhões)



Fonte: BCE.



Por seu lado, se uma entidade estrangeira adquirir um título a uma entidade no sector detentor de moeda da área do euro e liquidar essa compra transferindo capital da sua conta bancária junto de uma IFM da área do euro para a conta bancária da entidade da área do euro, o M3 aumentará em conjunto com as disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM da área do euro.

Uma ferramenta importante na investigação dos factores subjacentes à evolução da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM é a “apresentação monetária da balança de pagamentos”. Este quadro estabelece uma ligação entre as estatísticas da balança de pagamentos e as estatísticas do balanço das IFM e torna possível determinar se os fluxos de capital subjacentes à evolução da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior têm origem nos sectores detentores de moeda da área do euro ou em não residentes, e se reflectem a troca de bens e serviços ou o investimento directo e de carteira.

### Explicação da evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM desde o final de 2006

A apresentação monetária da balança de pagamentos sugere que a principal fonte do movimento ascendente na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM entre o final de 2006 e a Primavera de 2007 foi o investimento de carteira em activos da área do euro, particularmente em títulos de dívida, mas também em acções (ver Gráfico B)<sup>3</sup>.

#### Títulos de dívida

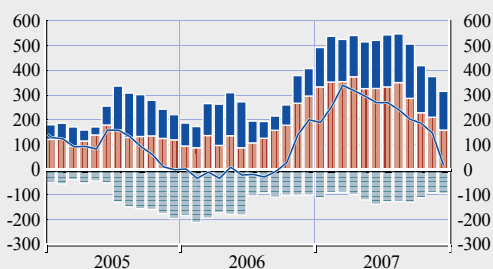
A análise da origem dos fluxos de capital sugere que o aumento dos fluxos anuais de disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM resultou principalmente do fortalecimento do investimento por estrangeiros na área do euro, e não da repatriação de fundos por residentes na área do euro. O investimento de carteira por investidores estrangeiros em títulos de dívida da área

3 Para mais informações sobre a apresentação monetária da balança de pagamentos da área do euro, ver a caixa intitulada “Apresentação monetária da balança de pagamentos da área do euro”, na edição de Junho de 2003 do Boletim Mensal do BCE.

**Gráfico B Composição dos fluxos de capital do sector detentor de moeda e disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM**

(fluxos anuais em EUR mil milhões)

- investimento de carteira líquido em acções
- investimento de carteira líquido em títulos de dívida
- investimento directo líquido
- disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM

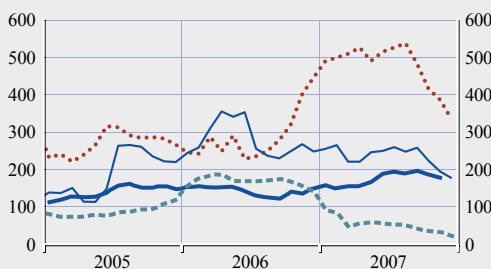


Fonte: BCE.

**Gráfico C Composição dos fluxos de investimento de carteira**

(fluxos anuais em EUR mil milhões)

- investimento de carteira em títulos de dívida no exterior
- investimento de carteira em títulos de dívida na área do euro
- investimento de carteira em acções no exterior
- investimento de carteira em acções na área do euro



Fonte: BCE.

do euro era robusto em meados de 2006, tendo os fluxos anuais atingido um novo valor máximo em Abril de 2007, permanecendo elevados até ao terceiro trimestre de 2007 (ver Gráfico C). Tal poderá reflectir uma conjuntura favorável para o investimento na área do euro por parte dos participantes estrangeiros nos mercados financeiros, caracterizada pela volatilidade reduzida e a ampla liquidez nos mercados financeiros. A forte procura de títulos de dívida da área do euro por não residentes, no contexto de uma emissão líquida reduzida por parte das administrações públicas da área do euro, foi contrabalançada em larga medida por vendas de títulos de dívida pública por IFM.

No segundo semestre, e no contexto das perturbações financeiras e da reavaliação do risco, algumas posições de investimento poderão ter perdido a sua atractividade. Os investidores não residentes na área do euro também poderão ter necessitado de liquidez para outras operações e, deste modo, poderão não ter aumentado o seu investimento na área do euro. Paralelamente, oportunidades de investimento favoráveis no resto do mundo atraíram o investimento por parte dos residentes na área do euro. Tal foi visível no aumento gradual dos fluxos anuais de investimento de carteira em títulos de dívida estrangeiros por parte de investidores da área do euro. Esse investimento poderá ter-se tornado crescentemente atractivo no contexto de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro. Tendo em conta que o investimento externo em títulos de dívida da área do euro se manteve globalmente inalterado até Agosto de 2007, posteriormente registando uma forte descida, e que o investimento por residentes na área do euro no exterior se manteve geralmente estável, os fluxos anuais da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM registaram uma moderação no segundo semestre.

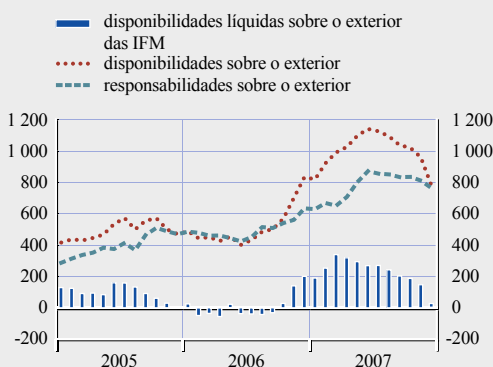
### **Acções e investimento directo estrangeiro**

No que respeita ao investimento de carteira em acções, enquanto o investimento pelo sector não monetário da área do euro no exterior tem vindo a diminuir continuamente, o investimento por estrangeiros na área do euro manteve-se muito estável, embora num nível bastante mais moderado do que o investimento em títulos de dívida, e apesar de se ter reduzido ligeiramente no final do ano. Informações qualitativas no final de 2006 e no início de 2007 indicavam que os investidores mundiais viam os mercados accionistas da área do euro de forma favorável e que as expectativas dos investidores quanto aos lucros empresariais na área do euro eram positivas. Até meados de 2007, o investimento de carteira líquido em acções apontava para um fortalecimento das entradas anuais na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM, que foram contrabalançadas pelo impacto atenuante do investimento directo líquido. No entanto, este padrão inverteu-se ligeiramente no quarto trimestre de 2007, quando as entradas anuais de investimento de carteira líquido em acções se reduziram ligeiramente, mas foram contrabalançadas por saídas líquidas reduzidas de investimento directo.

Para além dos movimentos pronunciados observados nas disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM desde o final de 2006, a evolução das disponibilidades (e responsabilidades) brutas sobre o exterior do sector das IFM da área do euro foi igualmente acentuada, o que assinala uma alteração face ao fortalecimento relativamente gradual observado anteriormente (ver Gráfico D). A expansão simultânea destas posições brutas em 2007 resultou principalmente de um rápido fortalecimento dos empréstimos de IFM concedidos ao resto do mundo, o que conduziu à variação de depósitos no passivo por parte das IFM da área do euro face a não residentes na área do euro.

#### Gráfico D Evolução das disponibilidades e responsabilidades brutas sobre o exterior

(fluxos anuais em EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

doméstico da sociedade-mãe, a sua actividade apenas será registada sob “disponibilidades e responsabilidades sobre o exterior” do balanço consolidado do sector das IFM da área do euro.

A forte expansão das posições externas brutas não tem implicações imediatas para as posições externas líquidas. No entanto, esta situação poderá tornar possível que elevados montantes de liquidez sejam rapidamente transferidos, resultando em variações de curto prazo significativas na magnitude e direcção dos fluxos na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM. Isto, por sua vez, aumenta a exposição da evolução monetária interna a forças externas.

#### Conclusões

A posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector das IFM da área do euro registou movimentos pronunciados desde o final de 2006, com entradas anuais em Março de 2007 que ultrapassaram as observadas no período de ajustamentos de carteira entre 2001 e 2003. A evolução da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior até à Primavera de 2007 teve um impacto visível sobre o padrão de crescimento do M3, pelo menos numa perspectiva contabilística. As transacções entre o sector detentor de moeda da área do euro e o resto do mundo deverão aumentar, em linha com a integração dos mercados financeiros a nível mundial. Tendo em conta os múltiplos determinantes e promotores dessas transacções, uma avaliação pormenorizada da evolução das disponibilidades líquidas sobre o exterior no contexto da análise monetária do BCE constituirá um desafio significativo.

Essa expansão simultânea das disponibilidades e responsabilidades brutas sobre o exterior pode ser um reflexo da maior integração financeira. Uma consequência desta situação poderá ser que as transacções intra-IFM, tais como o financiamento por IFM num país da área do euro dos empréstimos de IFM noutro país da área do euro, sejam cada vez mais canalizadas através de um centro financeiro localizado fora da área do euro. Uma outra possibilidade é que as instituições de crédito residentes, como por exemplo, os fundos do mercado monetário, operem apenas em nome das suas sociedades-mãe não pertencentes à área do euro. Se estas instituições receberem os seus fundos apenas do resto do mundo e também os investirem apenas no mercado

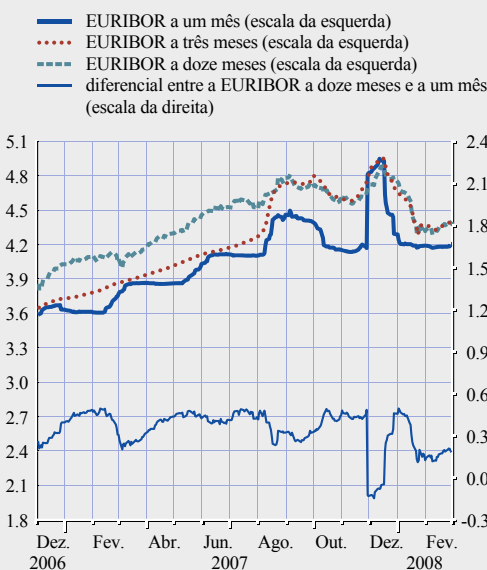
### TENSÕES NOS MERCADOS MONETÁRIOS SURTIRAM NO CONTEXTO DAS PERTURBAÇÕES NOS MERCADOS FINANCEIROS

Em 2007, as taxas do mercado monetário subiram em todo o espectro de prazos. No primeiro semestre, tal esteve em linha com os aumentos das taxas de juro directoras do BCE. No segundo semestre, observaram-se novas subidas significativas das taxas sem garantia do mercado monetário, na sequência da turbulência nos mercados monetário e financeiro. O diferencial entre as taxas do mercado monetário garantidas e as taxas não garantidas alargou-se em todos os prazos à excepção do muito curto prazo. Não obstante a redução, estes diferenciais mantiveram-se em níveis elevados no início de 2008.

O Conselho do BCE aumentou as taxas de juro directoras do BCE em 25 pontos base em Março e Junho de 2007, com a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez, a taxa mínima de proposta e a taxa da facilidade permanente de depósito a atingir 5%, 4% e 3%, respectivamente (ver Gráfico 1). Nos meses finais de 2007 e no início de 2008, as taxas de juro directoras do BCE mantiveram-se inalteradas. Após um aumento constante no primeiro semestre e em linha com as expectativas de novos aumentos das taxas de juro directoras do BCE, as taxas do mercado monetário sem garantia aumentaram significativamente a partir de 9 de Agosto devido às tensões nos mercados monetário e financeiro, na sequência de preocupações quanto à exposição dos bancos a perdas resultantes de hipotecas de alto risco (*sub-prime*) nos Estados Unidos e de instrumentos derivados complexos (ver Gráfico 10). Estas taxas atingiram picos em meados de Dezembro, numa altura em que as tensões subjacentes no mercado interbancário foram exacerbadas por incertezas relacionadas com o final do ano. Em 29 de Fevereiro de 2008, as taxas EURIBOR a um, três e doze meses situavam-se em 4.20%, 4.38% e 4.38%, respectivamente, ou seja, 57, 66 e 35 pontos base acima dos níveis observados em 2 de Janeiro de 2007. Em contraste, as taxas de juro interbancárias com garantia desceram gradualmente a partir do início de Agosto, reflectindo a revisão em baixa das expectativas dos mercados quanto à trajectória futura das taxas de juro directoras do BCE.

Gráfico 10 Taxas de juro do mercado monetário

(percentagens por ano; dados diários)



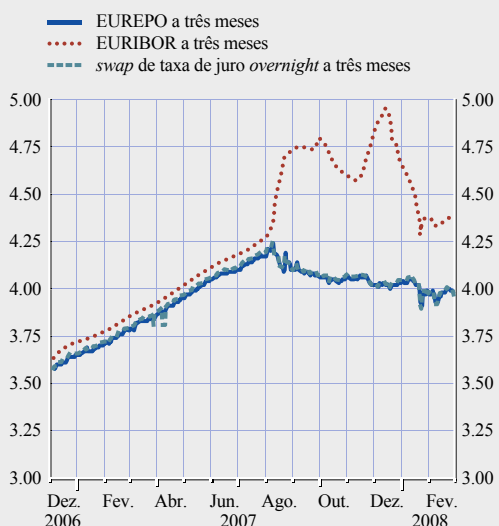
Fontes: BCE e Reuters.

Com os aumentos significativos das taxas de juro sem garantia do mercado monetário, o diferencial correspondente entre estas taxas e as taxas de juro com garantia do mercado monetário alargou-se significativamente, particularmente nos prazos a partir de um mês (ver Gráfico 11). Estes diferenciais permaneceram em níveis elevados nos últimos meses do ano, com o diferencial entre a EURIBOR a três meses e a EUREPO (um índice referente aos acordos de reporte do sector privado) a três meses a atingir um máximo de 93 pontos base em 17 de Dezembro, devido às tensões especiais observadas no final do ano. Embora este diferencial se tenha reduzido posteriormente, atingindo 43 pontos base em 29 de Fevereiro de 2008, permaneceu elevado face a um nível médio de cerca de 7 pontos base na primeira metade de 2007.

A inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário – medida pelo diferencial entre a EURIBOR a doze meses e a um mês – mostrou alguma volatilidade ao longo de 2007, tendo o diferencial flutuado entre -15 e 50 pontos base. Em 29 de Fevereiro de 2008,

### Gráfico 11 EUREPO, EURIBOR e swap de taxa de juro overnight a três meses

(percentagens por ano; dados diários)



Fontes: BCE e Reuters.

este diferencial era de 18 pontos base, o que compara com 40 pontos base em 2 de Janeiro de 2007 (ver Gráfico 10). No entanto, a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário deve ser interpretada com algum cuidado, dado que em termos históricos os diferenciais entre as taxas EURIBOR não garantidas e as taxas garantidas (por exemplo, as taxas EUREPO) foram excepcionalmente pronunciados durante

o segundo semestre para além do curto prazo, em resultado da turbulência observada nos mercados monetários desde Agosto de 2007.

Durante 2007, as taxas de juro implícitas nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a três meses com vencimento em 2008 aumentaram. No entanto, esta situação também deve ser interpretada com cautela, tendo em conta os aumentos acentuados das taxas EURIBOR no contexto das tensões nos mercados monetários, as quais provavelmente diminuem o conteúdo informativo habitual destas taxas em relação às expectativas para as taxas de juro. Em 29 de Fevereiro de 2008, as taxas de juro implícitas nas opções de contratos de futuros a três meses com vencimento em Março, Junho e Setembro de 2008 situavam-se em 4.36%, 4.05% e 3.71%, respectivamente, ou seja, 33 e 6 pontos base acima e 27 pontos base abaixo do valor registado em 2 de Janeiro de 2007.

Durante a primeira metade de 2007, a volatilidade implícita nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a três meses diminuiu. Porém, as volatilidades implícitas aumentaram significativamente a partir de Agosto, à medida que as tensões nos mercados monetário e financeiro se acentuavam (ver Caixa 2).

### Caixa 2

#### A VOLATILIDADE DAS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO EM 2007

Na avaliação da evolução do mercado monetário durante 2007, é importante analisar não apenas o nível das taxas de juro (como descrito no texto principal) mas também a sua volatilidade. A este respeito, duas questões são particularmente relevantes: i) a avaliação do impacto das decisões de política monetária sobre os mercados monetários; e ii) a análise do modo como o mercado funciona, em particular no que se refere à transmissão de sinais de política monetária dos prazos mais curtos aos prazos mais longos do espectro de prazos das taxas de juro.

No que respeita à primeira questão, os bancos centrais procuram assegurar que as suas medidas de política e a sua política de comunicação não promovem elas próprias incerteza desnecessariamente (por exemplo, ao acrescentar “ruído” à economia), o que tipicamente se manifestaria numa maior volatilidade nos mercados financeiros.

Relativamente à segunda questão, a análise da volatilidade oferece uma perspectiva da microestrutura dos mercados monetários e da eficiência com que operam<sup>1</sup>. Por exemplo, comparando a volatilidade das taxas de juro para prazos específicos com o nível médio de volatilidade em todo o espectro de prazos pode permitir ao banco central detectar movimentos atípicos em alguns segmentos do mercado monetário. Tal, por sua vez, pode estar relacionado com imperfeições na estrutura do mercado e pode impedir a transmissão efectiva do impulso de política monetária.

Neste contexto, uma análise da volatilidade das taxas de juro do mercado monetário ao longo de 2007 poderá ajudar a clarificar o impacto das perturbações nos mercados financeiros observadas a partir de Agosto de 2007. A presente caixa centra-se na evolução do segmento não garantido do mercado interbancário (ou seja, transacções realizadas sem garantia), o segmento mais afectado pelas perturbações. Toma em consideração as medidas de volatilidade calculadas a partir da taxa de juro *overnight*, das taxas dos depósitos interbancários a um, três, seis e doze meses e da EURIBOR a três meses (para as quais existem vários contratos de derivados)<sup>2</sup>.

### A evolução da volatilidade da taxa de juro do mercado monetário em 2007

O Gráfico A ilustra a evolução da volatilidade realizada histórica da taxa de juro *overnight* em 2007. Entre Janeiro e meados de Julho, a volatilidade realizada foi relativamente reduzida, situando-se em níveis semelhantes aos observados nos últimos anos. A volatilidade exibiu o padrão habitual de aumentos periódicos circunscritos a períodos específicos, nomeadamente os dias entre a última operação principal de refinanciamento e o último dia do período de manutenção de reservas.

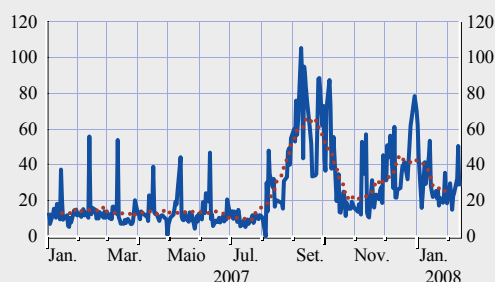
1 Deste modo, uma questão incide sobre a forma de medir a volatilidade das taxas de juro e das taxas de rentabilidade financeira. Tal é discutido no artigo intitulado “*The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective*”, na edição de Fevereiro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

2 As duas medidas de volatilidade analisadas na presente caixa, nomeadamente a volatilidade realizada histórica e a volatilidade implícita, são descritas pormenorizadamente na caixa intitulada “*Measuring volatility in the money market*”, no artigo mencionado na nota.

#### Gráfico A Volatilidade realizada diária da taxa de juro *overnight*

(em pontos base)

- volatilidade realizada diária da taxa *overnight*
- ..... média móvel centrada de 21 dias

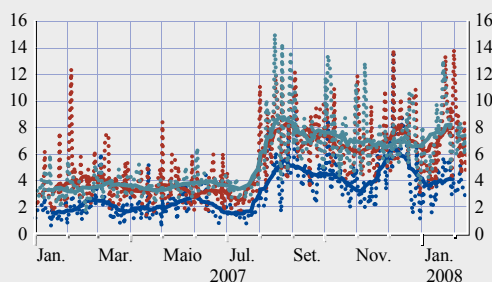


Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

#### Gráfico B Volatilidade realizada diária das taxas de juro dos depósitos a mais longo prazo

(em pontos base)

- ..... taxa de juro dos depósitos a um mês
- ..... taxa de juro dos depósitos a três meses
- ..... taxa de juro dos depósitos a doze meses
- média móvel centrada de 21 dias (um mês)
- média móvel centrada de 21 dias (três meses)
- média móvel centrada de 21 dias (doze meses)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.



No seguimento da maior volatilidade observada na maior parte dos mercados financeiros no final de Julho, observaram-se tensões crescentes no mercado monetário no início de Agosto com origem no aumento da incerteza associado com perdas potencialmente significativas por parte dos bancos nos seus investimentos nos mercados hipotecários de alto risco (*sub-prime*) norte-americanos e instrumentos relacionados. Tal resultou numa maior procura de liquidez pelo prazo *overnight* e num aumento acentuado do nível de volatilidade. A volatilidade permaneceu muito elevada até Outubro, quando a situação se estabilizou ligeiramente, em parte devido à eficácia da política de liquidez executada pelo BCE no sentido de fazer face às tensões no mercado monetário. No entanto, após meados de Novembro, foram observadas novas tensões. A taxa de juro *overnight* foi novamente caracterizada por níveis de volatilidade invulgarmente elevados, em particular no final do ano, no contexto de preocupações generalizadas entre os participantes no mercado quanto à possível escassez de liquidez na viragem do ano.

Analisando as taxas a mais longo prazo – nomeadamente as taxas dos depósitos a um, três ou doze meses –, o perfil que surge é globalmente semelhante (ver Gráfico B). Porém, são visíveis algumas diferenças significativas, com as taxas a juro a prazos mais longos a evidenciar, em particular, uma tendência para reagir mais acentuadamente às perturbações observadas em Agosto.

### **O que explicou a maior volatilidade em Agosto de 2007**

Entre o final de Junho e o início de Agosto, tornou-se evidente que várias instituições financeiras europeias tinham registado perdas significativas devido às suas actividades nos mercados hipotecários de alto risco (*sub-prime*) norte-americanos. À medida que a preocupação quanto à exposição aos incumprimentos nesses mercados se intensificava, a capacidade dos veículos de titularização para se refinanciar diminuiu e a procura de liquidez pelos bancos para financiar o crédito a estes veículos de titularização aumentou. Estes fenómenos foram exacerbados por dificuldades na avaliação destes produtos financeiros. A maior procura de liquidez, em conjunto com uma perda de confiança entre as contrapartes, resultou na tendência de uma grande percentagem de bancos para entesourar liquidez, conduzindo, assim, a uma redução significativa da liquidez global do mercado. As taxas de juro do mercado monetário aumentaram significativamente, principalmente no segmento *overnight*, onde a taxa de juro atingiu, numa base intradiária, níveis próximos de 70 pontos base acima da taxa mínima de proposta.

Em 9 de Agosto, no contexto da forte procura de liquidez no mercado *overnight*, a qual também causou um aumento substancial das taxas de juro de muito curto prazo do mercado, o Eurosistema injectou um montante significativo de liquidez no mercado através de uma operação de refinanciamento pelo prazo *overnight*. Numa altura em que persistiam as tensões no mercado monetário, foram observados aumentos das taxas de juro nos segmentos de prazos mais longos do mercado monetário sem garantia (ou seja, empréstimos interbancários não garantidos por uma troca de activos elegíveis como garantia), dando origem a diferenciais face aos segmentos com garantia até cinco vezes acima da média histórica. De modo a permitir uma melhor distribuição da liquidez entre bancos, o Eurosistema realizou vários tipos de operações de cedência de liquidez durante o segundo semestre. Estas medidas, em conjunto com uma política de comunicação activa, contribuíram para um melhor funcionamento do mercado, pelo menos no curto prazo, e ajudaram a tranquilizar os bancos de que as suas necessidades de liquidez seriam satisfeitas. Em resultado, o nível de volatilidade no mercado com garantia diminuiu ligeiramente para vários prazos.

### Comparação da evolução das volatilidades realizada e implícita

A volatilidade implícita<sup>3</sup> é calculada a partir de opções com base em expectativas prospectivas, proporcionando assim algumas indicações de volatilidade ao longo do horizonte coberto pelos contratos (três meses para os contratos regulares de futuros sobre a EURIBOR). Em contraste, a volatilidade realizada reflecte a percepção da incerteza prevalecente no mercado.

Embora os perfis das duas medidas de volatilidade sejam globalmente semelhantes, a evolução da volatilidade implícita é mais pronunciada do que a da volatilidade realizada calculada a partir da taxa de juro dos depósitos a três meses. Analisando o Gráfico C, a volatilidade implícita começou a aumentar em meados de Julho, antes de registar uma subida mais marcada no início de Agosto, com posteriores flutuações acentuadas. Foi observada uma evolução semelhante na volatilidade realizada calculada com base nas taxas de juro dos depósitos a três meses, embora o aumento desta medida tenha sido mais gradual e, em termos globais, mais contido, incluindo em Agosto (ou seja, o período mais crítico para o mercado monetário do euro).

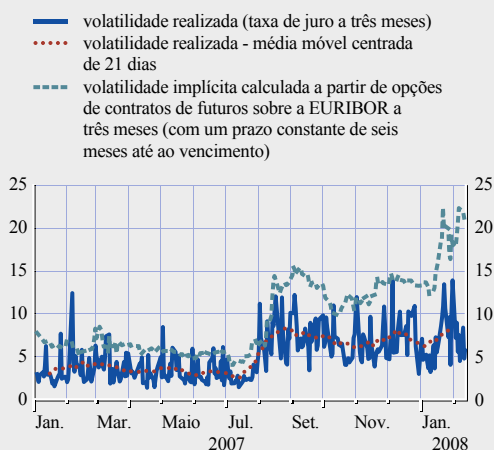
A evolução observada nas duas medidas de volatilidade reflecte principalmente a natureza destas medidas. Enquanto o aumento da volatilidade realizada da taxa de juro a três meses reflecte a percepção das tensões no segmento sem garantia a três meses do mercado monetário, a volatilidade implícita também toma em consideração a incerteza em torno do impacto futuro das tensões resultantes de anúncios por parte de alguns bancos europeus quanto à sua exposição a produtos titularizados relacionados com o mercado hipotecário de alto risco (*sub-prime*). Em particular, estas tensões observadas no mercado monetário conduziram ao aumento da incerteza quanto à conjuntura financeira e macroeconómica no futuro, a qual é captada pela medida de volatilidade implícita, mas não pela medida de volatilidade realizada.

No seguimento de níveis excepcionalmente elevados observados até ao início de Setembro, a medida de volatilidade realizada desceu ligeiramente durante esse mês, possivelmente como resposta à generosa política de liquidez executada a partir de meados de Agosto. Paralelamente, a volatilidade implícita permaneceu elevada, provavelmente afectada pelas tensões mais acentuadas no segmento sem garantia do mercado, particularmente no horizonte de três meses, embora registando uma tendência descendente em Setembro.

Em termos globais, apesar das descidas acima descritas, ambas as medidas estabilizaram globalmente numa fase posterior, embora em níveis acima dos prevalecentes antes do início das perturbações em Agosto. Tal indica que o regresso às condições de mercado estáveis que prevaleciam antes das perturbações poderá ainda demorar.

### Gráfico C Volatilidade realizada e volatilidade implícita das taxas de juro a três meses do mercado monetário

(em pontos base)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

<sup>3</sup> A volatilidade implícita utilizada para a presente caixa é calculada a partir de opções de contratos de futuros a três meses com um prazo constante de seis meses até ao vencimento.

## GRANDES OSCILAÇÕES NOS MERCADOS OBRIGACIONISTAS MUNDIAIS EM 2007

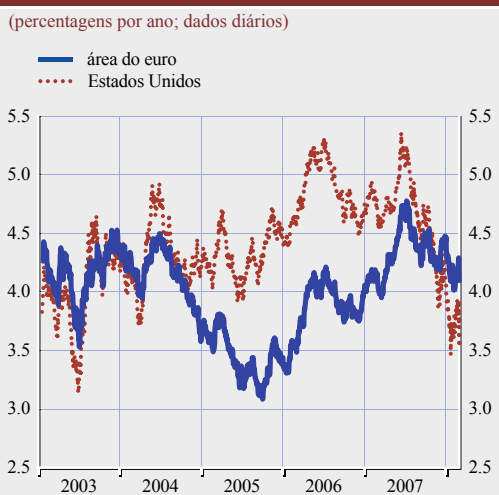
No final de 2007, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na área do euro situavam-se em 4.4%, ou seja, cerca de 40 pontos base acima dos níveis prevaletentes no período homólogo do ano anterior (ver Gráfico 12). No entanto, este aumento globalmente reduzido das taxas de rendibilidade oculta oscilações relativamente acentuadas ao longo do ano. Em particular, as perturbações financeiras decorrentes de problemas no sector imobiliário dos Estados Unidos conduziram a um aumento da volatilidade nos mercados obrigacionistas mundiais no final do ano. A variação global moderada das taxas de rendibilidade das obrigações nominais de longo prazo na área do euro teve subjacente ligeiros aumentos das taxas de rendibilidade reais das obrigações indexadas à inflação a dez anos e das taxas de inflação implícitas de longo prazo correspondentes. A taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública indexadas à inflação com vencimento em 2015 – uma medida das taxas de juro reais de longo prazo – situava-se em 2% no final de 2007, ou seja, cerca de 20 pontos base acima dos níveis observados

no final de 2006. A taxa de inflação implícita a cinco anos com uma antecedência de cinco anos, que mede as expectativas de longo prazo para a inflação e os prémios de risco relacionados por parte dos participantes no mercado, aumentou 20 pontos base em 2007, situando-se próximo de 2.4% no final do ano.

Na primeira metade de 2007, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo aumentaram acentuadamente em ambos os lados do Atlântico. Na área do euro, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos aumentaram num máximo de cerca de 70 pontos base entre o final de Dezembro de 2006 e o início de Julho de 2007, enquanto as taxas de rendibilidade das obrigações a dez anos nos Estados Unidos atingiram um pico em meados de Junho, cerca de 60 pontos base acima do observado no final de 2006. A recuperação das taxas de juro de longo prazo na área do euro reflectiu expectativas de mercado de um forte crescimento económico. Esta avaliação foi consistente com a divulgação de dados económicos melhores, em média, do que o previsto quanto ao sentimento macroeconómico e empresarial. O aumento gradual das taxas de rendibilidade das obrigações na área do euro foi brevemente interrompido em duas ocasiões durante os primeiros seis meses de 2007. Em primeiro lugar, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo caíram no final de Fevereiro e no início de Março, no seguimento de uma descida acentuada da apetência pelo risco e dos resultantes ajustamentos de carteira de mercados bolsistas para mercados obrigacionistas. Em segundo lugar, no início de Junho, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo registaram um aumento significativo, reflectindo fortes períodos de alienação (*sell-off*) com origem nos mercados obrigacionistas norte-americanos.

Em termos gerais, a recuperação relativamente forte das taxas de rendibilidade das obrigações nominais na área do euro na primeira metade de 2007 foi motivada sobretudo por um aumento na componente de taxa de juro real. Paralelamente, as expectativas de longo prazo dos participantes

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



Fontes: Reuters, Bloomberg e Thomson Financial Datastream.

1) Obrigações a dez anos ou ao prazo disponível mais próximo das obrigações.

no mercado para a inflação na área do euro e os prémios de risco relacionados aumentaram apenas ligeiramente ao longo deste período. Por exemplo, a taxa de inflação implícita a cinco anos com uma antecedência de cinco anos cresceu 10 pontos base nos primeiros seis meses de 2007, situando-se em 2.3% no final de Junho (ver Gráfico 13).

Nos meses de Verão de 2007, as preocupações relativas ao estado do mercado imobiliário norte-americano começaram a crescer. Em particular, tornou-se claro que os mutuários com o menor nível de solidez financeira tinham problemas em amortizar as hipotecas de alto risco (*sub-prime*) constituídas durante um período de taxas de juro muito baixas entre 2002 e 2004. No início, os investidores acharam que os problemas se restringiriam aos Estados Unidos e que apenas um conjunto de activos relativamente limitado seria afectado. No final de Julho, esse cenário relativamente benigno foi gravemente afectado quando se tornou claro que também as instituições financeiras europeias estavam significativamente expostas ao mercado hipotecário de alto risco (*sub-prime*) norte-americano. Em alguns casos limitados, as perdas resultantes dessas exposições colocaram

em perigo a solidez financeira das instituições envolvidas. A revelação de riscos tão graves deu origem a perturbações generalizadas nos mercados financeiros, com um aumento geral da aversão ao risco, o que levou a ajustamentos de carteira que privilegiaram a “fuga para a segurança” de activos de maior risco no sentido de obrigações de dívida pública, por exemplo.

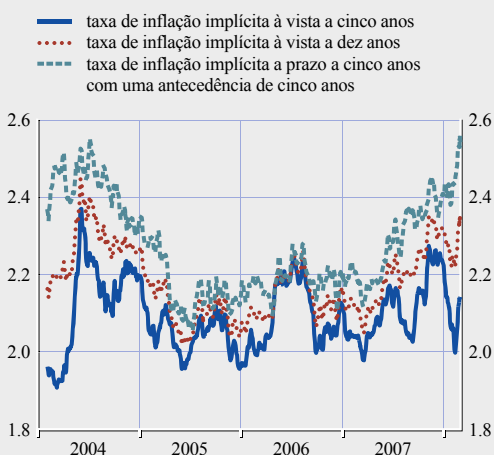
Em resultado das perturbações, no final do ano, a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos na área do euro registou uma descida global de 30 pontos base face ao início de Julho, motivada sobretudo pela descida das taxas de rendibilidade reais. A queda das taxas de rendibilidade das obrigações nos Estados Unidos foi muito mais acentuada, com a taxa de rendibilidade a dez anos a situar-se no final do ano 130 pontos base abaixo do pico observado em meados de Junho. A descida mais acentuada das taxas de rendibilidade nos Estados Unidos parece reflectir perspectivas de crescimento mais fracas para a economia norte-americana por parte dos investidores, bem como a decisão do Comité de Operações de Mercado Aberto (FOMC) no sentido de reduzir as taxas de juro em 18 de Setembro, 31 de Outubro e 11 de Dezembro.

Em termos gerais, a recente turbulência surgiu no final de um período relativamente longo de condições de mercado calmas. É provável que as condições de mercado relativamente tranquilas observadas antes das perturbações tenham induzido muitos participantes no mercado a tomar decisões de investimento com base em avaliações do risco que se revelaram demasiado optimistas. A Caixa 3 sublinha as principais semelhanças e diferenças entre as perturbações observadas em 2007 e as de 1998.

A taxa de inflação implícita a cinco anos com uma antecedência de cinco anos cresceu 10 pontos base nos últimos seis meses de 2007, situando-se em 2.4% no final do ano. A subida global das taxas de inflação implícitas em 2007 poderá ter estado relacionada com a deterioração das perspectivas de curto prazo para a inflação ligada, em particular, ao aumento

**Gráfico 13 Taxas de inflação implícitas à vista e a prazo na área do euro**

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



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

significativo dos preços do petróleo e dos produtos alimentares. No entanto, não é claro em que medida o aumento global deste indicador reflecte mudanças nas expectativas de longo prazo para a inflação por parte dos participantes no mercado e variações nos prémios de risco relacionados.

A percepção dos participantes no mercado quanto à incerteza nos mercados obrigacionistas na área do euro, medida pela volatilidade implícita, manteve-se estável ao longo do primeiro semestre. Tal reflectiu expectativas da continuação de uma conjuntura favorável na área do euro e na economia mundial. Esta avaliação favorável por parte dos investidores alterou-se devido às perturbações e, em resultado, a volatilidade implícita no mercado obrigacionista aumentou entre Junho e Agosto. Posteriormente, a volatilidade implícita na área do euro manteve-se globalmente estável nesses níveis ligeiramente elevados.

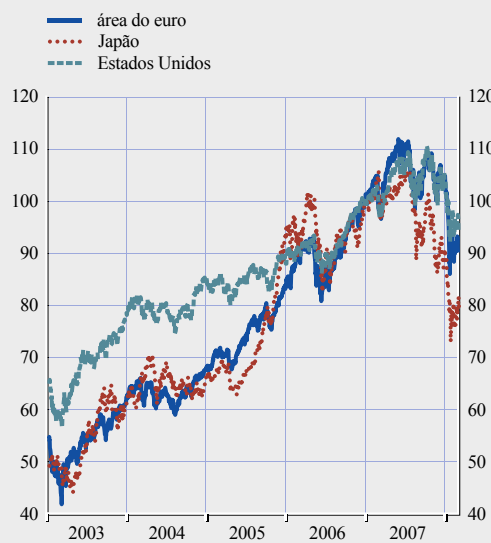
Nos primeiros dois meses de 2008, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro reduziram-se cerca de 30 pontos base, situando-se em 4.1% em 29 de Fevereiro. Descidas semelhantes nas taxas de rendibilidade reais das obrigações indexadas à inflação sugerem que no início de 2008 os participantes no mercado se tornaram ligeiramente mais pessimistas relativamente às perspectivas para a actividade económica na área do euro.

### PREÇOS DAS ACÇÕES DA ÁREA DO EURO AUMENTARAM NUM CONTEXTO DE VOLATILIDADE ELEVADA EM 2007

Não obstante a forte volatilidade ao longo do ano, os preços das acções da área do euro registaram um aumento global em 2007, prosseguindo assim a tendência ascendente observada desde o início de 2003 (ver Gráfico 14). Em termos gerais, o índice Dow Jones EURO STOXX terminou o ano com um ganho de 5% face ao final de 2006. Do mesmo modo, os mercados bolsistas nos Estados Unidos terminaram 2007 em terreno positivo, com o índice Standard & Poor's 500 a subir 3.5%, enquanto os preços das acções do Japão, medidos pelo índice Nikkei

**Gráfico 14 Principais índices de cotações de acções <sup>1)</sup>**

(índice com nova base 100 em 2 de Janeiro de 2007; dados diários)



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

1) 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.

225, caíram cerca de 11%. À semelhança dos desenvolvimentos nos mercados obrigacionistas, as flutuações dos preços das acções da área do euro foram particularmente acentuadas no Verão, quando os investidores se tornaram relutantes em deter activos de risco elevado, como por exemplo, acções. O desempenho globalmente positivo dos mercados bolsistas na área do euro ficou a dever-se principalmente ao persistente dinamismo do crescimento dos lucros observados e previstos.

Os preços das acções da área do euro tenderam a aumentar constantemente nos primeiros seis meses de 2007. Esta tendência ascendente foi temporariamente interrompida no final de Fevereiro e no início de Março, quando os preços das acções na área do euro, reflectindo desenvolvimentos na maior parte dos outros principais mercados, registaram uma correcção acentuada, parcialmente impulsionada por desenvolvimentos nos mercados chineses. O índice Dow Jones EURO STOXX perdeu

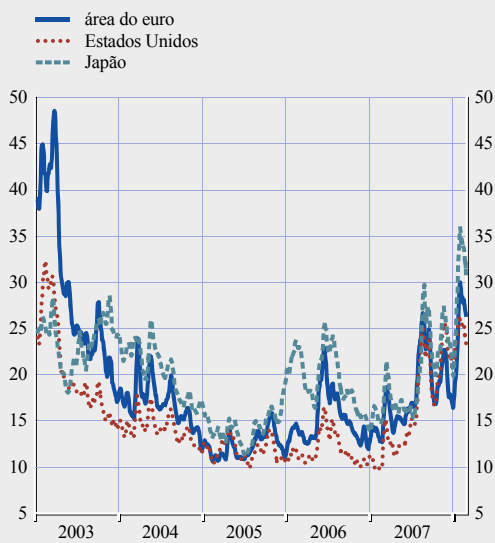
cerca de 4% do seu valor entre 6 de Fevereiro e 7 de Março. Posteriormente, os mercados recuperaram, em parte devido a uma maior apetência pelo risco, a actividades de F&A e à evolução persistentemente favorável dos ganhos. A evidência do modo robusto como os ganhos evoluíram pode ser observada no facto de entre Janeiro e Junho, os ganhos por acção das empresas incluídas no índice Dow Jones EURO STOXX terem crescido a uma taxa homóloga média de cerca de 17%. Em termos gerais, os preços das acções da área do euro no final de Junho situavam-se 10% acima dos níveis observados no final de 2006.

O optimismo prevalecente nos mercados bolsistas mundiais foi interrompido pelo início das perturbações financeiras, conduzindo a uma ampla reavaliação dos riscos de crédito e financeiros e a uma maior aversão ao risco entre investidores. A queda daí resultante nos preços das acções da área do euro parece ter reflectido principalmente uma forte subida do prémio de risco requerido para a detenção de acções da área do euro, em particular de empresas no sector financeiro. Paralelamente, a volatilidade implícita no mercado bolsista aumentou significativamente e atingiu níveis não observados desde 2003 (ver Gráfico 15). O período de alienação (*sell-off*) nos mercados bolsistas da área do euro foi particularmente forte em Julho e Agosto, quando o índice de preços Dow Jones EURO STOXX perdeu cerca de 5% do seu valor.

Em Setembro e no início de Outubro, os preços das acções da área do euro registaram uma recuperação semelhante à observada após a correcção temporária no final de Fevereiro e início de Março. No entanto, posteriormente, entre meados de Outubro e o final do ano, a aversão ao risco por parte dos investidores aumentou novamente após algumas instituições financeiras revelarem que tinham registado perdas mais elevadas nos investimentos de alto risco (*sub-prime*) norte-americano do que o inicialmente previsto. Em resultado, os preços das acções mundiais e na área do euro caíram, e a incerteza no mercado bolsista, como

**Gráfico 15 Volatilidade implícita no mercado bolsista**

(percentagens por ano; médias móveis de dez dias de dados diários)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

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

reflectido na volatilidade implícita, aumentou novamente, atingindo níveis próximos dos observados no Verão.

As perturbações nos mercados financeiros tiveram um impacto muito reduzido na rendibilidade esperada e observada das empresas da área do euro. Entre Dezembro de 2006 e Dezembro de 2007, os ganhos por acção das empresas incluídas no índice Dow Jones EURO STOXX cresceram 15%. Ao mesmo tempo, os analistas previam que os ganhos crescessem a uma taxa homóloga de cerca de 9% em 2008. O facto de a rendibilidade das empresas da área do euro não ter sido muito afectada pelas perturbações nos mercados financeiros provavelmente ajudou a atenuar a descida global observada na segunda metade de 2007.

Analisando a evolução dos sectores individuais, os sectores das telecomunicações e dos serviços



básicos tiveram um desempenho muito superior ao do índice global. O forte desempenho destes sectores ficou a dever-se provavelmente à preferência dos investidores por empresas com fluxos financeiros (*cash flows*) relativamente constantes. Paralelamente, o sector financeiro teve um desempenho inferior ao do índice global. O fraco desempenho deste sector esteve relacionado com o aumento de preocupações quanto à sua rentabilidade no contexto da sua exposição geralmente forte aos activos ligados directa ou indirectamente ao mercado

hipotecário de alto risco (*sub-prime*) norte-americano, que enfrentava dificuldades.

No início de 2008, a persistência de preocupações quanto ao risco de crédito, em conjunto com expectativas de menores rendimentos, contribuiu para a descida dos preços das acções. Os índices Dow Jones EURO STOXX e Standard & Poor's 500 registaram uma queda, de 14% e 9%, respectivamente, entre o final de 2007 e 29 de Fevereiro de 2008.

### Caixa 3

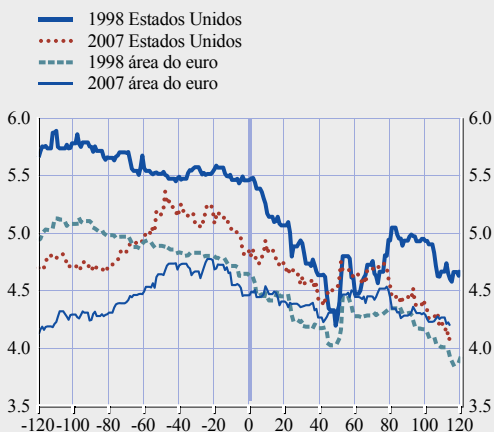
#### SEMELHANÇAS E DIFERENÇAS ENTRE OS EPISÓDIOS DE TURBULÊNCIA FINANCEIRA EM 2007 E 1998

Na segunda metade de 2007, os preços nos mercados financeiros mundiais foram gravemente afectados por uma reavaliação geral dos riscos financeiros, que se transmitiu de um segmento específico do mercado de crédito (activos garantidos por hipotecas *sub-prime* (de risco elevado) nos Estados Unidos) ao conjunto dos mercados de crédito e ao sistema financeiro, em termos mais gerais. A sequência e a natureza dos eventos que caracterizaram as recentes perturbações assemelham-se em certa medida às da turbulência nos mercados financeiros observada na segunda metade de 1998, tipicamente referida como a “crise do LTCM” (*Long-Term Capital Management*, um fundo de investimento norte-americano). No que respeita aos indicadores dos mercados financeiros, a presente caixa destaca as principais semelhanças e diferenças entre os dois episódios.

Na primeira metade de 1998, a maior parte das economias avançadas registavam condições de mercado favoráveis sob a forma de subidas significativas dos preços das acções, uma evolução estável das taxas de rentabilidade das obrigações de longo prazo e uma redução dos diferenciais das obrigações de empresas, em parte impelida por condições macroeconómicas robustas (ver Gráficos A e B, relativos às taxas de rentabilidade das obrigações e aos preços das acções nos Estados Unidos e na área do euro). A conjuntura geralmente tranquila nos mercados financeiros mundiais começou a alterar-se no Verão de 1998. As mudanças observadas no sentimento dos mercados financeiros e na apetência pelo risco por parte dos investidores pareceram estar estreitamente relacionadas com dois factores fundamentais: em primeiro lugar, os participantes no mercado tornaram-se mais pessimistas quanto ao impacto da contracção observada em 1997 nos mercados emergentes da Ásia sobre a economia mundial; e, em segundo lugar, as preocupações do mercado relativamente à sustentabilidade da dívida russa começaram a aumentar. Estas preocupações culminaram em 17 de Agosto, quando a Rússia anunciou a reestruturação da dívida, uma desvalorização e uma moratória sobre reembolsos do capital privado. Estes anúncios provocaram um período de alienação (*sell-off*) nos mercados accionistas mundiais e nos mercados das obrigações de empresas. Os ajustamentos de carteira no sentido da “fuga para a segurança” conduziram à descida das taxas de rentabilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo (ver Gráfico A).

### Gráfico A Taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo dos EUA e da área do euro em 1998 e 2007

(percentagens por ano)

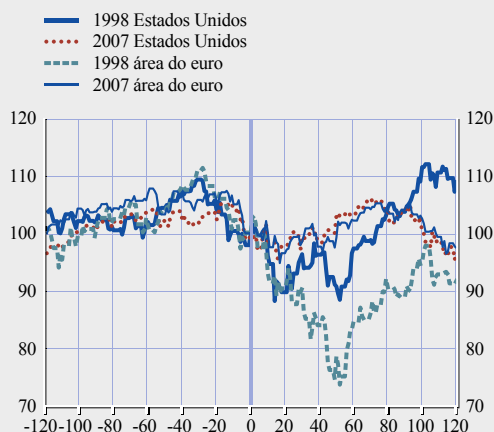


Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O eixo dos x corresponde aos 120 dias úteis anteriores e posteriores a 17 de Agosto de 1998 e 30 de Julho de 2007, respectivamente. A data referente a 1998 representa o anúncio da moratória russa e a data referente a 2007 representa a data em que um banco alemão, o IKB, divulgou pesadas perdas de investimentos de veículos de titularização ou outras entidades vocacionadas para investimento estruturado em instrumentos de crédito estruturado dos EUA.

### Gráfico B Preços das acções nos EUA e na área do euro em 1998 e 2007

(índice com nova base 100 em 17 de Agosto de 1998 e 30 de Julho de 2007)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

Notas: O eixo dos x corresponde aos 120 dias úteis anteriores e posteriores a 17 de Agosto de 1998 e 30 de Julho de 2007, respectivamente. A data referente a 1998 representa o anúncio da moratória russa e a data referente a 2007 representa a data em que um banco alemão, o IKB, divulgou pesadas perdas de investimentos de veículos de titularização ou outras entidades vocacionadas para investimento estruturado em instrumentos de crédito estruturado dos EUA.

A forte reacção do mercado ao incumprimento da Rússia originou preocupações crescentes quanto a uma contração do crédito mundial. Muitos fundos de cobertura (*hedge funds*) e departamentos responsáveis pela transacção da carteira própria dos bancos (*proprietary desks*) registaram perdas significativas, principalmente em resultado do aumento dos diferenciais das obrigações de empresas e de outros diferenciais do risco. O alargamento dos diferenciais originou valores de cobertura adicionais e a correspondente necessidade de mais liquidez de modo a financiar posições. No início de Setembro de 1998, os problemas de financiamento de curto prazo tornaram-se particularmente graves para um dos maiores fundos de cobertura (*hedge funds*) – o LTCM. Persistiam preocupações generalizadas de que o LTCM seria forçado a anular posições significativas no contexto de condições de mercado já restritivas, o que por sua vez poderia dar origem a riscos sistémicos graves para o sistema financeiro mundial. Porém, várias medidas tomadas nas semanas seguintes ajudaram o mercado a regressar ao seu funcionamento normal: em primeiro lugar, em 23 de Setembro, um plano de salvamento privado foi anunciado para o LTCM; e, em segundo lugar, a Reserva Federal decidiu baixar as taxas directoras num total de 100 pontos base ao longo de três fases. Em termos globais, a crise teve um impacto reduzido sobre a economia real.

É possível encontrar duas semelhanças significativas nos episódios de turbulência em 2007 e 1998, a primeira relacionada com a conjuntura dos mercados financeiros antes da turbulência e a segunda com a circunstância de, em ambos os casos, o factor que deu origem às perturbações apenas residir num choque relativamente reduzido.

No que respeita à primeira semelhança, em ambos os casos a conjuntura observada antes do período de turbulência caracterizou-se por longos períodos de movimentos geralmente

ascendentes nos preços dos activos na maior parte dos segmentos, em conjunto com níveis reduzidos de volatilidade nos mercados financeiros. Estas condições de mercado muito favoráveis poderão ter levado alguns investidores a tomar decisões de investimento com base em avaliações do risco que se revelaram demasiado optimistas. Em resultado, esses investidores provavelmente atribuíram demasiada ponderação à experiência recente, extrapolando tendências recentes que contradiziam valores de equilíbrio e probabilidades de longo prazo.

Em segundo lugar, em ambos os casos a turbulência financeira ocorreu na ausência de grandes choques inflacionistas ou económicos, sendo que as duas crises foram impelidas por choques relativamente reduzidos (ou seja, incumprimentos inesperados em segmentos de mercado de dimensão considerável, embora não extremamente grandes) que conduziram à refixação geral dos preços dos riscos financeiros, originando movimentos extremos dos preços em segmentos de mercado específicos (particularmente no segmento do mercado de crédito). Não é de excluir a possibilidade de que as fortes reacções do mercado tenham sido amplificadas pela referida conjuntura de mercado tranquila, na qual as valorizações de algumas classes de activos parecem, pelo menos *ex post*, ter sido de algum modo elevadas do ponto de vista dos fundamentos.

Não obstante as semelhanças acima mencionadas, os desenvolvimentos observados durante as duas crises diferem de várias formas. Em primeiro lugar, as inovações financeiras da última década na área da transferência do risco de crédito aumentaram consideravelmente a dificuldade em determinar os sectores e as entidades específicas nos quais residem esses riscos em última análise. Embora a maior utilização de titularização, pela qual empréstimos ilíquidos são convertidos em instrumentos líquidos, tenha aumentado as oportunidades de diversificação dos investidores, a fixação de preços para estes novos produtos é, em muitos casos, extremamente complexa. O aumento significativo da utilização destes instrumentos e as incertezas quanto à exposição das contrapartes podem explicar em certa medida a recente evolução em vários segmentos de mercado. Em segundo lugar, as recentes perturbações afectaram principalmente os diferenciais e a liquidez nos mercados de crédito e monetário. Em contraste, em 1998, a liquidez também se reduziu significativamente nos mercados das obrigações de dívida pública, dado que muitas estratégias de investimento de elevado risco seguidas durante este período também envolviam posições de títulos de dívida pública.

Em terceiro lugar, os dois gráficos mostram que houve alguma separação entre a evolução das reacções dos preços dos activos na área do euro e nos Estados Unidos durante as duas crises financeiras. Em 1998, os preços das acções caíram mais acentuadamente na área do euro do que nos Estados Unidos. Esta diferença no desempenho dos preços das acções esteve provavelmente relacionada com um aumento dos diferenciais de crescimento económico entre as duas economias. Tal reflectiu-se no facto de que o crescimento do produto foi estável nos Estados Unidos ao longo de 1998, enquanto na área do euro o crescimento do PIB real se reduziu de uma taxa homóloga de 3.8% no primeiro trimestre de 1998 para 2.4% no quarto trimestre. Em contraste, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo registaram descidas semelhantes nas duas economias. Em 2007, os diferenciais de crescimento esperado poderão também ter contribuído para os padrões ligeiramente diferentes dos preços dos activos na área do euro e nos Estados Unidos. Por exemplo, o diferencial da taxa de juro entre as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo nos Estados Unidos e na área do euro reduziu-se nos meses que se seguiram ao início das perturbações, atingindo mesmo terreno negativo pela primeira vez desde o início de 2004. Aparentemente, no final de 2007, os participantes no mercado consideravam a economia da área do euro ligeiramente mais resistente às recentes perturbações do que a economia norte-

-americana. Expectativas de reacções de política monetária mais fortes nos Estados Unidos baseadas na alteração, por parte dos investidores, das previsões de crescimento relativo das duas economias, contribuíram para esta mudança de sinal no diferencial da taxa de juro de longo prazo entre os Estados Unidos e a área do euro. Em simultâneo, os preços das acções nos Estados Unidos e na área do euro movimentaram-se mais ou menos em paralelo durante a recente turbulência, sugerindo um forte factor internacional subjacente aos preços das acções nos dois lados do Atlântico.

Em quarto lugar, em 2007, os mercados emergentes enfrentaram as perturbações nos mercados mais eficientemente do que em 1998. O impacto moderado em 2007 sugere que ao longo da última década os mercados emergentes se tornaram mais resistentes aos choques no sistema financeiro mundial. Enquanto o endividamento dos mercados emergentes desempenhou um papel essencial nas perturbações de 1998, os mercados emergentes não estiveram muito envolvidos nas recentes perturbações, antes proporcionaram uma almofada contra os riscos resultantes para a economia mundial.

### MODERAÇÃO GRADUAL DA DINÂMICA DO FINANCIAMENTO DAS FAMÍLIAS

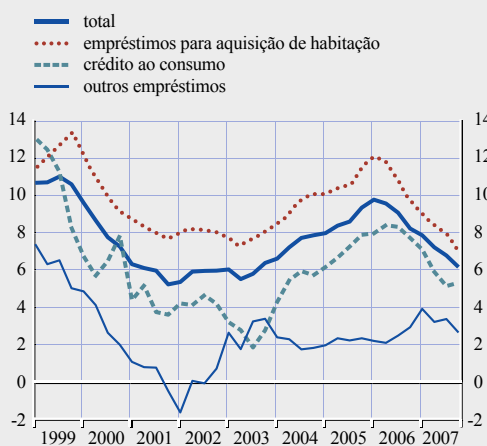
A dinâmica do financiamento das famílias abrandou ao longo de 2007, reflectindo o impacto atenuante do aumento das taxas activas, a avaliação mais cautelosa dos riscos de crédito por parte dos mutuantes e a moderação da dinâmica do mercado da habitação. As IFM foram a principal fonte de financiamento das famílias, com a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM às famílias a manter-se robusta em 6.2% em Dezembro de 2007, o que compara com 7.2% em meados de 2007 e 8.2% no final de 2006. A natureza gradual e contínua do abrandamento do crédito às famílias sugere que este está a ser impulsionado principalmente por factores fundamentais e que as perturbações nos mercados financeiros tiveram, até ao momento, um impacto limitado sobre o crédito às famílias. Paralelamente, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias pelo sector não monetário (ou seja, OIF e sociedades de seguros e fundos de pensões) continuou a ultrapassar a taxa dos empréstimos das IFM às famílias em 2007.

A desagregação dos empréstimos das IFM às famílias por objectivo indica que o principal factor impulsionador do endividamento continuou a ser a aquisição de habitação. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos para aquisição de habitação era de 7.1% em Dezembro

de 2007, após 9.6% em Dezembro de 2006 (ver Gráfico 16). Esta moderação era consistente com o abrandamento do crescimento dos preços da habitação e da actividade do mercado da habitação em algumas economias da área do euro. Os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do Eurosistema suportam esta avaliação, dado que ao longo de 2007 os bancos identificaram as perspectivas no mercado da habitação e, cada vez mais, a evolução da confiança dos consumidores como factores que contribuíram para a redução

Gráfico 16 Empréstimos de IFM às famílias

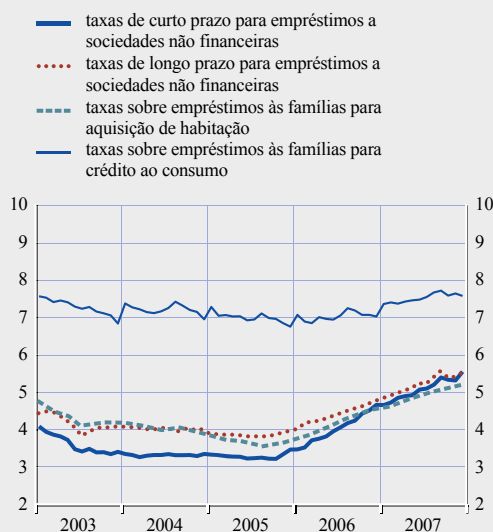
(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

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

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



Fonte: BCE.

Notas: Para o período a partir de Dezembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir de uma média móvel de 12 meses dos volumes das novas operações. Relativamente ao período anterior, de Janeiro a Novembro de 2003, as taxas de juro das IFM com ponderadores ajustados são calculadas utilizando pesos dos países construídos a partir da média dos volumes das novas operações em 2003. Para mais informações, ver a Caixa 3 na edição de Agosto de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

da procura de empréstimos para aquisição de habitação por parte das famílias. A moderação do crescimento dos empréstimos observada no final de 2007 também poderá ter reflectido o impacto atenuante da maior restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito, à medida que aumentavam as preocupações dos bancos quanto às perspectivas no mercado da habitação e às perspectivas económicas gerais.

A moderação da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos para aquisição de habitação também reflectiu o impacto atenuante dos aumentos das taxas de juro directoras do BCE desde Dezembro de 2005. Prosseguindo a tendência observada em 2006, as taxas de juro activas das IFM relativas a empréstimos para aquisição de habitação subiram 66 pontos base entre Dezembro de 2006 e o

final de Dezembro de 2007 (ver Gráfico 17). As taxas registaram um aumento mais elevado relativamente aos empréstimos para aquisição de habitação com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano ou superior a dez anos do que relativamente aos empréstimos com prazos intermédios.

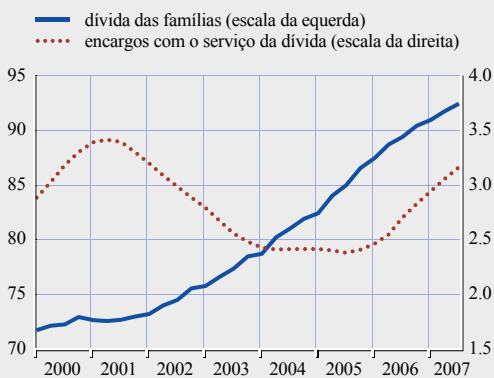
Do mesmo modo, embora a um nível ligeiramente mais baixo, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo reduziu-se para 5.3% em Dezembro de 2007, face a 7.7% no final de 2006. A taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo desceu em linha com a menor confiança dos consumidores e a moderação gradual do crescimento das vendas a retalho na área do euro. Os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito indicam que ao longo dos primeiros três trimestres de 2007 os critérios aplicados à concessão de crédito foram menos restritivos em termos líquidos, fomentando assim o crescimento de empréstimos, enquanto no quarto trimestre, no contexto das perturbações financeiras, os critérios aplicados à concessão de crédito se tornaram mais restritivos. A este respeito, é de referir que os bancos reportaram um aumento das preocupações ao longo do ano relativamente à capacidade de endividamento dos consumidores e às perspectivas para a actividade económica global, o que poderá ter reduzido a actividade de concessão de crédito. Paralelamente, as taxas de juro das IFM relativas ao crédito ao consumo, que foram muito mais elevadas do que as taxas relativas aos empréstimos para aquisição de habitação, aumentaram 55 pontos base entre Dezembro de 2006 e Dezembro de 2007, contribuindo assim para a redução da procura desses empréstimos.

#### NOVA SUBIDA DO ENVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS

Apesar da moderação da taxa de crescimento dos empréstimos às famílias, o ritmo robusto do financiamento conduziu a um novo aumento do rácio da dívida das famílias em relação ao rendimento disponível, para 92.5% no terceiro trimestre (ver Gráfico 18), enquanto o rácio da dívida em relação ao PIB aumentou para

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

(em percentagem do rendimento disponível bruto das famílias)



Fonte: BCE.

60.3% nesse trimestre, com base nos dados disponíveis para as contas integradas da área do euro. No entanto, quando comparado com os Estados Unidos ou o Reino Unido, o nível de endividamento das famílias na área do euro é ainda relativamente modesto. A continuação da subida do endividamento das famílias aumentou a sua exposição às variações das taxas de juro, do rendimento e dos preços dos activos. É de referir que este rácio representa um nível médio e que o nível de endividamento pode variar acentuadamente entre diferentes famílias nos vários países da área do euro. Observaram-se níveis elevados de exposição, por exemplo, nos casos em que as famílias beneficiaram das condições excepcionalmente favoráveis relativamente às taxas de juro prevalentes em anos anteriores e financiaram hipotecas a taxas variáveis com pagamentos de juros iniciais baixos. Este maior endividamento, em conjunto com a subida das taxas activas sobre os empréstimos às famílias, contribuiu para um aumento do grau de esforço associado ao serviço da dívida em 2007, medido como os pagamentos de juros e reembolsos do capital em percentagem do rendimento disponível. Os encargos com os pagamentos de juros aumentaram novamente, situando-se em 3.2% no terceiro trimestre de 2007, o que compara com 2.8% no final de 2006 e muito acima dos níveis observados em 2004

e 2005, mas também abaixo do anterior pico observado em 2001.

### **AUMENTO DO CUSTO DO FINANCIAMENTO EXTERNO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS EM 2007**

Em 2007, o custo real do financiamento externo das sociedades não financeiras na área do euro aumentou gradualmente, continuando assim a tendência observada em 2006, enquanto a rentabilidade das empresas permaneceu forte. Não obstante, e reflectindo um maior desvio de financiamento, a taxa de crescimento do financiamento externo das sociedades não financeiras permaneceu muito elevada, impulsionada pela forte procura dos empréstimos de IFM. Em resultado, o endividamento do sector das sociedades não financeiras deverá ter aumentado novamente em 2007.

Após as subidas das taxas de juro directoras do BCE em 2006 e na primeira metade de 2007, o custo real global do financiamento externo das sociedades não financeiras da área do euro continuou a aumentar em 2007 (ver Gráfico 19)<sup>2</sup>. Ao longo do ano, a subida deveu-se sobretudo a aumentos contínuos do custo real do financiamento por dívida, embora o custo do financiamento através de acções também tenha subido. No último trimestre de 2007, as perturbações nos mercados de crédito contribuíram para um aumento do custo do financiamento externo das empresas à medida que os mutuantes e outros investidores reavaliavam as suas percepções do risco de crédito, conduzindo a uma maior restritividade das condições de financiamento no mercado do que no passado.

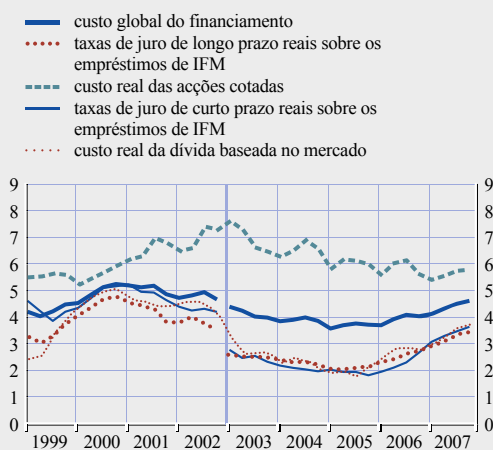
Relativamente às componentes do custo do financiamento externo das empresas, as taxas de juro sobre os empréstimos das IFM a sociedades

<sup>2</sup> O custo real do financiamento externo das sociedades não financeiras é calculado ponderando as diferentes fontes de financiamento externo com base nos respectivos saldos (corrigidos de efeitos de valorização). Para uma descrição pormenorizada desta medida, ver a caixa intitulada “Medida do custo real do financiamento externo das sociedades não financeiras da área do euro”, na edição de Março de 2005 do Boletim Mensal do BCE.



### 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 previsões da Consensus Economics.

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

não financeiras aumentaram significativamente em termos reais e nominais no decurso de 2007 (ver Gráfico 19). A subida das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário – que totalizou 120 pontos base entre o final de 2006 e o final de 2007 no caso da EURIBOR a três meses – foi seguida de aumentos mais reduzidos das taxas de juro de curto prazo dos empréstimos de IFM a empresas. Em particular, ao longo do mesmo período, as taxas sobre empréstimos com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano aumentaram entre aproximadamente 90 e 100 pontos base no caso dos empréstimos de pequena e grande dimensão. Provavelmente, estes aumentos também reflectiram os efeitos de anteriores aumentos das taxas do mercado monetário em 2006 sobre as taxas de juro de curto prazo das IFM, acompanhando assim de um modo geral o padrão de transmissão desfasada observado em ciclos anteriores. As taxas de juro de longo prazo das IFM também aumentaram durante o mesmo período – entre 60 e 85 pontos base. No mesmo

período, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a cinco anos aumentaram 30 pontos base. Em resultado, os diferenciais entre as taxas activas de longo prazo dos bancos e taxas do mercado comparáveis aumentaram significativamente, particularmente no segundo semestre. O aumento dos diferenciais reflectiu a subida do custo do financiamento dos bancos.

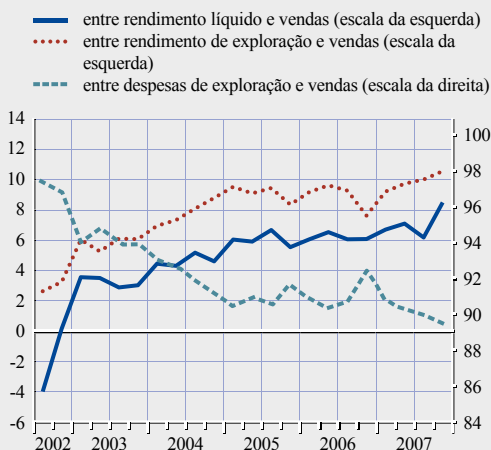
O custo real do financiamento das sociedades não financeiras através de dívida baseada no mercado também aumentou significativamente em 2007, prosseguindo a tendência que teve início em 2006. Em Dezembro de 2007, este custo situava-se cerca de 190 pontos base acima do valor mínimo registado no Verão de 2005. A partir de Junho de 2007, os aumentos das taxas de rendibilidade das obrigações de empresas foram superiores aos das obrigações de dívida pública correspondentes, o que conduziu ao alargamento dos diferenciais no segundo semestre. Este aumento dos diferenciais deverá ter reflectido percepções de aumento dos riscos de crédito e de liquidez por parte dos investidores em todo o mundo, bem como a maior volatilidade no mercado financeiro após um período prolongado de diferenciais muito estreitos<sup>3</sup>.

O custo real do financiamento das sociedades não financeiras através de acções cotadas também registou um aumento gradual ao longo de 2007, apesar das subidas nos preços das acções (medidos, por exemplo, pelo índice alargado para a área do euro) no primeiro semestre. Na segunda metade de 2007, as descidas dos preços das acções contribuíram para o aumento do custo da emissão de acções. No entanto, o cálculo do custo das acções assenta em alguns pressupostos relacionados com os fluxos financeiros (*cash flows*) das empresas esperados no futuro e, deste modo, os resultados devem ser interpretados com algum cuidado.

<sup>3</sup> Ver a caixa intitulada “*The recent repricing of credit risk*”, na edição de Outubro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

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

(dados trimestrais; percentagens)



Fontes: Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

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

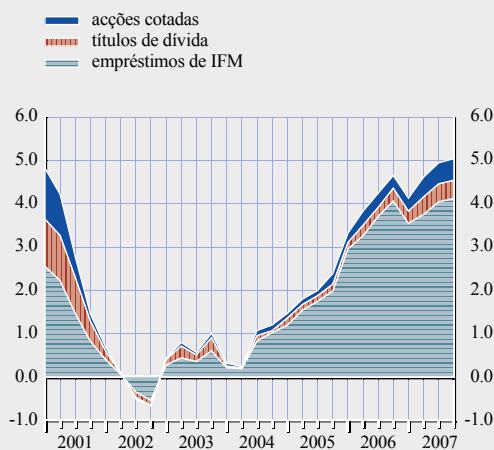
### NOVO AUMENTO DA PROCURA DE FINANCIAMENTO EXTERNO POR SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

A procura de financiamento externo por sociedades não financeiras permaneceu robusta ao longo de 2007, prosseguindo a tendência ascendente observada desde o final de 2004. No quarto trimestre, a taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo das sociedades não financeiras era de 5%, o que compara com uma média de 4% em 2006. Esta evolução deveu-se principalmente ao aumento do contributo dos empréstimos concedidos por IFM, com uma subida mais limitada nos contributos dos títulos de dívida e das ações cotadas (ver Gráfico 21).

A procura de financiamento externo manteve-se muito forte apesar da geração robusta de fundos internos. Em particular, os lucros permaneceram em níveis sólidos ao longo de 2007, de acordo com a evidência proporcionada por dados agregados de empresas retirados das demonstrações financeiras das empresas cotadas (ver Gráfico 20)<sup>4</sup>. No entanto, também se deve

**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.

ter em conta que, embora as expectativas de lucros na área do euro tenham permanecido elevadas ao longo do ano, no último trimestre de 2007 o número de revisões em baixa das expectativas de lucros das empresas cotadas da área do euro aumentou significativamente.

A taxa de crescimento dos empréstimos das IFM às sociedades não financeiras continuou a aumentar globalmente em 2007, prosseguindo a tendência observada desde o início de 2004. Em Dezembro de 2007, esta taxa de crescimento situava-se em 14.5%, tendo aumentado novamente, para 14.6%, em Janeiro de 2008. De facto, esta forte dinâmica do crescimento de empréstimos não era observada desde a introdução do euro em 1999. Consequentemente, com base em dados observados, não se registaram sinais de um enfraquecimento do crescimento

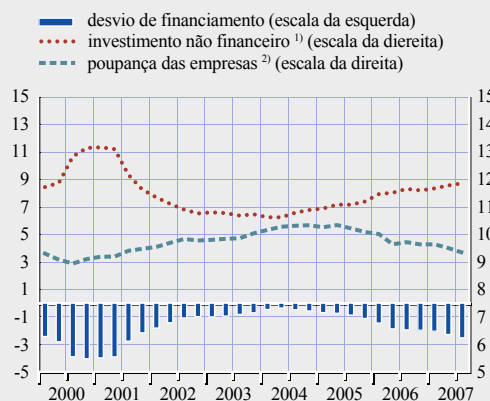
4 O recente desempenho robusto dos lucros das empresas da área do euro também parece ter sido generalizado nos países da área do euro. Ver também a caixa intitulada "Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area", na edição de Outubro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

do crédito às sociedades não financeiras no seguimento da recente turbulência nos mercados de crédito. Parte da persistência do dinamismo do crescimento dos empréstimos das IFM na área do euro poderá ser explicada por dois factores. Em primeiro lugar, de acordo com a avaliação da situação pelos bancos, como explicado no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, as necessidades de financiamento relacionadas com a actividade económica real – particularmente para existências, fundos de tesouraria e investimento em capital fixo – continuam a explicar o aumento persistente da procura de empréstimos. Em segundo lugar, o crescimento dos empréstimos das sociedades não financeiras também poderá ter sido suportado por alguma substituição do financiamento através de dívida baseada no mercado à luz das condições mais difíceis nos mercados de dívida das empresas no final de 2007. Em contraste, outros factores de natureza mais financeira, tais como necessidades de financiamento reduzidas no âmbito da actividade de F&A ou os aumentos das taxas activas, provavelmente contribuíram para a redução da procura de empréstimos. A este respeito, as condições de financiamento menos favoráveis registadas pelos próprios bancos também poderão ter contribuído para a redução da procura de empréstimos, com a transmissão por parte dos bancos das suas condições de financiamento mais restritivas às empresas mútuárias.

O financiamento baseado no mercado – através de dívida e de acções – também aumentou em linha com o crescimento do financiamento das empresas com base nos bancos, embora em menor medida. A taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras aumentou, de cerca de 4.5% no início do ano para 10.1% em Julho de 2007. Tal correspondeu a uma subida significativa, particularmente quando comparada com um crescimento relativamente modesto observado em anos anteriores. Mais recentemente, a taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras diminuiu ligeiramente. Analisando a evolução de curto prazo dos dados corrigidos de sazonalidade,

**Gráfico 22 Desvio de financiamento das sociedades não financeiras e suas principais componentes**

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



Fonte: BCE.

1) Inclui existências e acumulação de activos não financeiros.

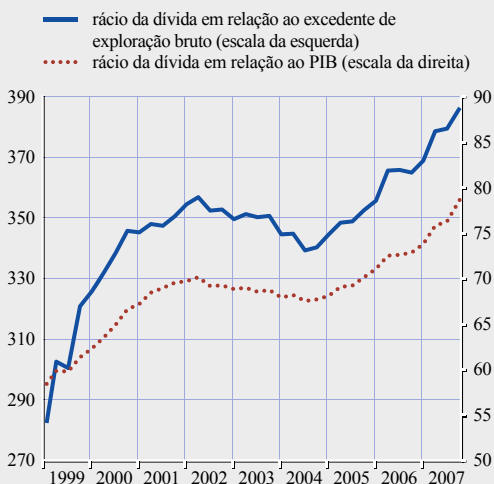
2) Inclui transferências líquidas de capital.

a redução da actividade de emissão líquida das sociedades não financeiras acentuou-se significativamente a partir de Agosto de 2007. Tal poderá ter estado relacionado com o aumento dos diferenciais das obrigações de empresas, na sequência de problemas nos mercados de crédito, bem como da redução da actividade de F&A. Em 2007, a taxa de crescimento homóloga das acções cotadas emitidas por sociedades não financeiras tendeu a aumentar ligeiramente, mas manteve-se moderada. O contributo globalmente modesto da emissão líquida de acções cotadas para o financiamento líquido do sector empresarial da área do euro esteve provavelmente relacionado com o facto de o custo real das acções ser significativamente superior ao custo real do financiamento por dívida e à ampla disponibilidade de fundos internos. Paralelamente, a emissão bruta aumentou ligeiramente em 2007, suportada por desenvolvimentos nas ofertas públicas iniciais e secundárias.

O aumento global do financiamento externo das sociedades não financeiras pode estar associado ao aumento do desvio de financiamento ou de endividamento líquido – calculado como a diferença entre a poupança das empresas e os investimentos não financeiros (ver Gráfico 22).

**Gráfico 23 Rádios da dívida de sociedades não financeiras**

(percentagens)



Fontes: BCE, Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A dívida é apresentada com base nas contas trimestrais sectoriais europeias. Inclui empréstimos, títulos de dívida emitidos e reservas de fundos de pensões. Inclui informação até ao terceiro trimestre de 2007.

O maior desvio de financiamento registado pelas sociedades não financeiras na área do euro em 2006 e nos três primeiros trimestres de 2007 resultou do aumento do investimento real e da redução da poupança das empresas. Numa conjuntura de lucros operacionais robustos, a redução da poupança das empresas reflectiu sobretudo os aumentos dos pagamentos de juros, mas também o facto de as empresas terem distribuído uma maior percentagem dos seus lucros durante esse período.

### AUMENTO DA DÍVIDA DAS EMPRESAS

No que respeita à evolução da posição do balanço das sociedades não financeiras na área do euro, a forte subida do financiamento por dívida originou novos aumentos dos rácios da dívida, prosseguindo a tendência observada desde o início de 2005 (ver Gráfico 23). A este respeito, os rácios estimados da dívida em relação ao PIB e da dívida em relação ao excedente de exploração bruto aumentaram para cerca de 78% e 386%, respectivamente, no último trimestre de 2007. Após um período de consolidação entre

2002 e 2004, que se seguiu à subida acentuada da dívida na segunda metade da década de 90, os rácios da dívida das sociedades não financeiras aumentaram de forma contínua ao longo dos últimos três anos. Em contraste com os seus rácios da dívida em relação ao rendimento, o rácio da dívida em relação aos activos financeiros das sociedades não financeiras manteve-se estável nos três primeiros trimestres de 2007, após uma tendência descendente observada desde o primeiro trimestre de 2003. Os recentes aumentos da dívida, em conjunto com subidas das taxas de juro, conduziram a um aumento significativo dos pagamentos de juros líquidos das sociedades não financeiras ao longo de 2007.

### 2.3 EVOLUÇÃO DOS PREÇOS E DOS CUSTOS

Em 2007, a inflação global medida pelo IHPC situou-se, em média, em 2.1%, 0.1 pontos percentuais abaixo do valor observado nos dois anos anteriores (ver Quadro 1). No entanto, a média de 2007 resultou de dois padrões distintos na evolução do IHPC ao longo do ano: as taxas de inflação homólogas permaneceram abaixo de 2% e mantiveram-se geralmente estáveis até ao final do Verão, tendo crescido rapidamente a partir daí. Em Setembro de 2007, a inflação dos preços no consumidor subiu para um valor ligeiramente acima de 2% pela primeira vez desde Agosto de 2006, aumentando depois para níveis elevados, atingindo um valor máximo de 3.1% em Novembro e Dezembro de 2007.

Em 2007, a evolução da inflação medida pelo IHPC foi determinada, em grande medida, por fortes aumentos dos preços dos produtos energéticos e alimentares (ver Gráfico 24). Até Julho de 2007, os efeitos do aumento dos preços do petróleo do início de 2007 sobre a componente dos preços dos produtos energéticos do IHPC foram reduzidos por efeitos de base favoráveis. A partir dessa data, a combinação de um aumento acentuado dos preços do petróleo e de efeitos de base adversos deu origem a uma contribuição substancial desta componente para

## Quadro I Evolução dos preços

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

	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2008 Jan.	2008 Fev.
<b>IHPC e suas componentes</b>										
Índice global <sup>1)</sup>	2.2	2.2	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9	2.9	3.2	3.2
Produtos energéticos	10.1	7.7	2.6	1.5	1.1	0.5	0.7	8.1	10.6	.
Produtos alimentares não transformados	0.8	2.8	3.0	4.1	3.1	3.3	2.4	3.1	3.3	.
Produtos alimentares transformados	2.0	2.1	2.8	2.2	2.1	2.0	2.5	4.5	5.8	.
Produtos industriais não energéticos	0.3	0.6	1.0	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	0.7	.
Serviços	2.3	2.0	2.5	2.1	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5	.
<b>Outros indicadores de preços e de custos</b>										
Preços da produção industrial <sup>2)</sup>	4.1	5.1	2.8	4.1	2.9	2.4	2.1	4.0	4.9	.
Preços do petróleo (EUR por barril) <sup>3)</sup>	44.6	52.9	52.8	47.3	44.8	51.0	54.2	61.0	62.4	64.0
Preços das matérias-primas <sup>4)</sup>	9.4	24.8	9.2	23.0	15.7	13.8	6.7	1.6	10.4	15.0

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

Nota: Os dados sobre os preços da produção industrial referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

1) A inflação medida pelo IHPC em Janeiro de 2008 corresponde à estimativa provisória do Eurostat.

2) Excluindo a construção.

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

4) Excluindo produtos energéticos; em euros.

a inflação global medida pelo IHPC. As taxas de variação homólogas dos preços dos produtos alimentares não transformados mantiveram-se elevadas durante a maior parte de 2007 e os preços dos produtos alimentares transformados aceleraram a partir do final do Verão, contribuindo substancialmente para o aumento da inflação nos últimos meses do ano.

Além disso, em 2007, a inflação medida pelo IHPC foi significativamente afectada por uma subida de 3 pontos percentuais do IVA na Alemanha, que entrou em vigor em 1 de Janeiro de 2007.

Embora os custos do trabalho tenham permanecido moderados até ao terceiro trimestre de 2007, os custos unitários do trabalho subiram ligeiramente devido a uma descida no crescimento da produtividade do trabalho.

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

Analisando em maior pormenor a evolução do IHPC em 2007, os aumentos dos preços

do petróleo e os efeitos de base resultantes da anterior evolução dos preços dos produtos energéticos, em conjunto com aumentos dos preços dos produtos alimentares, afectaram significativamente o perfil da inflação medida pelo IHPC.

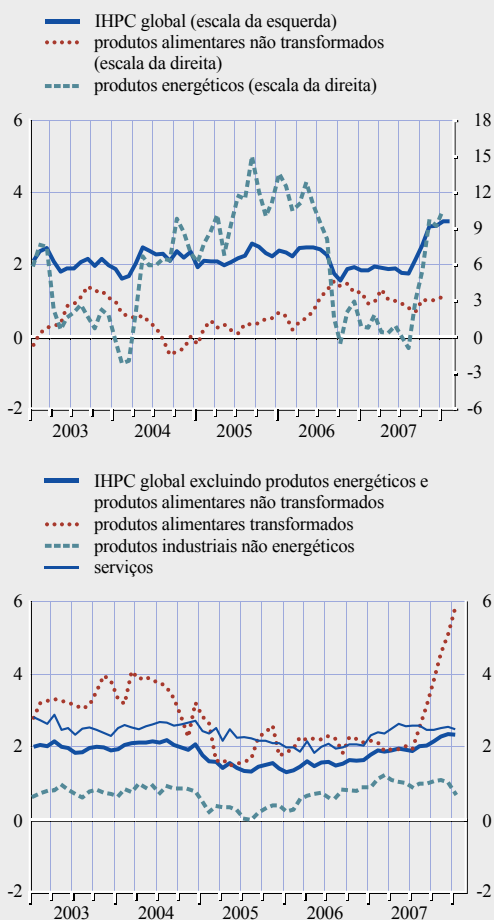
Em meados de Janeiro de 2007, terminou a forte tendência descendente dos preços do petróleo nos mercados internacionais, iniciada em Agosto de 2006, e os preços começaram a subir novamente. Em Dezembro de 2007, os preços do petróleo em euros eram 32% mais elevados do que no ano anterior<sup>5</sup>.

Em vários meses no período de Janeiro a Julho de 2007, os efeitos do aumento dos preços do petróleo sobre a componente dos preços dos produtos energéticos do IHPC foram reduzidos por efeitos de base favoráveis relacionados com o forte aumento dos preços dos produtos energéticos observado no ano anterior. A partir de Setembro de 2007, a combinação de

<sup>5</sup> Em 2007 o preço médio anual em euros do barril de petróleo bruto Brent manteve-se praticamente inalterado, enquanto em 2006 os preços do petróleo eram, em média, 19% mais elevados do que em 2005.

**Gráfico 24 Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes**

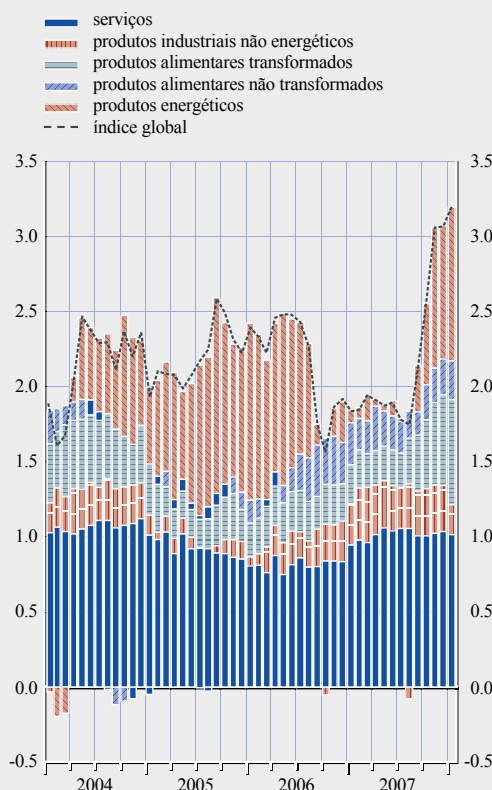
(taxas de variação homólogas (%); dados mensais)



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 25 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 podem não corresponder exactamente ao índice global.

um aumento acentuado dos preços do petróleo e de efeitos de base adversos deu origem a uma contribuição substancial da componente energética para a inflação global medida pelo IHPC (ver Gráfico 25). No quarto trimestre do ano, a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos no IHPC foi de 8.1%, em comparação com 0.8%, em média, nos primeiros três trimestres do ano. Embora os efeitos de base tenham influenciado a evolução mensal da inflação homóloga medida pelo IHPC, efeitos de base favoráveis e desfavoráveis compensaram-se, em geral, entre si no conjunto do ano, o que sugere que, em 2007, o contributo da componente energética para a inflação global

reflectiu as subidas dos preços do petróleo que ocorreram ao longo do ano (ver Caixa 4).

Em 2007, aumentou igualmente o contributo para a taxa de inflação global da outra componente tipicamente volátil da inflação, os preços dos produtos alimentares não transformados, após uma aceleração desta componente em 2006. A taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares não transformados manteve-se elevada durante a maior parte de 2007, embora a evolução mensal se tenha caracterizado por considerável volatilidade, principalmente devido a variações nos preços dos frutos e vegetais, os quais foram afectados



por condições meteorológicas adversas na Europa, em particular na Primavera de 2007. Os preços da carne, que subiram a um ritmo sustentado em 2006, continuaram a registar um aumento das taxas de crescimento homólogas

em 2007. Em parte, esta evolução reflectiu a subida dos preços das rações para animais e de outros custos dos factores de produção nos mercados mundiais.

#### Caixa 4

### O IMPACTO DE EFEITOS DE BASE RELACIONADOS COM OS PRODUTOS ENERGÉTICOS SOBRE A INFLAÇÃO MEDIDA PELO IHPC EM 2007

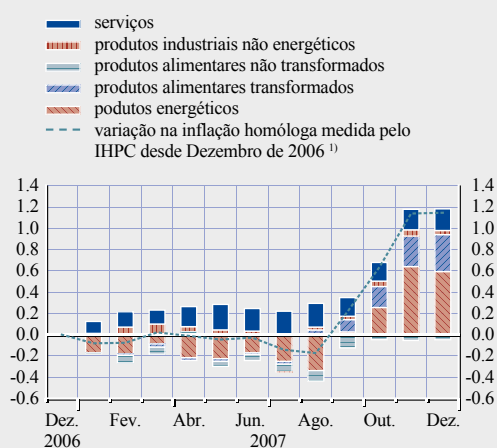
A taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC aumentou substancialmente ao longo de 2007. Em Dezembro, situava-se a um nível elevado de 3.1% – nível que não se observava desde Maio de 2001 – face a 1.9% em Novembro de 2006. Este aumento foi quase inteiramente o resultado de três fortes aumentos consecutivos da inflação homóloga em Setembro, Outubro e Novembro, tendo sido principalmente impulsionado por contributos significativos da evolução dos preços das componentes dos produtos energéticos e dos produtos alimentares transformados (ver Gráfico A).

Convém estabelecer até que ponto as variações na taxa de inflação homóloga reflectem a evolução actual (ou seja, “notícias” observadas de mês a mês), e em que medida reflectem o impacto da volatilidade de preços no ano anterior, através de “efeitos de base”<sup>1</sup>. A presente caixa analisa o papel dos efeitos de base, em particular os relacionados com a evolução dos preços dos produtos energéticos, como impulsionadores da recente evolução da inflação medida pelo IHPC, proporcionando uma percepção mais aprofundada do seu futuro impacto ao longo de 2008.

A derivação do padrão sazonal mensal para cada componente do IHPC torna possível a separação dos contributos dos efeitos de base e da evolução corrente para as variações mensais da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC (ver Gráfico B)<sup>2</sup>.

**Gráfico A Contributos para a variação na inflação homóloga medida pelo IHPC desde Dezembro de 2006**

(pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Calculada como a diferença entre a taxa de crescimento homóloga do IHPC num determinado momento e a taxa de crescimento homóloga do IHPC em Dezembro de 2006.

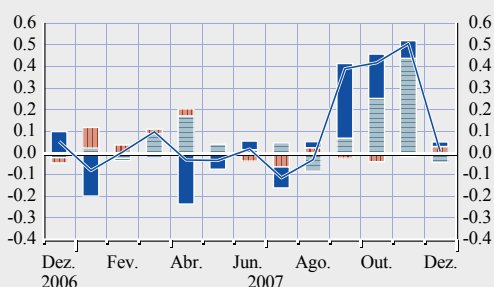
1 Um efeito de base pode ser definido como o contributo para a variação da taxa de inflação homóloga num determinado mês que tem origem num desvio da taxa de variação mensal em cadeia no mês de base (ou seja, no mês homólogo do ano anterior) relativamente ao seu padrão habitual ou “normal”, tendo em conta flutuações sazonais.

2 O contributo de efeitos de base para as variações mensais da taxa de inflação homóloga é calculado como o desvio da variação mensal em cadeia (não corrigida de sazonalidade) 12 meses antes relativamente à variação mensal em cadeia “normal” estimada. A variação mensal em cadeia “normal” é obtida adicionando um factor sazonal estimado para cada mês à variação média mensal em cadeia observada desde Janeiro de 1995.

**Gráfico B Decomposição da variação mensal da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC**

(pontos percentuais)

- efeitos de base relacionados com os produtos energéticos
- efeitos de base relacionados com os produtos não energéticos
- evolução da inflação corrente <sup>1)</sup>
- variação da taxa de inflação homóloga <sup>2)</sup>



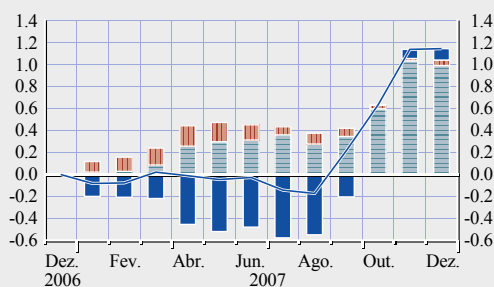
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

- 1) Calculada como a diferença entre a variação da taxa de inflação homóloga e o conjunto dos efeitos de base relacionados com os produtos energéticos e com os produtos não energéticos.
- 2) Calculada com a diferença entre a taxa de inflação homóloga em dois meses consecutivos.

**Gráfico C Decomposição da variação da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC desde Dezembro de 2006**

(pontos percentuais)

- efeitos de base relacionados com os produtos energéticos
- efeitos de base relacionados com os produtos não energéticos
- evolução da inflação corrente <sup>1)</sup>
- variação da taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC desde Dezembro de 2006 <sup>2)</sup>



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

- 1) Calculada como a diferença entre a variação da taxa de inflação homóloga desde Dezembro de 2006 e o conjunto dos efeitos de base relacionados com os produtos energéticos e com os produtos não energéticos desde Dezembro de 2006.
- 2) Calculada com a diferença entre a taxa de crescimento da inflação homóloga medida pelo IHPC num determinado mês e a taxa de crescimento da inflação homóloga medida pelo IHPC em Dezembro de 2006.

Em 2007, os efeitos de base tiveram um impacto substancial sobre o padrão das taxas de inflação global, como previsto<sup>3</sup>. Ao longo do ano, os contributos mensais mais significativos foram dados por efeitos de base da componente dos preços dos produtos energéticos, devido ao padrão volátil da evolução mensal em cadeia do preço do petróleo em 2006. De Janeiro a Julho de 2007, efeitos de base favoráveis relacionados com os produtos energéticos exerceram um impacto descendente sobre a taxa de inflação global. Pelo contrário, na segunda metade de 2007, a taxa de crescimento homóloga do IHPC foi afectada por efeitos de base desfavoráveis relacionados com os produtos energéticos, os quais foram especialmente fortes em Setembro e Outubro. Em geral, os efeitos de base de componentes não energéticas foram relativamente pequenos em 2007.

No entanto, a evolução da inflação no último trimestre do ano deveu-se essencialmente a uma dinâmica mensal em cadeia dos preços, devido à subida dos preços dos produtos energéticos, bem como dos preços dos produtos alimentares transformados. Em Novembro, em particular, a maior parte do contributo da componente energética para o aumento da inflação medida pelo IHPC deveu-se à transmissão dos recentes aumentos dos preços do petróleo nos mercados internacionais. Para além do impacto dos preços do petróleo bruto, registou-se algum aumento na margem de refinação, o que reflectiu lucros mais elevados para os fornecedores de energia. Pelo contrário, em Dezembro, a componente energética exerceu alguma pressão descendente sobre a taxa de inflação global, em termos gerais, embora amplamente compensada pelas maiores pressões ascendentes dos preços dos produtos alimentares transformados. A queda da componente energética deveu-se, sobretudo, ao impacto de uma descida dos preços do petróleo

<sup>3</sup> Ver a caixa intitulada "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" na edição de Janeiro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

bruto ao longo do mês, enquanto o efeito de base da evolução dos preços dos produtos energéticos no ano anterior foi praticamente irrelevante.

No conjunto do ano, os efeitos de base totais das componentes dos produtos energéticos e não energéticos tiveram um impacto acumulado relativamente reduzido sobre a taxa de crescimento homóloga da inflação medida pelo IHPC, uma vez que influências favoráveis e desfavoráveis praticamente se compensaram entre si (ver Gráfico C).

Em termos globais, do aumento total de 1.1 pontos percentuais da taxa de crescimento homóloga do IHPC entre Dezembro de 2006 e Dezembro de 2007, apenas 0.1 pontos percentuais reflectiram o impacto ascendente acumulado de efeitos de base relacionados com os produtos energéticos, enquanto o restante ponto percentual reflectiu a dinâmica dos preços em 2007. Assim, parece que a maior parte do aumento total da inflação homóloga medida pelo IHPC foi representada pela evolução da inflação corrente.

Numa perspectiva futura, espera-se que a taxa de inflação medida pelo IHPC registre uma moderação ao longo de 2008, pressupondo alguma inversão dos recentes aumentos dos preços das matérias-primas energéticas e alimentares nos mercados internacionais, como actualmente sugerem os preços dos futuros. Em 2008, os efeitos de base totais dos preços dos produtos energéticos e não energéticos deverão dar um significativo contributo descendente para a evolução da inflação (cerca de 1.1 pontos percentuais, em termos acumulados, nos doze meses até Dezembro de 2008)<sup>4</sup>. Em geral, o impacto concentrar-se-á no final do ano, uma vez que os aumentos significativos dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares registados na segunda metade de 2007 serão retirados da comparação homóloga doze meses depois. No entanto, a forma como estes efeitos de base negativos conduzirão igualmente à descida da inflação medida pelo IHPC depende essencialmente da ausência de novos choques nos preços do petróleo e dos produtos alimentares e da evolução moderada das outras componentes do IHPC, o que requer, em particular, a ausência de efeitos de segunda ordem.

4 Ver a caixa intitulada “Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects” na edição de Janeiro de 2008 do Boletim Mensal do BCE.

No final de 2007, um contributo importante para o aumento da inflação medida pelo IHPC teve origem nos preços dos produtos alimentares transformados, que começaram a subir a um ritmo mais elevado no final do Verão. No último trimestre do ano, a taxa de crescimento homóloga da componente dos produtos alimentares transformados situou-se em 4.5%, a taxa mais elevada desde o início da União Monetária em 1999. O aumento da taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados ocorreu num contexto de fortes aumentos dos preços de algumas matérias-primas agrícolas nos mercados mundiais, impulsionados pela combinação de factores temporários e estruturais (ver Caixa 5).

As subcomponentes “pão e cereais” e “leite, queijo e ovos” foram as mais afectadas.

Em 2007, os preços dos produtos industriais não energéticos aumentaram 1.0%, uma taxa mais elevada do que em anos anteriores. Esta aceleração reflectiu principalmente os efeitos da subida do IVA na Alemanha, as pressões dos custos dos factores de produção, assinaladas pelos preços internos no produtor de bens de consumo, e o facto de a utilização da capacidade produtiva no sector da indústria transformadora se ter situado em torno de níveis historicamente elevados ao longo de todo o ano. Estes efeitos mais do que compensaram as influências atenuantes da diminuição das pressões dos preços das

importações, que reflectiram a evolução da taxa de câmbio, num contexto de forte concorrência internacional. Finalmente, a inflação dos preços dos serviços aumentou acentuadamente no início de 2007, influenciada, principalmente, pela subida do IVA na Alemanha, tendo permanecido em níveis elevados ao longo do ano.

Enquanto a taxa de crescimento média homóloga do IHPC global se manteve geralmente estável em 2007, a taxa de crescimento homóloga do IHPC excluindo as componentes voláteis dos produtos alimentares não transformados e

produtos energéticos aumentou para 2.0% em 2007, face a 1.5% nos dois anos anteriores. Este indicador foi afectado pela subida do IVA na Alemanha no início do ano. De Fevereiro a Julho de 2007, permaneceu estável em 1.9%, tendo começado novamente a registar um movimento ascendente em Agosto, principalmente devido a fortes aumentos dos preços dos produtos alimentares transformados. No final do ano, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos atingiu 2.3%, o nível mais elevado desde o final de 2002.

## Caixa 5

### INFLAÇÃO DOS PREÇOS DOS PRODUTOS ALIMENTARES NA ÁREA DO EURO

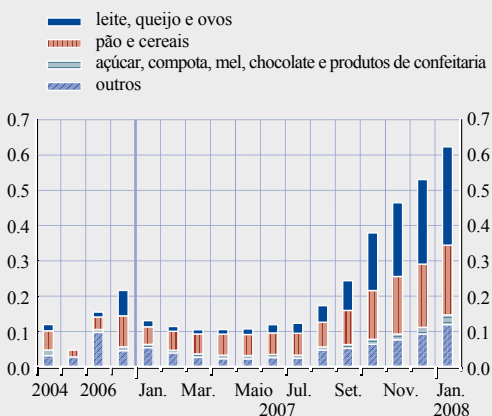
Na segunda metade de 2007, a inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou fortemente na área do euro, quer ao nível do produtor, quer ao nível do consumidor. Os preços no produtor de produtos alimentares e bebidas registaram uma subida de 4.5%, em média, em 2007, a taxa mais elevada desde há mais de seis anos. Em Dezembro de 2007, os preços dos produtos alimentares no IHPC aumentaram 4.3%, face a 2.4%, em média, em 2006. O aumento dos preços dos produtos alimentares no IHPC foi principalmente impulsionado pela componente dos produtos alimentares transformados. Nesta componente, os preços dos cereais e pão, bem como os do leite, queijo e ovos subiram de forma particularmente acentuada (ver Gráfico A). Os preços dos produtos alimentares desempenharam um papel importante na subida da inflação global medida pelo IHPC na segunda metade de 2007. A presente caixa considera os potenciais factores subjacentes aos movimentos na inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro, discutindo igualmente as suas perspectivas.

A subida da inflação dos preços dos produtos alimentares na área do euro reflecte, em grande medida, factores mundiais. Em 2007, os preços de várias matérias-primas agrícolas, tais como cereais e sementes oleaginosas, registaram uma subida acentuada nos mercados mundiais (ver Gráfico B).

Em parte, estes aumentos de preços reflectiram factores temporários, tais como condições meteorológicas adversas em alguns dos principais países exportadores de matérias-

**Gráfico A Contributos dos preços dos produtos alimentares transformados para a inflação homóloga medida pelo IHPC**

(pontos percentuais)

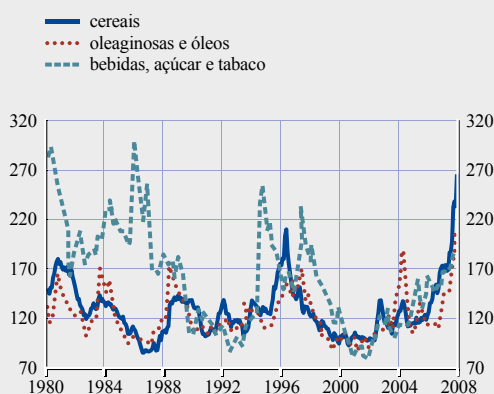


Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: O painel da esquerda mostra os contributos anuais para os anos de 2004 a 2007.

### Gráfico B Evolução dos preços de produtos alimentares e bebidas tropicais

(dados mensais em USD; índice: média 2000 = 100)



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

Nota: As últimas observações referem-se a Dezembro de 2007.

-primas agrícolas, que afectaram a oferta mundial destas matérias-primas. Os preços elevados dos produtos energéticos aumentaram igualmente os custos para a agricultura dos factores de produção com elevado conteúdo energético, tais como adubos, combustíveis para transportes e máquinas. Além disso, os preços internacionais dos produtos alimentares foram impulsionados pela forte subida da procura mundial de produtos alimentares resultante das alterações dos padrões de consumo dos produtos alimentares em muitas economias em vias de desenvolvimento, bem como do aparecimento de novas fontes de procura de algumas matérias-primas agrícolas, particularmente para a produção de bio combustíveis. Uma vez que estes últimos desenvolvimentos são de natureza estrutural, é provável que continuem a exercer pressões ascendentes sobre os preços mundiais dos produtos alimentares no futuro. As subidas

dos preços dos lacticínios podem igualmente ter reflectido as diferentes estruturas do mercado do leite entre os países europeus, para além dos aumentos dos preços do leite, das rações para animais e de outros factores de produção nos mercados mundiais.

Sublinhando a natureza global do choque dos preços dos produtos alimentares, estes preços subiram em simultâneo em várias das principais economias fora da área do euro em 2007. Além disso, as componentes dos preços dos bens alimentares que mais contribuíram para a inflação na área do euro (tais como cereais e produtos lácteos) aumentaram igualmente nestas economias, o que sugere um choque comum subjacente às subidas dos preços.

### Produtos alimentares transformados excluindo tabaco no IHPC nos países da área do euro

(taxas de variação homólogas (%))

	Pesos 2007	Médias				
		2005	2006	2007	2007 Dez.	2008 Jan.
Bélgica	10.8	2.0	1.9	4.1	7.3	8.2
Alemanha	8.3	0.2	1.0	3.0	6.7	7.4
Irlanda	10.2	0.0	0.2	1.2	7.3	7.2
Grécia	9.7	3.2	4.7	2.2	6.0	6.3
Espanha	10.4	2.8	4.4	3.0	8.9	9.3
França	9.7	-0.6	0.7	0.7	3.0	4.7
Itália	9.9	0.6	1.9	2.5	4.7	5.1
Luxemburgo	9.6	1.7	1.8	2.6	5.4	5.3
Países Baixos	9.3	-1.8	0.2	1.5	4.7	5.6
Áustria	8.3	0.8	1.5	3.7	7.7	8.4
Portugal	8.4	-0.8	1.7	1.4	5.6	6.5
Eslovénia	11.4	-1.3	1.4	5.7	11.9	13.8
Finlândia	13.0	-0.8	0.9	0.8	1.1	6.6
Área do euro	9.4	0.5	1.6	2.3	5.6	6.6

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Na área do euro, o impacto do choque dos preços mundiais dos produtos alimentares sobre os preços de cada país da área do euro foi consideravelmente diferente tanto em termos de velocidade como de dimensão. Por exemplo, em 2007, a taxa de crescimento homóloga dos produtos alimentares transformados excluindo o tabaco medida pelo IHPC situou-se entre 5.7% na Eslovénia – a taxa mais elevada da área do euro – e 0.7% em França e 0.8% na Finlândia, países onde a taxa foi significativamente inferior à média da área do euro (ver quadro). Os dados mais recentes mostram uma inflação mais elevada dos preços dos produtos alimentares transformados nos dois últimos países.

Os mercados dos produtos alimentares a retalho estão tradicionalmente segmentados nos vários países. A este respeito, as diferenças nas condições da procura, estruturas de mercado, níveis dos preços dos produtos alimentares e pressões concorrenciais nos sectores a retalho e da distribuição poderão explicar as diferentes reacções por parte dos preços no consumidor dos produtos alimentares entre os países face a um choque externo comum.

Em termos futuros, as perspectivas para os preços mundiais e domésticos dos produtos alimentares continuam muito incertas. Embora a oferta de produtos agrícolas acabe por reagir ao aumento da procura, o período de convergência poderá ser mais prolongado do que actualmente previsto. Além disso, os preços dos produtos alimentares dependem de uma série de factores difíceis de prever, incluindo avanços tecnológicos e eventuais alterações da política energética. Em geral, os riscos parecem ascendentes.

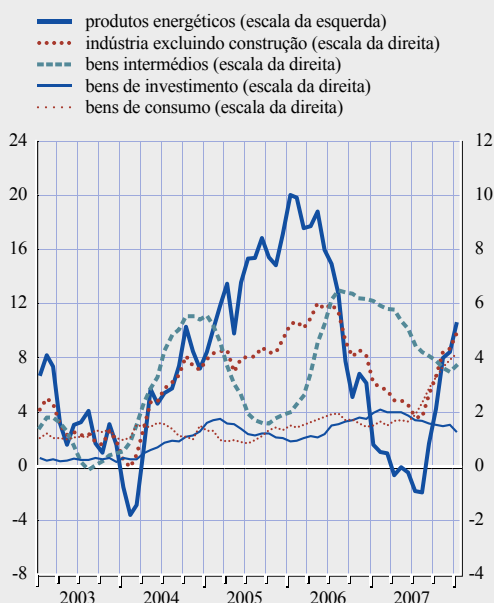
### INFLAÇÃO MÉDIA DOS PREÇOS NO PRODUTOR MAIS BAIXA, MAS PRESSÕES ASCENDENTES NO FINAL DE 2007

Na primeira parte do ano, a inflação dos preços no produtor diminuiu, principalmente devido a efeitos de base da componente energética, tendo aumentado subsequentemente, impulsionada pela evolução dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares.

Em 2007, a taxa de variação homóloga dos preços da produção industrial (excluindo a construção) na área do euro foi de 2.8%, tendo sido consideravelmente menor do que nos dois anos anteriores. A inflação medida pelos preços no produtor, que atingiu um máximo de 6% em Julho de 2006, desceu gradualmente, situando-se em 1.8% em Julho de 2007, principalmente devido a efeitos de base que afectam a componente energética. A partir de Setembro de 2007, taxas homólogas mais elevadas do crescimento dos preços no produtor dos produtos energéticos – impulsionadas por aumentos dos preços do petróleo e efeitos de base – e o crescimento dos preços no produtor de produtos

**Gráfico 26 Desagregação dos preços da produção industrial**

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



Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.



alimentares deram origem a um aumento da inflação medida pelos preços no produtor. Em Dezembro de 2007, a inflação medida pelos preços no produtor situou-se em 4.3%.

A taxa de crescimento homóloga dos preços da produção industrial excluindo a construção e os produtos energéticos diminuiu ligeiramente ao longo do ano, mas manteve-se em níveis elevados. Esta evolução reflectiu diferentes padrões nas principais componentes (ver Gráfico 26).

A taxa de crescimento homóloga dos preços dos bens intermédios continuou a diminuir gradualmente ao longo de 2007, descendo em Dezembro para 3.5%, face ao seu valor máximo de 6.5% em Agosto de 2006. Na primeira parte do ano, os preços dos bens intermédios continuaram a ser afectados por pressões ascendentes de preços mais elevados das matérias-primas industriais, que são os seus principais impulsionadores. A posterior descida dos preços das matérias-primas industriais nos mercados mundiais, associada à apreciação do euro, atenuou a evolução dos preços em muitas partes do sector dos bens intermédios. Os fabricantes das rubricas relacionadas com produtos alimentares sofreram fortes aumentos dos preços no terceiro trimestre do ano, na sequência da subida dos preços de algumas matérias-primas agrícolas nos mercados mundiais (ver Caixa 5). Em Junho de 2007, o crescimento homólogo dos preços dos bens de investimento inverteu o movimento ascendente e desceu para 1.5% no quarto trimestre de 2007, reflectindo os efeitos favoráveis da apreciação do euro.

Em fases mais avançadas da cadeia de produção, os preços dos bens de consumo prosseguiram a tendência ascendente observada desde meados de 2005. Em Dezembro de 2007, a taxa de variação homóloga dos preços globais de bens de consumo subiu para 3.9%, a taxa de crescimento mais elevada desde o início da União Monetária em 1999. Esta evolução foi principalmente impulsionada pelos preços dos bens de consumo não duradouros, que aceleraram a partir de

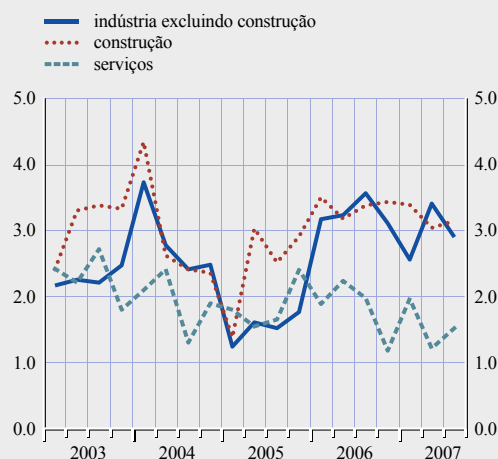
Julho, reflectindo pressões dos preços globais dos produtos alimentares, que fizeram subir os preços dos bens de consumo alimentares. No entanto, excluindo os preços do tabaco e produtos alimentares, a taxa de variação homóloga dos preços dos bens de consumo manteve-se estável ao longo do ano, oscilando em torno de 1.3%.

### CUSTOS DO TRABALHO PERMANECERAM MODERADOS

Em 2007, a taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado manteve-se moderada. Nos primeiros três trimestres do ano, a taxa de crescimento homóloga média foi de 2.0%, ligeiramente inferior à taxa de crescimento média registada em 2006 (ver Quadro 2). Em 2007, os dados sectoriais indicam que, tal como no ano anterior, as taxas de crescimento da remuneração por empregado foram mais elevadas no sector industrial do que no sector de serviços, em linha com a evolução da produtividade a nível sectorial (ver Gráfico 27). No sector industrial, a taxa de crescimento média nos primeiros três trimestres de 2007 esteve, em geral, em linha com a evolução desde o início de 2006. A taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado no

**Gráfico 27 Remuneração por empregado, por sector**

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

## Quadro 2 Indicadores de custos do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))

	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Acordos salariais	2.1	2.3	2.1	2.5	2.0	2.3	2.1	2.1
Custos horários totais do trabalho	2.7	2.6	.	2.3	2.3	2.4	2.5	.
Remuneração por empregado	1.8	2.2	.	1.8	2.2	1.9	2.0	.
<i>Por memória:</i>								
Produtividade do trabalho	0.7	1.3	.	1.6	1.3	0.7	0.7	.
Custos unitários do trabalho	1.0	0.9	.	0.2	0.9	1.2	1.2	.

Fontes: Eurostat, dados nacionais e cálculos do BCE.

Nota: Os dados relativos à remuneração por empregado, produtividade do trabalho e custos unitários do trabalho referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

sector da construção, embora ligeiramente mais elevada do que no sector industrial, registou uma moderação ao longo do ano, no contexto dos primeiros sinais de abrandamento do emprego neste sector. Nos primeiros três trimestres de 2007, a taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado nos serviços foi mais baixa do que nos dois anos anteriores.

Nos primeiros três trimestres de 2007, o crescimento médio dos custos horários totais do trabalho foi menor do que a taxa de crescimento em 2006. A moderação das taxas de crescimento homólogas da remuneração por empregado e dos custos horários totais do trabalho deveu-se, em parte, aos efeitos atenuantes de reduções nas contribuições para a segurança social, implementadas em algumas economias da área do euro em 2007.

Outros indicadores de custos do trabalho disponíveis confirmam que a evolução salarial permaneceu moderada em 2007. Em particular, o crescimento dos acordos salariais situou-se, em média, em 2.1% na área do euro em 2007, ligeiramente abaixo da taxa registada em 2006, embora a evolução salarial tenha variado consideravelmente entre os países. O impacto da descida do desemprego sobre os acordos salariais parece ter permanecido relativamente moderado. Reformas estruturais nos mercados de trabalho e do produto, variações na composição da oferta de trabalho e do emprego e a concorrência internacional terão contribuído

para a continuação de uma evolução moderada dos custos do trabalho na área do euro.

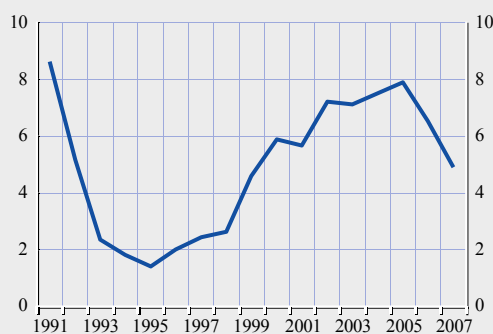
Apesar de uma evolução salarial moderada, a taxa de crescimento homóloga dos custos unitários do trabalho aumentou ligeiramente ao longo do ano, reflectindo principalmente uma diminuição do crescimento da produtividade do trabalho. Nos primeiros três trimestres de 2007, os custos unitários do trabalho cresceram, em média, 1.1%, em comparação com taxas médias de crescimento de 0.9% e 1.0% nos dois anos anteriores. O aumento dos custos unitários do trabalho resultou num ligeiro abrandamento da evolução dos lucros ao longo de 2007. O indicador da margem de venda global, medido como a diferença entre a taxa de crescimento do deflator do PIB e a dos custos unitários do trabalho, continuou a sinalizar um crescimento dinâmico dos lucros até ao terceiro trimestre de 2007, embora a uma taxa mais baixa do que em 2006. Nos primeiros três trimestres de 2007, o crescimento médio da margem de venda foi de 0.6%, em comparação com 0.8% em 2006.

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

Os preços dos edifícios residenciais, não incluídos no IHPC, desaceleraram na primeira metade de 2007, continuando a tendência de abrandamento observada na segunda metade de 2005 e em 2006 (ver Gráfico 28). Segundo as estimativas mais recentes, a taxa de crescimento homóloga dos preços dos edifícios residenciais do conjunto

**Gráfico 28 Evolução dos preços dos edifícios residenciais na área do euro**

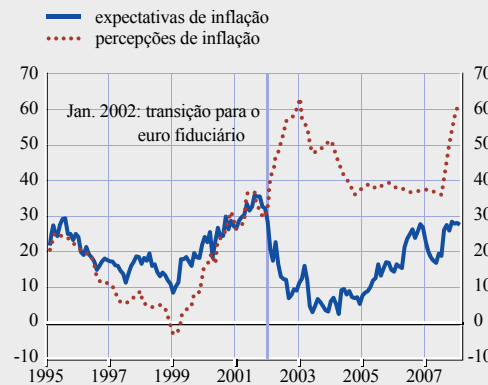
(taxas de variação homólogas (%); dados anuais)



Fonte: Cálculos do BCE, com base em dados nacionais não harmonizados.  
Nota: Os dados de 2007 referem-se à primeira metade do ano.

**Gráfico 29 Percepções qualitativas e expectativas de inflação dos consumidores da área do euro**

(saldos de respostas extremas; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.  
Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

da área do euro desceu para 5.0% na primeira metade de 2007, face a 6.1% na segunda metade de 2006. Os dados disponíveis para os países sugerem que a moderação da inflação dos preços da habitação na área do euro foi particularmente acentuada nos países que registaram subidas relativamente elevadas dos preços dos edifícios residenciais em anos recentes, tais como Bélgica, Irlanda, Espanha, França e Malta. Em contraste, no que se refere a Itália, Países Baixos e Áustria, os dados disponíveis sugerem que os aumentos dos preços da habitação em 2007 se mantiveram praticamente inalterados em comparação com 2006. Relativamente à Alemanha, os preços da habitação voltaram a registar um ligeiro aumento em 2007, após um período de evolução moderada até 2005.

### EVOLUÇÃO DA PERCEÇÃO E DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

Devido à subida da inflação global no final de 2007, a percepção e as expectativas de inflação foram essenciais para avaliar a evolução da inflação futura. A medida da Comissão Europeia da percepção qualitativa da inflação por parte dos consumidores nos 12 meses anteriores registou um aumento significativo na segunda metade de 2007, após a subida da inflação observada, atingindo níveis registados pela

última vez na sequência da transição para o euro fiduciário em Janeiro de 2002 (ver Gráfico 29)<sup>6</sup>. Em contraste com 2002, aumentaram as expectativas de inflação por parte dos consumidores para os 12 meses seguintes – embora de modo inferior – na segunda metade de 2007. Da mesma forma, a informação divulgada por analistas profissionais indicou que as expectativas de inflação a longo prazo, com base em inquéritos, se mantiveram em 1.9%, de acordo com as previsões de Outubro de 2007 da *Consensus Economics* e aumentaram para 2.0%, de acordo com o Barómetro da Zona Euro de Janeiro de 2008 e o Inquérito aos Analistas Profissionais do BCE para o primeiro trimestre de 2008. Além disso, aumentaram as taxas de inflação implícitas extraídas de obrigações e *swaps* indexados à inflação na área do euro após Setembro de 2007, o que sugere um aumento das expectativas de inflação ou dos prémios de risco de inflação nos mercados financeiros (ver igualmente a Secção 2.2 deste capítulo).

<sup>6</sup> Para mais informação, ver a caixa intitulada “Recent developments in consumers’ inflation perceptions and expectations in the euro area” na edição de Novembro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

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

### CRESCIMENTO ECONÓMICO EVOLUIU FAVORAVELMENTE EM 2007

Em 2007, a evolução económica foi globalmente favorável, embora com um ligeiro abrandamento do crescimento ao longo do ano. Em média, o crescimento real do PIB na área do euro situou-se em 2.6% em 2007, ou seja, ligeiramente abaixo dos 2.8% registados em 2006 e acima das taxas de crescimento observadas nos anos anteriores (ver Gráfico 30).

O crescimento mais lento do PIB em 2007 deveu-se principalmente à evolução do consumo privado e do investimento residencial. O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB foi de 0.4 pontos percentuais, ou seja, o dobro do contributo em 2006 (ver Quadro 3).

Entre os factores subjacentes a este crescimento mais lento – para além do impacto pontual no consumo de um aumento do IVA na Alemanha – foi particularmente significativo o impacto negativo dos preços mais elevados dos produtos alimentares e energéticos sobre o rendimento disponível real das famílias e sobre a confiança das empresas e dos consumidores. Esta evolução da inflação e, posteriormente, a turbulência financeira que começou em Agosto e esteve estreitamente relacionada com a crise no mercado hipotecário *sub-prime* dos Estados Unidos, contribuiu para uma deterioração das expectativas das empresas e dos consumidores na segunda metade de 2007. Para além disso, o enfraquecimento das condições nos mercados da habitação de vários países da área do euro contribuiu para uma moderação da actividade económica.

Apesar da crescente incerteza durante a segunda metade do ano, a economia da área do euro teve um bom desempenho em 2007, com reflexo

**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>					
	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2007	2006	2007	2007	2007	2007	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Produto interno bruto real	1.7	2.9	2.6	3.2	3.1	2.4	2.6	2.2	0.8	0.8	0.3	0.8	0.4	
do qual:														
Procura interna <sup>3)</sup>	1.9	2.7	2.2	2.4	2.9	2.0	2.1	2.0	0.2	1.0	0.1	0.9	0.0	
Consumo privado	1.6	1.8	1.4	2.1	1.4	1.6	1.6	1.1	0.4	0.0	0.6	0.5	-0.1	
Consumo público	1.5	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	2.2	1.8	0.3	1.1	0.2	0.7	-0.1	
Formação bruta de capital fixo	3.0	5.3	4.8	5.7	6.9	4.1	4.5	3.7	1.5	1.7	0.0	1.2	0.8	
Variações de existências <sup>4)</sup>	0.0	0.1	0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.2	0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.2	-0.1	
Exportações líquidas <sup>3)</sup>	-0.2	0.2	0.4	0.8	0.3	0.4	0.5	0.3	0.6	-0.2	0.2	-0.1	0.4	
Exportações <sup>5)</sup>	4.9	8.1	5.9	9.0	6.6	5.8	7.1	4.4	3.1	0.9	0.8	2.1	0.5	
Importações <sup>5)</sup>	5.7	7.8	5.2	7.1	6.0	5.0	5.9	3.8	1.6	1.4	0.3	2.5	-0.4	
Valor acrescentado bruto real														
do qual:														
Indústria excluindo construção	1.2	3.8	3.7	4.2	3.8	3.4	4.1	3.7	0.9	1.2	0.6	1.4	0.4	
Construção	1.7	4.6	3.1	5.2	7.1	2.5	2.0	1.0	1.2	1.8	-1.4	0.4	0.2	
Serviços relacionados exclusivamente com o mercado <sup>6)</sup>	2.3	3.1	2.9	3.6	3.3	2.8	2.9	2.6	0.7	0.7	0.6	0.8	0.4	

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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.

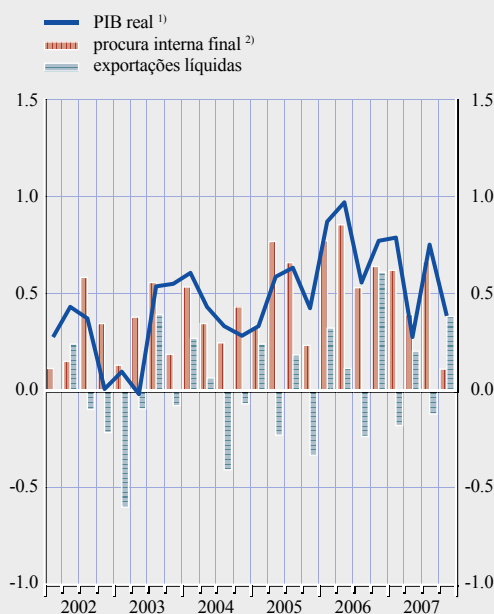
4) Incluindo aquisições líquidas de cessões de objectos de valor.

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

**Gráfico 30 Contributos para o crescimento trimestral do PIB real**

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

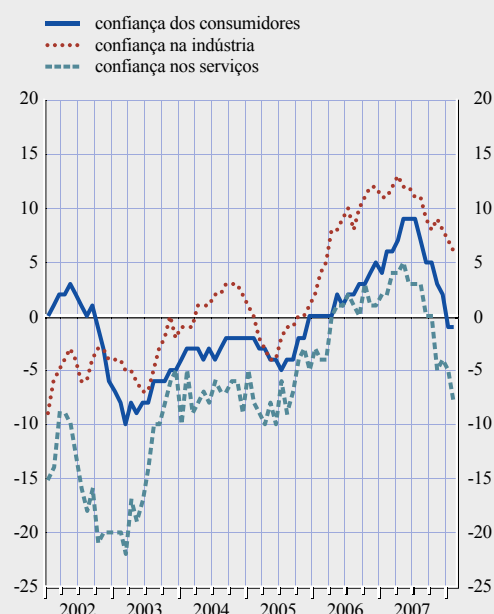
Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

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

2) Definida como procura interna excluindo variações de existências.

**Gráfico 31 Indicadores de confiança**

(saldos de respostas extremas; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.

Notas: Os dados apresentados são calculados como desvios da média ao longo do período desde Janeiro de 1985 para a confiança dos consumidores e a confiança na indústria e desde Abril de 1995 para a confiança nos serviços. Os dados referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

na redução significativa e constante da taxa de desemprego, que caiu para 7.1% em Dezembro, ou seja, o nível mais baixo dos últimos 25 anos. Esta tendência positiva reflecte o dinamismo dos fundamentos económicos da área do euro e, em particular, a rentabilidade empresarial e a robusta criação de emprego.

O consumo privado cresceu 1.4% em 2007, face a 1.8% em 2006. O crescimento do consumo em 2007 foi fortemente influenciado pelo aumento do IVA na Alemanha em Janeiro de 2007. Tal levou à antecipação de compras, particularmente de bens dispendiosos, como por exemplo, bens de consumo duradouro, para evitar o aumento do imposto. Assim, a taxa de crescimento homóloga do consumo privado da área do euro desceu acentuadamente para

1.4% no primeiro trimestre de 2007, face a 2.1% no quarto trimestre de 2006. O consumo das famílias recuperou nos meses seguintes, em linha com a melhoria no rendimento disponível real das famílias, resultante principalmente da evolução positiva do emprego e, em menor escala, do crescimento da riqueza real das famílias. A segunda metade do ano registou um enfraquecimento progressivo da confiança dos consumidores, aparentemente relacionado com a turbulência nos mercados financeiros, com preocupações acerca da conjuntura externa e com o aumento da inflação (ver Gráfico 31). Porém, a turbulência financeira deverá ter tido apenas um impacto directo limitado no consumo, embora tenha sido registada uma maior restritividade nos critérios aplicados à concessão de crédito ao consumo nos últimos

meses do ano, contrastando com uma menor restritividade líquida dos critérios observada nos trimestres anteriores.

Após uma forte recuperação em 2006, o crescimento do investimento total continuou robusto em 2007, situando-se em 4.4% no conjunto do ano. Contudo, o ritmo de crescimento registou uma moderação gradual ao longo do ano. A desaceleração foi mais pronunciada no investimento residencial, marcando o fim da fase expansionista do ciclo económico no sector da construção, no contexto de um abrandamento do crescimento dos preços da habitação. A desaceleração do investimento na habitação foi mais acentuada em alguns países que tinham registado um crescimento muito rápido nos anos anteriores. De acordo com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro, a procura líquida por parte das famílias de crédito à habitação diminuiu consideravelmente no quarto trimestre de 2007, reflectindo uma avaliação menos favorável das perspectivas para o mercado da habitação e a deterioração da confiança dos consumidores.

As exportações da área do euro registaram uma expansão robusta de 5.9% em 2007, reflectindo o forte crescimento da procura externa, apesar da rápida apreciação do euro observada durante o ano e da forte concorrência da China e de outros países asiáticos. As importações da área do euro também cresceram fortemente, impulsionadas pelo desempenho robusto do investimento empresarial e das exportações e também pela apreciação do euro. Globalmente, o comércio líquido deu um contributo positivo de 0.4 pontos percentuais para o crescimento do PIB.

Numa perspectiva sectorial, a actividade económica em 2007 foi principalmente suportada pelo desempenho sustentado dos serviços, tendo a taxa de crescimento homóloga deste sector diminuído ligeiramente de 2.5% em 2006 para 2.4% em 2007. O sector industrial (excluindo a construção) mostrou uma resistência considerável ao longo do ano, estreitamente relacionada com o crescimento robusto das

exportações, o que compensou o abrandamento da actividade na construção. O crescimento do valor acrescentado no sector da construção da área do euro diminuiu acentuadamente em 2007, particularmente, na segunda metade do ano. Como atrás referido, esta tendência resultou principalmente da deterioração das expectativas sobre os mercados da habitação, embora outras actividades de construção – incluindo a construção não residencial e a engenharia civil – tenham registado igualmente um crescimento mais lento.

#### **NOVAS MELHORIAS NO MERCADO DE TRABALHO**

A situação no mercado de trabalho da área do euro registou uma clara melhoria nos últimos anos. Em 2006, após anos de crescimento moderado, o emprego aumentou 1.5%. A criação de emprego registou igualmente um maior equilíbrio por grupos etários, sexo e qualificação<sup>7</sup>. Este forte crescimento do emprego continuou em 2007, sendo a taxa de crescimento anual, de 1.7%, a mais elevada desde 2001 (ver Quadro 4). Contudo, o crescimento do emprego diminuiu na segunda metade de 2007, reflectindo condições económicas mais fracas.

Numa perspectiva sectorial, o crescimento mais rápido do emprego em 2007 reflectiu, em parte, a forte criação de emprego no sector da construção, que registou uma taxa de crescimento homóloga de 4.3% no terceiro trimestre de 2007, face a 2.7% no conjunto de 2006. A contracção prolongada do emprego na indústria (excluindo a construção) terminou em 2007 quando foi observada, pela primeira vez desde 2001, criação líquida de emprego – embora muito moderada. O emprego nos serviços também cresceu mais rapidamente, aumentando para 2.2% no terceiro trimestre de 2007, face a uma média de 2.1% em 2006. Tal esteve principalmente relacionado com a evolução nos subsectores das finanças, empresas, comércio e transportes. Na segunda metade de 2007, estes subsectores dos serviços registaram um crescimento mais lento

<sup>7</sup> Para mais pormenores, ver a Caixa 8, na edição de Setembro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.



## Quadro 4 Evolução do mercado de trabalho

(variações em percentagem face ao período anterior; percentagens)

	2005	2006	2007	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
População activa	0.9	0.9	0.8	0.2	0.3	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.2	0.0
Emprego	0.9	1.5	1.7	0.3	0.4	0.4	0.6	0.2	0.4	0.6	0.5	0.3	0.2
Agricultura <sup>1)</sup>	-1.2	-1.6	.	0.3	-0.1	-1.0	0.4	-1.5	-0.9	1.0	-1.1	-1.5	.
Indústria <sup>2)</sup>	-0.3	0.6	.	-0.1	0.1	0.0	0.4	0.3	0.4	0.6	0.3	0.1	.
- excluindo construção	-1.4	-0.3	.	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.0	0.1	.
- construção	2.3	2.7	.	-0.1	0.4	0.4	1.3	0.9	1.5	1.7	1.0	0.0	.
Serviços <sup>3)</sup>	1.5	2.1	.	0.4	0.5	0.7	0.7	0.3	0.4	0.6	0.7	0.5	.
<b>Taxas de desemprego <sup>4)</sup></b>													
Total	8.8	8.2	7.4	8.8	8.7	8.6	8.4	8.1	7.9	7.6	7.4	7.3	7.2
Idade < a 25	17.2	16.1	14.8	17.2	16.8	16.8	16.2	15.7	15.8	15.0	14.7	14.6	14.4
Idade ≥ a 25	7.8	7.2	6.5	7.7	7.7	7.6	7.4	7.1	6.9	6.7	6.6	6.4	6.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

1) Inclui pescas, caça e silvicultura.

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

3) Exclui órgãos e organizações extraterritoriais.

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

do emprego, tal como o sector da construção, onde o abrandamento foi mais pronunciado. A evolução neste sector reflectiu o fim da fase ascendente do ciclo na habitação e noutras actividades de construção.

A taxa de desemprego, que começou a descer no início de 2005, situava-se em 7.9% no quarto trimestre de 2006, tendo voltado a cair em 2007, atingindo 7.1% no final do ano (ver Gráfico 32).

A descida média mensal do número de desempregados ao longo de 2007 situou-se em cerca de 80 000. De um modo geral, o desemprego mais baixo reflecte o crescimento do emprego associado às condições cíclicas, bem como o impacto das reformas no mercado de trabalho e a continuação da moderação salarial.

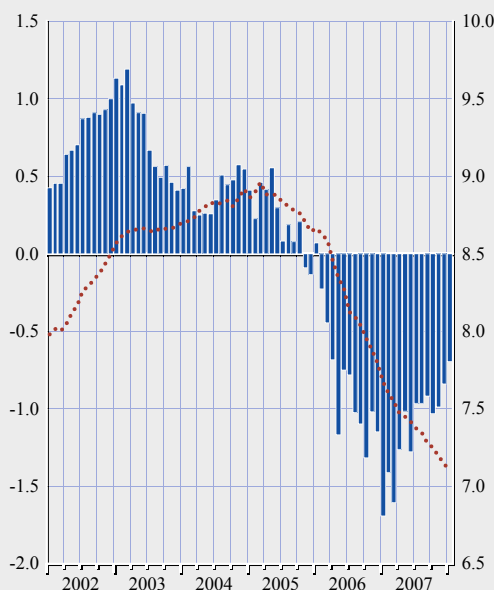
O crescimento da produtividade do trabalho no conjunto da economia, medida pelo PIB real dividido pelo emprego total, aumentou apenas 0.8% em 2007, face a 1.3% em 2006, quando a produtividade do trabalho atingiu no quarto trimestre o seu valor máximo, com uma taxa de crescimento homóloga de 1.6%. A aceleração da produtividade do trabalho registada em 2006, que esteve principalmente associada à fase ascendente do ciclo económico da área do

euro, teve curta duração e a taxa de crescimento homóloga caiu para 0.6% no quarto trimestre de 2007.

## Gráfico 32 Desemprego

(dados mensais; corrigidos de sazonalidade)

— variação homóloga em milhões (escala da esquerda)<sup>1)</sup>  
 ..... percentagem da população activa (escala da direita)



Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados referem-se à área do euro incluindo Chipre e Malta.

1) As variações homólogas não são corrigidas de sazonalidade.

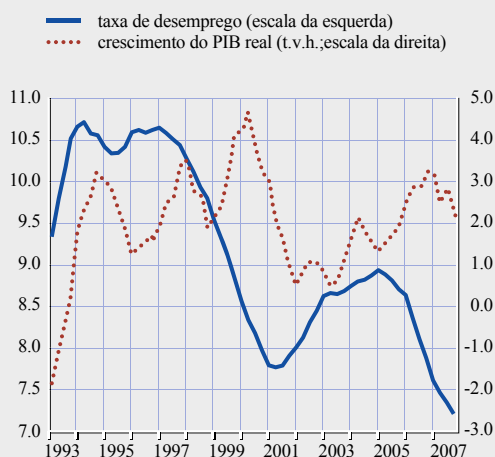
## DESCIDA DO DESEMPREGO NA ÁREA DO EURO NOS ÚLTIMOS ANOS

Nos últimos nove anos, o crescimento do emprego na área do euro registou uma taxa de crescimento média anual de 1.3%. Desde o segundo trimestre de 2003, a taxa de desemprego da área do euro caiu 1.5 pontos percentuais, situando-se em 7.2% em Dezembro de 2007. Esta descida reflecte não só a recuperação económica, mas também o efeito de uma evolução salarial moderada e sustentada, bem como de reformas no mercado de trabalho da área do euro.

É possível identificar dois períodos no que respeita à evolução do desemprego nos últimos anos (ver Gráfico A). No primeiro período, de meados de 2003 até ao início de 2005, a taxa de desemprego continuou a subir lentamente, apesar da aceleração na actividade. Tal seguiu-se a um período durante o qual a taxa de desemprego aumentou acentuadamente, de um valor mínimo de 7.8% em meados de 2001 para 8.7% em meados de 2003. No segundo período, desde o início de 2005 até 2007, a taxa de desemprego caiu acentuadamente, no contexto de um crescimento económico sustentado, tendo esta taxa voltado para um nível que não era registado desde o início da década de 80. Em termos absolutos, o desemprego desceu cerca de 1.6 milhões desde Junho de 2003, absorvendo o aumento registado entre meados de 2001 e meados de 2003. Esta caixa analisa a descida do desemprego na área do euro desde 2003, focando em particular os padrões por grupo etário, sexo, qualificação e duração.

### Gráfico A Taxa de desemprego e crescimento do PIB na área do euro

(percentagens; taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat

Nota: Desemprego em percentagem da população activa.

### Forte crescimento do emprego largamente responsável pela redução do desemprego

A redução do desemprego resultou do crescimento vigoroso do emprego. O emprego total tem crescido a uma taxa trimestral em cadeia média de 0.3% desde meados de 2003, face a apenas 0.1% entre meados de 2001 e meados de 2003. Tal corresponde a um aumento superior a 7.5 milhões de empregados. A nível sectorial, o sector dos serviços foi responsável por cerca de 85% do aumento do emprego, sendo o remanescente criado no sector da construção. O emprego na agricultura e na indústria excluindo a construção manteve uma tendência descendente.

É de salientar que a descida do desemprego ocorreu no contexto do aumento em curso da população activa, embora tenha mostrado sinais de alguma desaceleração nos últimos dois anos. Devido principalmente à crescente taxa de participação, o crescimento da população activa manteve-se sustentado desde o início de 2003, situando-se numa taxa homóloga média ligeiramente superior a 0.9%. Por outras palavras, o dinamismo do emprego desde 2003 não só absorveu o aumento da população activa, como levou a uma redução significativa do desemprego.

## Taxas de desemprego na área do euro por sexo, grupo etário e qualificações

(percentagens; pontos percentuais)

	Grupo etário	2003	2005	2007	Varição 2003-07
<b>Todos</b>	> 15	8.7	9.0	7.2	-1.5
<b>Homens</b>	> 15	7.7	8.2	6.5	-1.2
<b>Mulheres</b>	> 15	9.9	10.0	8.0	-1.9
<b>Jovens</b>	15-24	16.5	17.6	14.3	-2.2
<b>Mais idosos</b>	55-64	7.4	7.5	6.1	-1.3
<b>Qualificações</b>	25-64				
menos do que ensino secundário		10.3	10.2	9.1	-1.2
pelo menos ensino secundário		7.7	7.9	6.2	-1.5
ensino superior		5.2	5.0	4.0	-1.2
<b>Taxa de desemprego de longa duração</b>	> 15	44.2	45.4	44.4	0.2

Fonte: Eurostat

Nota: Os dados relativos a 2003, 2005 e 2007 referem-se a Junho, Março e Dezembro, respectivamente e são calculados a partir da taxa de desemprego harmonizada para todas as categorias excepto trabalhadores mais idosos, desagregação por qualificações e desemprego de longa duração, para as quais os dados se referem a Maio em todos os casos e são calculados a partir dos dados do Inquérito da UE às Forças de Trabalho.

### Todos os grupos beneficiam da melhoria no mercado de trabalho

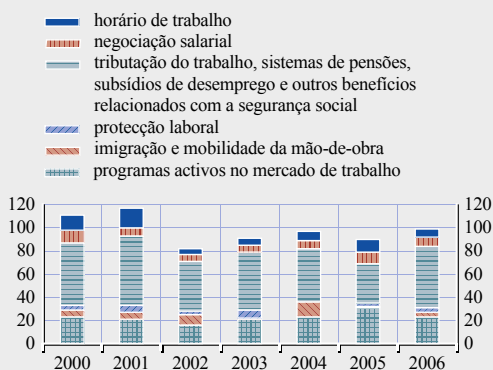
Todos os grupos com relevância registaram quedas na taxa de desemprego desde 2003, em particular algumas das categorias que têm sido mais afectadas pelo elevado desemprego, ou seja, os jovens e as mulheres. Contudo, as diferenças nas taxas de desemprego entre grupos ainda são significativas (ver quadro).

O desemprego dos jovens (indivíduos com idade inferior a 25 anos) – que na área do euro é cerca de duas vezes superior à taxa de desemprego total – diminuiu, de 16.5% em Junho de 2003 para 14.3% em Dezembro de 2007. Globalmente, cerca de um terço da redução total do desemprego é atribuível a este grupo. A taxa de desemprego feminina caiu 1.9 pontos percentuais para 8.0% entre Junho de 2003 e Dezembro de 2007, isto é, uma descida claramente mais pronunciada do que a observada para a taxa de desemprego masculina. Ambos os grupos, jovens e mulheres, continuaram a beneficiar do abrandamento da regulamentação aplicável a contratos a termo e à introdução de medidas destinadas a promover o emprego a tempo parcial, o que tem aumentado a empregabilidade destes grupos. Beneficiaram igualmente do aumento estrutural do emprego no sector dos serviços.

Um aspecto menos positivo consiste no facto de o rácio dos desempregados de longa duração em relação ao número total de desempregados se ter mantido aparentemente inalterado entre 2003 e 2007, num valor ligeiramente superior a 44%, muito elevado se comparado com outras áreas económicas. Contudo, o rácio dos desempregados há mais de um ano em relação ao desemprego total diminuiu 1.0 ponto percentual desde 2005. Tal indica que os indivíduos nesse grupo estão a beneficiar da recuperação económica com algum desfasamento. Como reflecte a tendência de descida, o desemprego de longa duração está igualmente a beneficiar das reformas no mercado de trabalho destinadas, em particular, a melhorar a empregabilidade dos grupos mais vulneráveis e a aumentar os incentivos ao trabalho.

### Gráfico B Intensidade das reformas na área do euro <sup>1)</sup> e distribuição por tipo de reforma, 2000-2006

(número de reformas promulgadas)



Fontes: Cálculos do BCE com recurso à base de dados LABREF.

1) Inclui a Eslovénia.

### São necessárias reformas adicionais e continuação da moderação salarial para encorajar uma nova descida do desemprego

De um modo geral, a redução do desemprego desde meados de 2003 tem sido significativa. A continuação sustentada desta redução nos próximos anos, para além da moderação salarial, necessitará das reformas em curso nos mercados de trabalho e do produto da área do euro. A Comissão Europeia compilou recentemente uma base de dados (denominada LABREF), que regista as principais características das iniciativas de política desde o ano 2000, focando em particular a sua concepção, âmbito e durabilidade<sup>1</sup>. O Gráfico B mostra que, em média, o número global de alterações de política nos mercados de trabalho da área do

euro se traduziu em cerca de 98 medidas aprovadas entre 2000 e 2006. Essas medidas têm sido principalmente tomadas no campo de políticas activas no mercado de trabalho (particularmente iniciativas que afectam os serviços públicos de emprego e formação), seguidas dos sistemas de pensões (respeitantes especialmente ao montante e aos critérios de elegibilidade) e tributação do trabalho (na forma de políticas que afectam principalmente a tributação do rendimento e as contribuições dos empregadores para a segurança social).

Embora muitos países da área do euro tenham efectuado progressos na adopção e implementação de reformas estruturais, são necessários novos esforços em diversas áreas de política. As reformas devem aumentar as oportunidades de emprego dos jovens e das mulheres em particular. Como tal, é essencial que cada país da área do euro elimine as distorções do mercado e implemente com rigor os programas de reforma nacionais, que estão no cerne do processo de Lisboa. Os progressos em termos da alteração da legislação de protecção ao emprego e a implementação de incentivos ao trabalho através de sistemas fiscais e de benefícios têm sido bastante limitados. Reformas vigorosas nestas áreas podem contribuir substancialmente para a flexibilidade dos mercados de trabalho e suportar a capacidade de ajustamento dos países da área do euro. São também necessários esforços acrescidos para completar e aprofundar o mercado interno de bens e serviços da UE e para fomentar a investigação e desenvolvimento e a inovação, de modo a aumentar a produtividade e as oportunidades de emprego. Além disso, são bem acolhidas as reformas dos sistemas de negociação salarial destinadas a eliminar a rigidez, dada a sua importância na redução dos diferenciais da taxa de desemprego entre grupos.

1 As reformas foram classificadas em oito principais dimensões de política, incluindo tributação no trabalho, sistemas de subsídios de desemprego (conjuntamente com outros benefícios relacionados com a segurança social), programas activos no mercado de trabalho, protecção laboral, sistemas de pensões, negociação salarial, organização dos horários de trabalho, políticas de migração e mobilidade da mão-de-obra; nestes amplos domínios de política, é analisado um conjunto total de 36 áreas de intervenção.

## 2.5 EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL

### CONTINUAÇÃO DA MELHORIA ORÇAMENTAL EM 2007

A evolução orçamental em 2007 continuou a ser relativamente favorável, devido sobretudo a uma actividade económica forte, a novas receitas inesperadas, a alguns esforços de consolidação e ao desaparecimento de factores temporários que tinham levado a um aumento do défice em 2006 na Itália. De acordo com os programas de estabilidade actualizados dos países da área do euro, o défice médio das administrações públicas na área do euro baixou de 1.5% do PIB em 2006 para 0.8% em 2007 (ver Quadro 5)<sup>8</sup>. Os défices na Itália e em Portugal, os dois países da área do

euro objecto de um procedimento relativo aos défices excessivos, desceram para 2.4% e 3% do PIB, respectivamente. No caso de Itália, de acordo com as estimativas mais recentes, o défice caiu para 1.9% do PIB. No caso da Bélgica, de acordo com as estimativas mais recentes, o rácio do défice situou-se em 0.1% do PIB e o rácio da dívida em 85.1% do PIB. Nenhum dos países participantes na área do euro registou um défice superior a 3% do PIB em 2007, o que já não se verificava desde 2000 (excluindo as receitas resultantes da venda de licenças de UMTS).

<sup>8</sup> Os valores para 2007 nos programas de estabilidade são baseados em estimativas, podendo, por conseguinte, diferir dos resultados finais.

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

(em percentagem do PIB)

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

	2005	2006	2007
Área do euro	-2.5	-1.5	-0.8
Bélgica	-2.3	0.4	-0.3
Alemanha	-3.4	-1.6	0.0
Irlanda	1.2	2.9	0.5
Grécia	-5.1	-2.5	-2.7
Espanha	1.0	1.8	1.8
França	-2.9	-2.5	-2.4
Itália	-4.2	-4.4	-2.4
Luxemburgo	-0.1	0.7	1.0
Países Baixos	-0.3	0.6	-0.4
Áustria	-1.6	-1.4	-0.7
Portugal	-6.1	-3.9	-3.0
Eslovénia	-1.5	-1.2	-0.6
Finlândia	2.7	3.8	4.5

**Dívida bruta das administrações públicas**

	2005	2006	2007
Área do euro	70.3	68.6	66.7
Bélgica	92.2	88.2	84.6
Alemanha	67.8	67.5	65.0
Irlanda	27.4	25.1	25.1
Grécia	98.0	95.3	93.4
Espanha	43.0	39.7	36.2
França	66.7	64.2	64.2
Itália	106.2	106.8	105.0
Luxemburgo	6.2	6.6	6.9
Países Baixos	52.3	47.9	46.8
Áustria	63.4	61.7	59.9
Portugal	63.7	64.8	64.4
Eslovénia	27.4	27.1	25.6
Finlândia	41.4	39.2	35.3

Fontes: Comissão Europeia (para 2005-06; no caso da Bélgica também para 2007), actualizações dos programas de estabilidade de 2007-08 (para 2007) e cálculos do BCE.

Nota: Os valores para 2007 nos programas de estabilidade são baseados em estimativas, podendo, por conseguinte, diferir dos resultados finais.

Comparando os valores de 2007 com os objectivos definidos nos programas de estabilidade actualizados apresentados no final de 2006 e no princípio de 2007, o défice médio da área do euro registou uma melhoria de 0.7 pontos percentuais do PIB. Este aumento deve-se, em grande medida, ao efeito de base, que reflecte resultados em 2006 melhores do que o esperado. O resultado para 2007 foram melhores do que o programado na maioria dos países, sobretudo na Alemanha, Luxemburgo e Finlândia.

Neste contexto, o rácio médio da dívida pública na área do euro desceu cerca de 2 pontos

percentuais para um nível de 66.7% do PIB, o nível mais baixo da dívida em percentagem do PIB desde o início da Terceira Fase da UEM em 1999. A França e os países com um nível de dívida baixo (Irlanda e Luxemburgo) constituíram a excepção a esta tendência decrescente. Além disso, em seis países, os rácios da dívida permaneceram acima do valor de referência de 60% do PIB. Não obstante os melhores resultados orçamentais, verificou-se um aumento na actividade de emissão de dívida pública na área do euro em 2007 (ver Caixa 7).

## Caixa 7

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

Num contexto de taxas de juro crescentes que caracterizou a maior parte do ano, a emissão líquida de títulos de dívida pública aumentou em 2007. O aumento foi consideravelmente forte no que se refere à emissão de títulos de curto prazo. Em termos líquidos, a taxa de crescimento da emissão de dívida pelas administrações públicas na área do euro situou-se em 2.8% em Dezembro de 2007, ou seja, apenas 0.4 pontos percentuais acima da taxa registada em 2006 (ver Quadro A)<sup>1</sup>. Contudo, o rácio da dívida pública em relação ao PIB baixou na maioria dos países da área do euro, no contexto de um crescimento económico mais forte.

Uma razão para o aumento em 2007 do peso na emissão de títulos de dívida pública de curto prazo relativamente aos títulos de dívida de longo prazo pode ser a subida das taxas de juro de longo prazo no primeiro semestre do ano. Desse modo, com as administrações públicas confrontadas com uma curva de rendibilidade bastante inclinada, a taxa de crescimento homóloga dos títulos

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

### Quadro A Títulos de dívida emitidos pela administração pública da área do euro

(percentagens; fim de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total da administração pública	3.4	2.7	3.2	5.0	5.5	5.8	4.6	2.4	2.8
<i>Longo prazo</i>	5.6	3.5	2.9	3.9	4.8	6.1	5.4	3.4	2.3
Taxa fixa		5.2	5.6	4.6	5.7	6.4	5.3	3.5	2.0
Taxa variável		-2.5	-13.4	-4.5	-1.6	7.0	8.3	3.0	5.4
<i>Curto prazo</i>	-16.5	-7.1	8.5	18.4	13.5	2.3	-3.9	-8.8	9.4

Fonte: BCE.



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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Administração central	96.9	96.7	96.3	95.5	94.7	94.3	93.9	93.5	93.5
<i>Títulos de longo prazo</i>	89.3	89.8	89.0	87.3	85.9	85.8	86	86.5	86.1
<i>Títulos de curto prazo</i>	7.6	6.9	7.2	8.2	8.9	8.5	7.8	7.0	7.4
Outros sub-setores da administração pública	3.1	3.3	3.7	4.5	5.3	5.7	6.1	6.5	6.5
<i>Títulos de longo prazo</i>	3.0	3.2	3.6	4.4	5.2	5.6	6.0	6.4	6.4
<i>Títulos de curto prazo</i>	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total da administração pública									
<i>Longo prazo</i>	92.3	93.0	92.7	91.7	91.1	91.4	92.1	92.9	92.5
Taxa fixa	79.2	81.1	82.5	82.1	82.2	82.7	83.2	84.0	83.3
Taxa variável	10.6	10.0	8.8	8.1	7.5	7.6	7.9	8.0	8.2
<i>Curto prazo</i>	7.7	7.0	7.3	8.3	8.9	8.6	7.9	7.1	7.5
Total das administrações públicas em EUR mil milhões	3 453.3	3 549.0	3 775.3	3 949.2	4 151.6	4 386.6	4 602.9	4 704.8	4 835.0

Fonte: BCE.

de dívida de longo prazo desceu de 3.4% em 2006 para 2.3% em 2007, ao passo que a dos títulos de dívida de curto prazo subiu acentuadamente, tornando-se mesmo positiva em 2007.

Uma análise da estrutura do saldo de títulos de dívida pública revela que a emissão destes títulos é predominantemente realizada pela administração central. Em 2007, esta foi responsável por 93.5% do saldo de títulos de dívida, tendo os outros subsectores da administração pública sido responsáveis pelos restantes 6.5%. Todavia, estes últimos tornaram-se mais activos com o tempo e a sua emissão de títulos de dívida quase duplicou entre 1999 e 2006, enquanto a emissão por parte da administração central baixou de forma constante ao longo do mesmo período.

Em geral, os países não alteraram a sua orientação de longo prazo na gestão da dívida. Em 2007, a dívida de longo prazo representou cerca de 92.5% do saldo de títulos de dívida, um valor ligeiramente inferior ao de 2006. A percentagem de títulos de dívida de curto prazo aumentou de 7.1% em 2006 para 7.5% em 2007 (ver Quadro B). O Quadro B indica também que, de longe, a maior proporção dos títulos de dívida pública de longo prazo foi emitida a taxa fixa. A percentagem de emissões a taxa variável aumentou ligeiramente em 2007 e, assim, prosseguiu a tendência ascendente iniciada em 2004.

Para ilustrar o efeito das taxas de juro crescentes sobre as despesas com juros referentes à dívida pública, a variação nos pagamentos de juros pode ser desagregada como se segue: i) um efeito decorrente de variações na dívida pública, ii) um efeito resultante de variações nas taxas de juro e iii) um efeito cruzado residual<sup>2</sup>. O Gráfico A mostra que em 2007, pela primeira vez desde 2000, houve um contributo positivo da variação das taxas de juro para a variação global dos

2 A variação nos pagamentos de juros,  $I$ , pode ser desagregada como se segue:

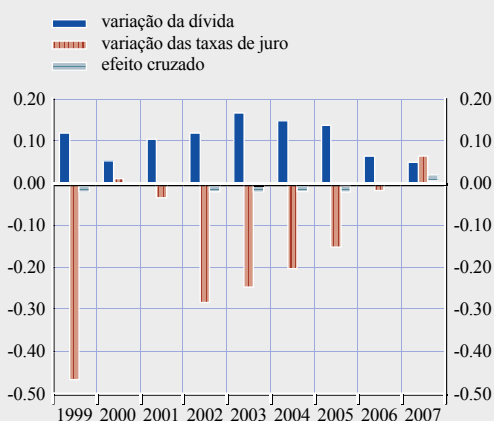
$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Efeito via} \\ \text{variação da} \\ \text{dívida} \end{array} \right. \left\{ \begin{array}{l} \text{Efeito via} \\ \text{variação das} \\ \text{taxas de juro} \end{array} \right. \text{Efeito cruzado} \\ \text{(residual)}$$

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

### Gráfico A Decomposição da variação dos pagamentos de juros

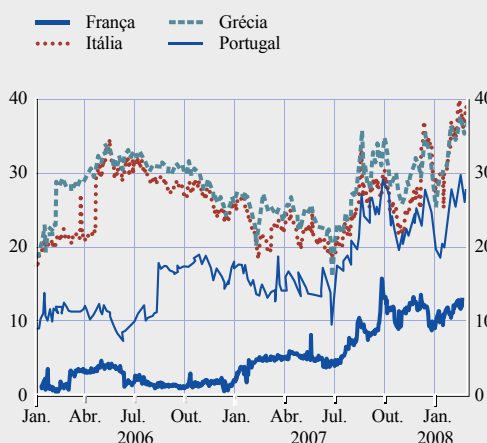
(em percentagem do PIB; dados anuais)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

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

(em pontos base; dados diários)



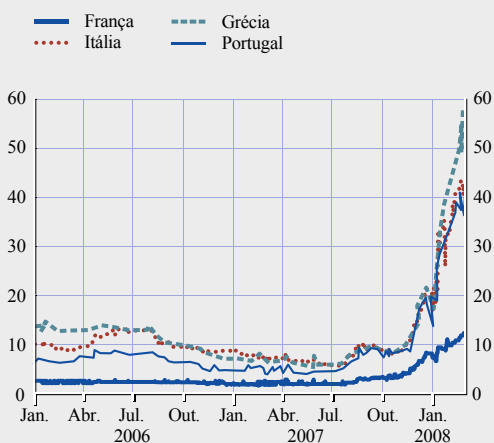
Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

pagamentos de juros. Além disso, o impacto da variação nas taxas de juro foi maior do que o efeito da variação da dívida.

Em termos de diferenças entre países, até à data, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos alemãs têm sido, em média, as mais baixas entre os países da área do euro, devido, principalmente, à sua elevada liquidez e ao correspondente estatuto de emitente de referência. O Gráfico B mostra os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, face às obrigações alemãs, nos países da área do euro, exceptuando a Alemanha, que eram objecto do procedimento relativo aos défices excessivos no final de 2006.

### Gráfico C Swaps de risco de incumprimento soberanos

(em pontos base; dados diários)



Fonte: Bloomberg.

As diferenças entre os países da área do euro no que diz respeito a taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública reflecte, em última instância, diferenças de liquidez e de risco de crédito. Durante 2007, foram observadas duas tendências distintas nos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública. No primeiro semestre do ano, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública registavam uma tendência descendente em alguns países da área do euro. No entanto, durante as perturbações nos mercados financeiros no segundo semestre de 2007 e como resultado da reavaliação dos riscos, registaram um aumento, sobretudo na Grécia, em França, Itália e Portugal. Os decréscimos observados em torno do final de Setembro

foram invertidos em Novembro, na sequência de novas preocupações dos investidores quanto às perturbações nos mercados de crédito.

Para confirmar o recente alargamento dos diferenciais de taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, o Gráfico C mostra os diferenciais de *swaps* de risco de incumprimento (*credit default swap* — *CDS*) soberanos. Por construção, os diferenciais CDS soberanos também podem ser considerados medidas do risco de crédito associado à detenção das obrigações de dívida pública correspondentes. Para o objectivo específico em questão, os diferenciais CDS soberanos têm a vantagem de não serem distorcidos por variações das obrigações de referência dos países em causa, de não serem afectados por qualquer desajustamento de prazos e de terem a tendência para serem mais sensíveis a variações no mercado. Em conformidade com a análise feita sobre os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, os diferenciais CDS para os países atrás referidos também aumentaram desde o Verão de 2007, tendo prosseguido a tendência ascendente no início de 2008.

O saldo orçamental estrutural médio (o saldo corrigido do ciclo excluindo medidas pontuais e outras medidas temporárias) na área do euro teve uma melhoria, passando de -1.2% do PIB em 2006 para -0.8% em 2007. Esta melhoria não reflectiu medidas concretas de consolidação no lado da despesa, mas antes um crescimento dinâmico das receitas fiscais superior e acima do crescimento que pode ser explicado pela evolução pressuposta das bases fiscais macroeconómicas. Numa análise por país, verificou-se uma melhoria substancial, de 0.5 pontos percentuais do PIB ou mais, nos saldos estruturais na Alemanha, Grécia, Itália, Portugal e Eslovénia. Em contraste, registou-se um relaxamento orçamental estrutural significativo, superior a um ponto percentual do PIB, na Irlanda e nos Países Baixos. Uma pequena maioria de países da área do euro atingiu ou continuou a realizar o seu objectivo orçamental de médio prazo em 2007.

#### **ESTAGNAÇÃO DA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL ESPERADA EM 2008**

Tal como constam dos programas de estabilidade actualizados apresentados no final de 2007, os planos orçamentais para 2008 nos países da área do euro indicam que o decréscimo observado desde 2004 no défice público médio na área do euro cessará, devendo o défice registar um

ligeiro aumento para 0.9% do PIB. A despesa e a receita pública diminuiriam aproximadamente o mesmo valor (0.25 pontos percentuais do PIB). Como se espera que o crescimento económico esteja em consonância com o seu potencial, a quase estabilização dos défices médios da área do euro reflecte um abrandamento ou mesmo uma inversão dos esforços de consolidação em alguns países e uma redução dos excedentes em outros. Neste contexto, espera-se que o rácio médio da dívida pública na área do euro desça menos rapidamente em 2008, cerca de 1.5 pontos percentuais, passando para 65.1% do PIB.

Mais especificamente, não são esperados progressos de consolidação substanciais no sentido de finanças públicas sólidas em França e em Itália, pelo que os défices globais destes países permanecerão bastante próximo do valor de referência de 3% do PIB, tal como em Portugal. O progresso em outros países que ainda não atingiram o respectivo objectivo de médio prazo seria, em média, relativamente limitado, verificando-se, em alguns casos, mesmo uma deterioração das posições orçamentais estruturais. Espera-se que o número de países que cumprirão os respectivos objectivos de médio prazo desça, na sequência das deteriorações orçamentais na Alemanha e na Irlanda.

### **MAIS AMBIÇÃO NOS ESFORÇOS DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL É ESSENCIAL**

De acordo com os programas de estabilidade actualizados, o enquadramento macroeconómico em 2008 mantém-se propício a um progresso rápido no sentido da realização dos objectivos de médio prazo estabelecidos pelos países da área do euro. O Pacto de Estabilidade e Crescimento estipula um valor de referência de 0.5% do PIB para as melhorias anuais do saldo orçamental estrutural nos países da área do euro, devendo o esforço de consolidação ser maior nos períodos mais favoráveis. Em Abril de 2007, os ministros do Eurogrupo reafirmaram o seu compromisso de prossecução de políticas orçamentais sólidas em conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Reconheceram que a área do euro estava a passar por um período favorável e comprometeram-se a utilizar plenamente o esperado enquadramento económico benigno e as receitas fiscais melhores do que o antecipado para acelerar o ritmo de redução do défice e da dívida. Os ministros do Eurogrupo assumiram o compromisso de que a maioria dos participantes na área do euro atingiria os seus objectivos de médio prazo em 2008 e 2009 e que todos deveriam visar fazê-lo, no máximo, até 2010. Espera-se que os países participantes que já atingiram os seus objectivos de médio prazo mantenham esta posição orçamental forte, para evitar um relaxamento orçamental em períodos favoráveis. Em Outubro de 2007, o Conselho ECOFIN acordou em diversas medidas bem acolhidas para melhorar a eficácia do Pacto de Estabilidade e Crescimento, em particular através do reforço da sua componente preventiva. Confirmou também a necessidade de cumprir o referencial de 0.5% do PIB por ano para a consolidação estrutural especificado no Pacto de Estabilidade e Crescimento. A incerteza em torno do impacto da turbulência observada nos mercados financeiros desde o Verão de 2007 na economia e no orçamento sugere que é necessária maior prudência na definição das políticas orçamentais.

Os países da área do euro ainda objecto de procedimentos relativos a défices excessivos devem reduzir, de uma forma sustentável, os

respectivos rácios do défice para valores inferiores ao valor de referência de 3% do PIB. Devem também respeitar o referencial de 0.5% do PIB para a melhoria do saldo estrutural e cumprir os requisitos de consolidação adicionais incluídos nas recomendações que lhes foram dirigidas pelo Conselho ECOFIN. Para evitar o risco de exceder o valor de referência para o défice num futuro próximo, é essencial continuar a progredir no sentido de finanças públicas sólidas, após a redução do défice para um valor inferior a 3% do PIB. Caso contrário, desenvolvimentos adversos podem fazer com que o défice volte, rapidamente, a exceder esse valor. As projecções actuais, tal como constam dos programas de estabilidade dos dois países objecto de um procedimento relativo aos défices excessivos, Itália e Portugal, indicam que os défices seriam inferiores a 3% do PIB em 2008, mas permaneceriam relativamente elevados, justificando maior consolidação.

Outros países da área do euro que não atingiram o seu objectivo de médio prazo em 2007 devem prosseguir uma estratégia de consolidação em conformidade com os requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Tal requer uma consolidação orçamental de 0.5% do PIB por ano, como valor de referência, devendo ser feitos maiores esforços se os países estiverem a atravessar um período favorável. Além disso, como atrás referido, os países da área do euro devem atingir o seu objectivo de médio prazo, o mais tardar, até 2010. Com base nos programas de estabilidade actualizados mais recentes, a observância destes compromissos políticos é, aparentemente, limitada. Em particular, não se espera que a Irlanda, a Grécia, a França e a Itália atinjam o respectivo objectivo de médio prazo até 2010 e, na Bélgica, em França, em Itália e na Áustria, o ajustamento orçamental estrutural em 2008 deverá ser inferior ao referencial de 0.5% do PIB. Estes desenvolvimentos são ainda mais decepcionantes tendo em conta que alguns países continuam a beneficiar de receitas excepcionalmente dinâmicas que melhoram os saldos orçamentais estruturais, se bem que a persistência das mesmas esteja longe de ser certa. O não cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento e dos compromissos políticos

recentes colocam em sério risco a credibilidade da componente preventiva do Pacto.

É aconselhável que todos os países da área do euro que ainda não atingiram o seu objectivo de médio prazo evitem políticas orçamentais pró-cíclicas, que fomentariam a inflação e os desequilíbrios macroeconómicos em períodos favoráveis. O funcionamento livre dos estabilizadores automáticos ajudaria a atenuar as flutuações macroeconómicas. Alguns países que atingiram o seu objectivo de médio prazo em 2007 planeiam afastar-se desta posição orçamental estrutural em 2008.

É necessária maior determinação nos esforços dos países da área do euro para atingir e manter finanças públicas sólidas, não só do ponto de vista da estabilização macroeconómica de curto prazo, permitindo o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos, como também porque existe a necessidade de melhorar a sustentabilidade orçamental de longo prazo. Um encargo menor com a dívida pública compensaria, em parte, a pressão sobre a despesa resultante do envelhecimento da população nas próximas décadas. Outras medidas necessárias para melhorar a sustentabilidade orçamental dizem respeito a reformas nos domínios da saúde e dos sistemas de pensões, bem como a um aumento da oferta efectiva de mão-de-obra. A não actuação atempada para tratar as consequências orçamentais do envelhecimento da população colocará a sustentabilidade orçamental em risco e aumentará os encargos das gerações futuras.

A indicação de que parte do crescimento dinâmico das receitas tem sido utilizada para patrocinar despesas adicionais em alguns países aponta para o risco de políticas orçamentais expansionistas e de repetição dos erros de política de 2000/01, período em que se verificou uma erosão das margens de segurança, fazendo com que vários países fossem objecto do procedimento relativo aos défices excessivos, quando as condições económicas se deterioraram (ver Caixa 8). A este respeito, se for bem concebido e rigorosamente implementado, um quadro orçamental nacional de médio prazo vinculativo pode ajudar a contrariar a pressão interna no sentido da utilização das receitas inesperadas em despesas adicionais ou na redução dos impostos e pode contribuir para a criação de uma margem orçamental suficientemente ampla abaixo do valor de referência de 3% do PIB. Para o efeito, as regras necessárias devem ser definidas *ex ante* e poderiam incluir regras no sentido da afectação dos excedentes de receitas extraordinárias à redução do défice e da dívida. Uma despesa maior em domínios prioritários ou cortes nos impostos e nas contribuições para a segurança social no sentido de aumentar a qualidade das finanças públicas devem ser essencialmente financiados através de reduções da despesa, para evitar aumentos da carga fiscal e/ou défices orçamentais. O incremento da eficiência no fornecimento de serviços públicos, em geral, e na administração pública, em particular, bem como nas estruturas da receita pública, é uma forma eficaz de liberar recursos orçamentais para fins mais produtivos.

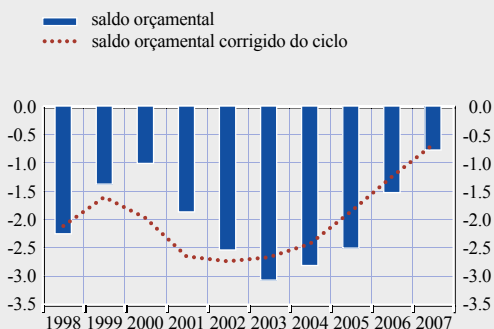
#### Caixa 8

#### LIÇÕES A TIRAR DA EXPERIÊNCIA DE 2000/01 EM TERMOS DE POLÍTICA ORÇAMENTAL

Em 2007, na área do euro, o défice das administrações públicas deverá ter descido para 0.8% do PIB. Excluindo o impacto das receitas da venda de licenças de UMTS, trata-se de um nível mais baixo do que o atingido em 2000, no pico do ciclo económico precedente (ver Gráfico A). Em termos prospectivos, um aspecto chave da política orçamental é evitar uma repetição das experiências da primeira metade da presente década, quando as posições orçamentais se

**Gráfico A Evolução orçamental, 1998-2007**

(em percentagem do PIB)

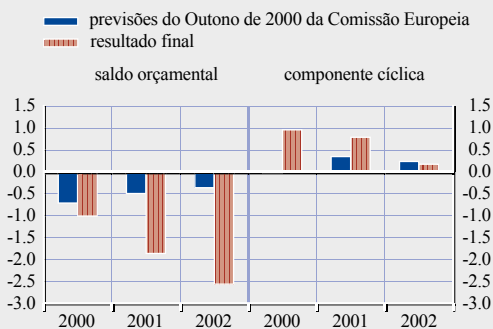


Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Nota: Os dados do saldo orçamental excluem receitas das vendas de licenças de UMTS.

**Gráfico B Saldo orçamental e componente cíclica**

(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia (base de dados AMECO) e cálculos do BCE.

Nota: Os dados do saldo orçamental excluem receitas das vendas de licenças de UMTS.

deterioraram rapidamente e vários países da área do euro incorreram em défices excessivos. A este respeito, a experiência passada evidencia uma tendência para a sobrestimação da força da posição orçamental subjacente em períodos favoráveis, o que exige uma política orçamental particularmente prudente quando as condições são propícias.

Em 1999/2000, no pico do último ciclo económico, vários países adoptaram medidas de política orçamental expansionistas (principalmente cortes nos impostos). Essas medidas foram consideradas “possíveis” tendo em conta as projecções económicas favoráveis e as estimativas das posições orçamentais (corrigidas do ciclo) subjacentes disponíveis na altura. Retrospectivamente, porém, considera-se que a força das posições orçamentais subjacentes dos países foi sobrestimada. Dado que a economia da área do euro entrou inesperadamente numa fase de abrandamento, os saldos orçamentais registaram uma deterioração acelerada e o défice em vários países rapidamente excedeu o valor de referência de 3% do PIB (ver Gráfico B, painel da esquerda).

Dois problemas técnicos dificultam a estimação precisa do “verdadeiro” saldo orçamental corrigido do ciclo. O primeiro relaciona-se com a dificuldade de avaliar em tempo real em que ponto no ciclo a economia se encontra. No Outono de 2000, a Comissão Europeia, bem como a maioria dos analistas profissionais, esperavam que a posição orçamental da área do euro continuasse a melhorar. Esta avaliação tinha por base o pressuposto de que o desvio do produto – e, por conseguinte, a componente cíclica do saldo orçamental – se encontrava perto de zero e que, num futuro próximo, as condições económicas continuariam a exercer uma influência positiva no saldo orçamental. Na realidade, a partir de 2001, a economia da área do euro entrou numa fase de abrandamento. Tal deu origem a revisões ex post consideráveis quer das estimativas para o desvio do produto quer para a componente cíclica do saldo orçamental (ver Gráfico B, painel da direita). Assim, o resultado final para 2000 reflectiu de facto um forte impacto cíclico positivo de cerca de 1% do PIB. Pelo contrário, o contributo do ciclo foi estimado em zero nesse ano.

O segundo problema está relacionado com a incerteza acerca do comportamento das receitas fiscais ao longo do ciclo económico. As metodologias actuais de previsão e de correcção do ciclo



pressupõem, em geral, que existe uma relação relativamente estável entre a taxa de crescimento das receitas fiscais e a taxa de crescimento do PIB ou, em metodologias desagregadas, a taxa de crescimento de outras bases macroeconómicas, que também são agregados das contas nacionais. Todavia, em períodos de expansão, ficou provado que o ritmo de crescimento dos impostos sobre os lucros e os ganhos de capital, em particular, é muito mais rápido do que o das bases macroeconómicas consideradas e que, depois, se verifica uma descida acentuada durante o subsequente abrandamento. A ocorrência e a magnitude de tais efeitos praticamente não podem ser previstas, uma vez que dependem de factores como o momento da realização dos ganhos de capital e regras fiscais complexas, que normalmente permitem que os lucros de determinado exercício sejam utilizados na compensação de perdas em exercícios anteriores. A desagregação das variações do rácio da receita pública em relação ao PIB desde 2000 sugere que as perdas de receita em 2000 e 2001 se deveram sobretudo a cortes dos impostos, tendo estes sido, depois, exacerbados por outros factores que reduziram as receitas fiscais, especialmente em 2002. Em contraste, em 2005 e 2006, o rácio da receita em relação ao PIB aumentou significativamente, não obstante uma certa falta de medidas de aumento dos impostos. O potencial para tais receitas desaparecerem num futuro próximo representa um risco descendente para as perspectivas orçamentais actuais.

Tendo em conta estas experiências, uma importante lição a tirar dos erros de 2000/01 é que é necessário cuidado para não interpretar as melhorias orçamentais em períodos favoráveis como sendo estruturais, mesmo que as variações nos saldos orçamentais corrigidos do ciclo apontem nesse sentido. Pelo contrário e tal como acordado na reunião do Eurogrupo de Abril de 2007, receitas fiscais inesperadamente elevadas devem ser afectadas à redução do défice e da dívida, em vez de serem utilizadas para aumentos da despesa ou cortes de impostos, potencialmente não sustentáveis.

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

### **O EURO CONTINUOU A APRECIAR-SE EM TERMOS EFECTIVOS EM 2007**

Após uma ligeira descida, no decurso de 2005, face ao seu máximo no final de 2004, a taxa de câmbio efectiva nominal do euro observou, em grande medida, uma recuperação em 2006. Inicialmente, o euro continuou a apreciar-se em 2007, com base no fortalecimento do dinamismo do ano anterior. A tendência para a apreciação foi brevemente interrompida entre Maio e meados de Agosto, altura em que os movimentos do euro se situaram dentro de uma margem relativamente estreita. No contexto das perturbações a nível mundial nos mercados financeiros, o euro depreciou-se em Agosto, registando depois uma apreciação forte ao longo do resto do ano. No final do ano, o euro, em termos efectivos nominais, situava-se num nível cerca de 6.3% mais forte do que

o registado no início de Janeiro e 8.2% acima do seu nível médio em 2006. A apreciação foi particularmente marcada face ao dólar dos EUA. Além disso, o euro também registou uma apreciação forte face à libra esterlina. Em relação ao iene japonês, ao renminbi chinês e ao franco suíço, a apreciação foi mais moderada.

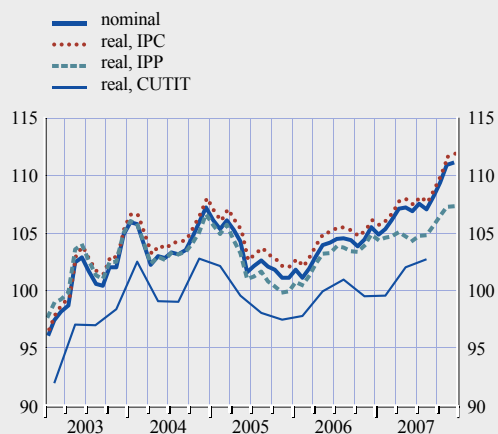
A apreciação do euro face ao dólar dos EUA foi, em grande medida, impulsionada por uma alteração, em favor da área do euro, da avaliação dos participantes no mercado no que se refere às perspectivas relativas das duas áreas económicas em termos do ciclo e pela evolução dos diferenciais de taxa de juro. Além disso, é provável que o défice persistentemente elevado da balança corrente dos Estados Unidos tenha contribuído de algum modo para a fraqueza da respectiva moeda. Nos primeiros meses do ano, a divulgação de dados relativamente robustos para a área do euro contrastou com um conjunto de dados para os Estados Unidos mais

contraditórios, o que levou a um estreitamento dos diferenciais de taxa de juro entre as duas áreas. De Maio a meados de Agosto, a taxa de câmbio euro/dólar dos EUA sofreu algumas flutuações devido à revisão por parte dos participantes no mercado da sua avaliação da força relativa das duas economias em termos do ciclo. Após um breve período inicial de depreciação, como resultado da turbulência financeira desencadeada por preocupações acerca das condições de liquidez nos mercados monetário e de crédito a nível mundial, o euro registou uma apreciação forte face à moeda dos Estados Unidos, de finais de Agosto a finais de Novembro. O enfraquecimento do dólar dos EUA esteve, aparentemente, relacionado com a revisão em baixa, por parte dos participantes no mercado, das expectativas para o crescimento da economia dos Estados Unidos, especialmente como reflexo da divulgação de dados mais fracos do que o esperado para os mercados da habitação e de trabalho desse país. Após ter atingido USD 1.49 em 27 de Novembro de 2007, a moeda única observou uma ligeira depreciação, situando-se em USD 1.47 em 31 de Dezembro de 2007, 11.8% mais forte do que no início desse ano.

O euro também se apreciou em relação ao iene japonês em 2007, num contexto de considerável volatilidade de curto prazo. Um dos principais factores que influenciou a evolução da moeda japonesa parece ter sido a mudança de atitude dos investidores internacionais face ao risco e as variações na percepção do interesse das transacções “carry trade”. As baixas taxas de juro japonesas e a volatilidade implícita historicamente baixa, combinadas com uma atitude favorável dos investidores internacionais face ao risco, terão contribuído para um aumento significativo do volume total de operações de “carry trade”. Em 13 de Julho, o euro atingiu um pico de JPY 168.68. Subsequentemente, esta tendência para a apreciação cessou no contexto da turbulência financeira a nível mundial, a qual deu origem a uma reavaliação do risco por parte dos investidores internacionais e terá contribuído para um desfazer significativo de operações de “carry trade”. De meados de Agosto a

**Gráfico 33 Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro <sup>1)</sup>**

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



Fonte: BCE.

1) Índices da taxa de câmbio efectiva face às moedas de 24 dos principais parceiros comerciais da área do euro (TCE-24). Um movimento dos índices das TCE-24 no sentido ascendente representa uma apreciação do euro. As últimas observações dos dados mensais são de Dezembro de 2007. No caso da TCE-24 real com base nos CUTIT, a última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2007 e baseia-se parcialmente em estimativas.

meados de Outubro, porém, o euro fortaleceu-se de novo face ao iene japonês, ao passo que, durante o resto do ano, os movimentos na taxa de câmbio euro/iene registaram uma volatilidade significativa, sem qualquer tendência precisa. Em 31 de Dezembro de 2007, o euro situava-se em JPY 164.93, um valor 5.1% mais elevado do que no início do ano.

O euro também registou uma apreciação significativa (de 9.2%) face à libra esterlina em 2007, tendo a maior parte da apreciação ocorrido no período entre Setembro e Dezembro. Em finais de Dezembro de 2007, o euro era transaccionado a GBP 0.73, o nível mais elevado desde a adopção da moeda única em 1999. O enfraquecimento da libra terá, alegadamente, estado relacionado com as expectativas do mercado de uma redução das taxas de juro pelo Bank of England, em resposta às perspectivas económicas e financeiras menos favoráveis.

O euro apreciou-se igualmente face às moedas de vários parceiros comerciais asiáticos, reflectindo, em parte, a ligação formal ou

informal dessas moedas ao dólar dos EUA. O euro registou uma apreciação significativa face ao won da Coreia (12.5%) e ao dólar de Hong Kong (12.1%) e, mais moderada, face ao dólar de Singapura (4.8%) e ao renminbi chinês (4.6%). A apreciação relativamente contida face à moeda chinesa reflecte, em certa medida, a aparente maior vontade das autoridades chinesas em permitirem uma apreciação mais forte da sua moeda face ao dólar dos EUA, em especial no final do ano. A apreciação do euro face a estas moedas foi parcialmente compensada pela depreciação do euro face ao zloti polaco (6.2%), ao dólar canadiano (5.4%), à coroa norueguesa (3.4%) e à coroa checa (3.1%).

As taxas de câmbio efectivas reais do euro – baseadas em diferentes medidas de preços e de custos – também se apreciaram durante 2007 (ver Gráfico 33). No último trimestre do ano, a taxa de câmbio efectiva real do euro baseada nos preços no consumidor situava-se cerca de 5.5% acima do nível observado um ano antes.

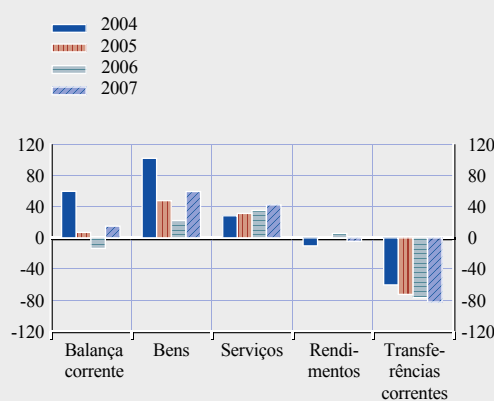
#### A BALANÇA CORRENTE PASSOU A REGISTRAR UM EXCEDENTE EM 2007

Em 2007, a balança corrente da área do euro registou um excedente de €15.0 mil milhões (ou 0.2% do PIB da área do euro), em comparação com um défice de €13.6 mil milhões em 2006. A alteração deveu-se, em grande medida, a um aumento do excedente de bens de €37.3 mil milhões e, em menor escala, a um aumento do excedente de serviços de €7.2% mil milhões. Estes excedentes foram apenas parcialmente compensados por uma passagem para défice da balança de rendimentos e uma subida do défice das transferências correntes (ver Gráfico 34).

Tendo registado taxas de crescimento excepcionalmente fortes em 2006, o valor do comércio extra-área do euro de bens registou um ritmo de crescimento mais lento em 2007. O valor das exportações de bens aumentou 8.1% em 2007, em comparação com um crescimento de 14.3% em 2006. Paralelamente, o crescimento das importações de bens registou uma desaceleração mais acentuada, de 17.0% em 2006 para 5.5% em 2007. Este foi um dos

**Gráfico 34 Saldo da balança corrente e suas componentes**

(dados anuais; EUR mil milhões; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: BCE.

principais factores subjacentes à melhoria global da balança corrente da área do euro. Em contraste, as importações e exportações de serviços tiveram um crescimento mais forte em 2007 do que em 2006, compensando em parte o crescimento mais fraco do comércio de bens.

De acordo com a desagregação do comércio de bens em volumes e preços, disponível até Novembro de 2007, a desaceleração da taxa de crescimento dos valores das exportações reflectiu sobretudo a evolução dos volumes de exportações. O crescimento da procura externa um pouco mais fraco e a apreciação do euro contribuíram para o abrandamento das exportações extra-área do euro no primeiro semestre do ano. No entanto, esta evolução pode também ser vista como sendo, em certa medida, uma normalização após um período de crescimento excepcionalmente forte no final de 2006. Subsequentemente, o crescimento dos volumes de exportações recuperou no terceiro trimestre de 2007, sobretudo como reflexo de uma recuperação da procura externa. A desagregação geográfica do comércio de bens da área do euro revela que as exportações para a Ásia (em especial, para a China) e para os países da Europa Central e de Leste continuou a registar um dinamismo considerável em 2007, no contexto de uma actividade económica forte

nestas regiões. Os volumes de exportações para os Estados Unidos baixaram em termos absolutos (ver Gráfico 35). Contudo, até ao momento, a apreciação do euro parece ter tido um impacto relativamente contido no desempenho das exportações da área do euro, sendo estas impulsionadas sobretudo pela continuação do crescimento robusto da procura externa. Por seu lado, os preços das exportações registaram um crescimento apenas moderado, indicando que as empresas da área do euro poderão ter ajustado as margens de lucro para compensar a menor competitividade de preços e custos, decorrente da apreciação do euro.

Do lado das importações, os volumes seguiram tendências semelhantes às dos volumes de exportações. Após um crescimento moderado no primeiro semestre do ano, registaram uma aceleração no segundo semestre, reflectindo a recuperação do investimento das empresas e a apreciação do euro. Entretanto, na sequência de uma descida significativa no final de 2006, os preços das importações recuperaram de

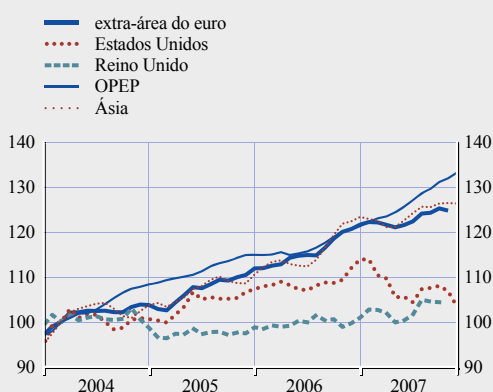
novo em 2007. Tal deveu-se principalmente aos aumentos substanciais dos preços do petróleo que foram, em parte, compensados pela apreciação do euro. No período cumulativo de 12 meses que terminou em Outubro de 2007, o défice do comércio de petróleo atingiu €161 mil milhões, face a €170 mil milhões registados um ano antes.

### DECRÉSCIMO DAS ENTRADAS LÍQUIDAS DE INVESTIMENTO DIRECTO E DE CARTEIRA EM CONJUNTO EM 2007

Na balança financeira, a área do euro registou entradas líquidas de €124 mil milhões em investimento directo e de carteira em conjunto em 2007, o que compara com entradas líquidas no montante de €140 mil milhões um ano antes. Esta descida reflectiu principalmente um decréscimo de entradas líquidas de investimento de carteira no valor de €44 mil milhões, que foi, em certa medida, compensado por saídas líquidas de investimento directo mais baixas, no montante de €28 mil milhões (ver Gráfico 36).

**Gráfico 35 Volumes de exportação da área do euro para parceiros comerciais seleccionados**

(índices: 2004 T1 = 100; dados corrigidos de sazonalidade; média móvel de três meses)

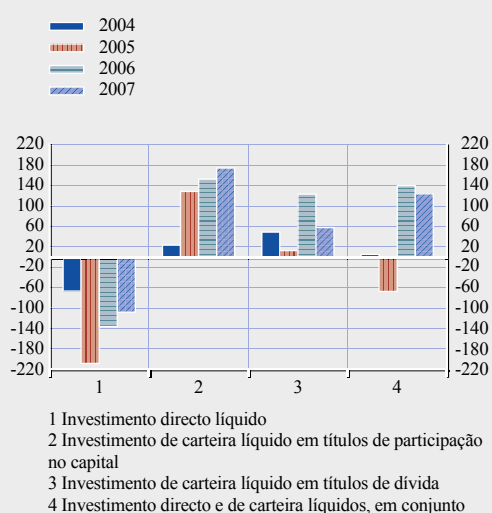


Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a Dezembro de 2007, excepto as relativas a extra-área do euro (Novembro) e Reino Unido (Outubro).

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

(dados anuais; EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

As entradas líquidas mais baixas de títulos de dívida, num total de €60 mil milhões, face a €124 mil milhões em 2006, representaram a maior parte do decréscimo das entradas líquidas de investimento de carteira e reflectiram sobretudo aquisições líquidas consideravelmente mais baixas de obrigações e outros títulos de dívida da área do euro por parte de investidores não residentes na área do euro. Todavia, tal oculta duas tendências distintas observadas no decurso de 2007. Após um aumento acentuado no princípio do ano, as entradas líquidas de instrumentos de dívida registaram, subsequentemente, uma diminuição.

Em relação aos títulos de participação no capital, a área do euro registou entradas líquidas mais elevadas em 2007, num total de €175 mil milhões face a €153 mil milhões em 2006. Tal deveu-se sobretudo a um montante consideravelmente mais baixo de aquisições líquidas de títulos de participação no capital estrangeiros por residentes na área do euro (uma descida de €156 mil milhões para €50 mil milhões), apenas parcialmente compensado pelo montante mais baixo de aquisições de títulos de participação no capital da área do euro por investidores estrangeiros.

No geral, os dados recentes parecem sugerir que a balança financeira da área do euro foi afectada pela turbulência nos mercados de crédito, que teve início em Agosto de 2007. Apesar de alguma recuperação em Outubro de 2007, os investidores estrangeiros e da área do euro terão, aparentemente, reduzido o respectivo investimento estrangeiro em títulos de dívida e de participação no capital, na sequência das perturbações financeiras, possivelmente como reflexo de estratégias de investimento estrangeiro caracterizadas por maior precaução.

No que se refere ao investimento directo, as saídas líquidas mais baixas em 2007 reflectiram principalmente entradas de investimento directo estrangeiro na área do euro mais elevadas. Ao mesmo tempo, o investimento directo no exterior por empresas da área do euro permaneceu relativamente forte. Tal reflectiu a maior

rendibilidade das empresas multinacionais da área do euro, a qual tem vindo a observar uma melhoria constante nos últimos anos. Além disso, as empresas da área do euro poderão ter tirado proveito da apreciação do euro para adquirirem activos no exterior.

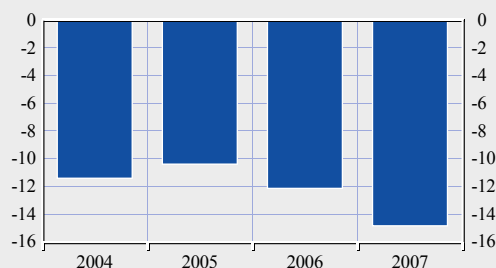
Com base nos fluxos acumulados ao longo de quatro trimestres, até ao final do terceiro trimestre de 2007, os principais destinatários do investimento directo da área do euro foram Estados Unidos, Reino Unido, centros financeiros *offshore*, Suíça e países que aderiram à UE desde 2004. Os Estados Unidos e o Reino Unido foram os maiores investidores na área do euro ao longo do mesmo período.

#### NOVA DETERIORAÇÃO DA POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL EM 2007

Os dados sobre a posição de investimento internacional da área do euro face ao resto do mundo, disponíveis até ao terceiro trimestre de 2007, indicam que a área do euro registou uma posição devedora líquida no valor de €1299 mil milhões (representando 14.8% do PIB da área do euro), o que compara com €1024 mil milhões (12.1% do PIB) no final de 2006 (ver Gráfico 37). Este aumento da posição devedora líquida em 2007 resultou principalmente de um aumento das posições devedoras líquidas de investimento de carteira (de €340 mil milhões) e de outro investimento (de €72 mil milhões), compensado por um aumento das posições

Gráfico 37 Posição de investimento internacional líquida

(em percentagem do PIB)



Fonte: BCE.

Nota: Os dados referem-se ao final do ano excepto para 2007 (terceiro trimestre).

credoras líquidas de investimento directo (de €80 mil milhões) e dos derivados financeiros (de €43 mil milhões). Os activos de reserva permaneceram praticamente inalterados.

Em termos gerais, o aumento da posição devedora líquida internacional da área do euro deveu-se, em larga medida, a efeitos de reavaliação resultantes de variações nos preços dos activos e de movimentos na taxa de câmbio do euro. Normalmente, uma apreciação do euro reduz o valor em euros dos activos mais do que o valor das responsabilidades e conduz a um aumento da posição devedora líquida.



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

#### ACTIVIDADE ECONÓMICA

O crescimento real do PIB nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro permaneceu robusto em 2007 (ver Quadro 6)<sup>9</sup>. Embora este padrão de actividade económica forte tenha sido amplamente observado nos vários países, as taxas de crescimento homólogas foram consideravelmente diferentes. O crescimento real médio anual do PIB foi mais elevado nos Estados Bálticos e na Eslováquia, onde se situou em torno de 8%. Na República Checa, Polónia e Roménia o crescimento real médio anual do PIB também foi muito forte, tendo-se situado entre 6.0% e 6.5%. O crescimento real do PIB na Dinamarca e na Hungria foi o mais baixo, 1.8% e 1.3%, respectivamente. Nos restantes países, nomeadamente Chipre, Malta, Suécia e Reino Unido, o crescimento manteve-se robusto, situando-se entre 2.8% e 4.4%.

Na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, a actividade económica foi impulsionada pela procura interna. O consumo privado foi estimulado por ganhos

crecentes em termos do rendimento disponível real, associados a subidas aceleradas dos salários e ao aumento do emprego. O crescimento da formação bruta de capital fixo beneficiou, entre outros factores, de um período prolongado de condições de financiamento favoráveis e de maiores entradas de fundos estruturais da UE em muitos países. Na maioria dos países, o rápido crescimento do crédito e uma orientação orçamental expansionista também contribuíram para o crescimento robusto da procura interna.

As exportações líquidas contribuíram negativamente para o crescimento na maioria dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, não obstante o crescimento sólido da procura externa, em virtude de a forte procura de importações ter ultrapassado o crescimento das exportações. O contributo das exportações

<sup>9</sup> Os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro referidos nesta secção compreendem os 14 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2007 (ou seja, Bulgária, República Checa, Dinamarca, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta, Polónia, Roménia, Eslováquia, Suécia e Reino Unido).

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

(taxas de variação homólogas (%))

	2004	2005	2006	2007	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Bulgária	6.6	6.2	6.1	.	6.2	6.6	4.5	.
República Checa	4.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.6
Dinamarca	2.3	2.5	3.9	1.8	3.9	-0.1	1.5	2.0
Estónia	8.3	10.2	11.2	.	10.1	7.6	6.2	.
Chipre	4.2	4.0	4.0	4.4	4.3	4.2	4.7	4.3
Letónia	8.7	10.6	11.9	10.4	11.1	11.1	10.6	8.6
Lituânia	7.3	7.9	7.7	8.8	7.6	7.6	11.6	8.2
Hungria	4.8	4.1	3.9	1.3	2.5	1.5	0.9	0.4
Malta	0.2	3.4	3.4	3.8	3.9	3.5	4.0	3.7
Polónia	5.3	3.6	6.2	6.5	6.7	6.7	6.0	6.7
Roménia	8.5	4.2	7.9	6.0	6.1	5.7	5.7	6.6
Eslováquia	5.2	6.6	8.5	10.3	8.7	9.7	10.7	12.2
Suécia	4.1	3.3	4.1	2.8	3.1	2.8	2.6	2.6
Reino Unido	3.3	1.8	2.9	3.1	3.1	3.2	3.3	2.9
UE11 <sup>1)</sup>	5.7	4.9	6.4	.	6.2	6.0	5.8	.
UE14 <sup>2)</sup>	3.8	2.7	3.9	.	3.8	3.5	3.6	.
Área do euro	2.1	1.6	2.8	2.6	3.1	2.4	2.6	2.2

Fonte: Eurostat.

Nota: Os dados trimestrais são corrigidos de sazonalidade, excepto para a Bulgária, República Checa, Malta e Roménia (não corrigidos de sazonalidade) e para a Hungria, Polónia, Suécia e Reino Unido (corrigidos de sazonalidade e dias úteis).

1) O agregado UE11 refere-se aos 11 países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007 (excepto a Eslovénia).

2) O agregado UE14 refere-se aos 14 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2007.

líquidas para o crescimento real do PIB foi significativamente positivo apenas na Hungria, em Malta, na Eslováquia e na Suécia. Em termos gerais, o crescimento das exportações em 2007 manteve-se robusto, embora, em comparação com 2006, tenha desacelerado na maior parte dos países. O crescimento das exportações foi apoiado pela procura forte em parceiros comerciais chave e por entradas consideráveis de investimento directo estrangeiro nos últimos anos, ao passo que o forte crescimento das importações foi suportado pela procura interna robusta e pelo conteúdo importado relativamente elevado das exportações.

Paralelamente à actividade económica mais forte, a situação no mercado de trabalho continuou a melhorar em 2007 na maioria dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. As taxas de desemprego continuaram a baixar, sobretudo em resultado do forte crescimento do emprego. As condições nos mercados de trabalho tornaram-se mais restritivas em muitos países, em particular, nos Estados Bálticos, na Dinamarca e no Reino Unido. Os fluxos de trabalhadores a nível internacional continuaram a afectar a oferta de trabalho em muitos países. A Bulgária, a

Letónia, a Lituânia, a Polónia e a Roménia terão, aparentemente, registado saídas de trabalhadores particularmente elevadas nos últimos anos. Em 2007, esse foi também o caso da Estónia. Estas saídas contribuíram para estrangulamentos e escassez de trabalhadores qualificados em alguns sectores das economias dos países, aumentando, desse modo, as pressões salariais. Em contraste, na República Checa, na Dinamarca, em Chipre, na Hungria, em Malta, na Eslováquia, na Suécia e no Reino Unido registaram-se fluxos de migração líquidos positivos.

#### EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

A inflação medida pelo IHPC aumentou significativamente em muitos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 2007 (ver Quadro 7). A inflação foi mais elevada (entre 4.9% e 10.1%) nos países com um crescimento rápido – Estados Bálticos, Bulgária, Hungria e Roménia – e situou-se próximo ou moderadamente acima da média da área do euro (entre 0.7% e 3.0%) na maior parte dos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. A inflação média situou-se abaixo de 2% na Dinamarca, em Malta, na

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

(taxas de variação homólogas (%))

	2004	2005	2006	2007	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Bulgária	6.1	6.0	7.4	7.6	5.3	4.7	9.0	11.2
República Checa	2.6	1.6	2.1	3.0	1.7	2.6	2.7	4.9
Dinamarca	0.9	1.7	1.9	1.7	1.9	1.5	1.0	2.2
Estónia	3.0	4.1	4.4	6.7	5.1	5.8	6.7	9.2
Chipre	1.9	2.0	2.2	2.2	1.4	1.8	2.3	3.2
Letónia	6.2	6.9	6.6	10.1	7.6	8.5	10.4	13.7
Lituânia	1.2	2.7	3.8	5.8	4.4	5.0	5.9	7.9
Hungria	6.8	3.5	4.0	7.9	8.8	8.5	7.3	7.1
Malta	2.7	2.5	2.6	0.7	0.8	-0.9	0.4	2.5
Polónia	3.6	2.2	1.3	2.6	2.0	2.3	2.4	3.7
Roménia	11.9	9.1	6.6	4.9	3.9	3.9	5.1	6.8
Eslováquia	7.5	2.8	4.3	1.9	2.1	1.7	1.4	2.4
Suécia	1.0	0.8	1.5	1.7	1.7	1.4	1.4	2.3
Reino Unido	1.3	2.1	2.3	2.3	2.8	2.6	1.8	2.1
UE11 <sup>1)</sup>	5.2	3.7	3.3	4.1	3.4	3.6	4.0	5.5
UE14 <sup>2)</sup>	2.6	2.6	2.6	2.9	2.9	2.8	2.5	3.3
Área do euro	2.1	2.2	2.2	2.1	1.9	1.9	1.9	2.9

Fonte: Eurostat.

1) O agregado UE11 refere-se aos 11 países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007 (excepto a Eslovénia).

2) O agregado UE14 refere-se aos 14 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2007.

Eslováquia e na Suécia em 2007, mas, também nestes países, registou uma subida em torno do final do ano, devido sobretudo aos aumentos dos preços das importações no que se refere aos produtos energéticos e alimentares.

A tendência ascendente da inflação nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 2007 deveu-se, em parte, a um aumento significativo dos preços dos produtos energéticos e alimentares. Além disso, o crescimento rápido da procura interna na maioria dos países intensificou as pressões inflacionistas subjacentes.

Os preços dos produtos energéticos aumentaram na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Os preços dos produtos alimentares também subiram significativamente, com os maiores aumentos a registarem-se nos Estados Bálticos, na Bulgária e na Hungria, reflectindo, em geral, condições meteorológicas adversas, os preços dos produtos alimentares nos mercados mundiais e a maior procura mundial. Além disso, a procura interna robusta continuou a contribuir para as pressões inflacionistas, em especial, nos países com um consumo privado elevado, alimentado por um forte crescimento do crédito, devido a taxas de juro reais negativas e a entradas substanciais de capital. As pressões inflacionistas deveram-se também ao forte crescimento dos salários em muitos países, dada a maior restritividade das condições dos mercados de trabalho. O crescimento dos salários nominais foi particularmente acentuado nos países com taxas de crescimento do produto mais elevadas (como os Estados Bálticos, Bulgária e Roménia), onde excedeu os ganhos de produtividade, gerando um ritmo rápido de crescimento dos custos unitários do trabalho (que, na maioria dos casos, registou valores de dois dígitos). As tendências dos preços das importações diferiram significativamente nos vários países, reflectindo, em parte, a evolução diferente das respectivas taxas de câmbio. Nos países que permitem um grau significativo de flexibilidade cambial, a apreciação da moeda teve um impacto, no geral, atenuante sobre os

preços das importações e – dado o nível de abertura relativamente elevado destes países – acabou por se reflectir na inflação global.

### **POLÍTICAS ORÇAMENTAIS**

Em 2007, as políticas orçamentais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuaram a ser heterogéneas. Bulgária, Dinamarca, Estónia, Chipre, Letónia e Suécia registaram excedentes orçamentais, ao passo que os restantes países registaram défices orçamentais (ver Quadro 8). Excluindo a Roménia e o Reino Unido, os resultados orçamentais em 2007 estiveram em consonância com, ou foram melhores do que, os objectivos orçamentais previstos nos programas de convergência actualizados apresentados no final de 2006 ou no início de 2007. Contudo, em muitos casos, tal deveu-se a uma posição de partida no final de 2006 que se revelou melhor do que o previsto nos programas e ao dinamismo das receitas fiscais, o que, por seu lado, pode ser, em parte, explicado por um crescimento do PIB mais rápido do que o inicialmente esperado. Os progressos na consolidação orçamental estrutural parecem ter estagnado na maior parte dos países. Segundo as estimativas, apenas Chipre, Hungria, Polónia e Suécia terão registado uma variação positiva no saldo orçamental corrigido do ciclo de, pelo menos, 0.5% do PIB (líquido de medidas extraordinárias e outras medidas temporárias) entre 2006 e 2007. Em contraste, a orientação orçamental em vários países chegou mesmo a ser objecto de relaxamento pró-cíclico, não obstante o crescimento forte do produto.

No final de 2007, República Checa, Hungria, Polónia e Eslováquia eram objecto de procedimentos relativos aos défices excessivos. De acordo com as actualizações de 2007-08 dos programas de convergência, o rácio do défice diminuiu em todos estes países em 2007, excepto na República Checa. No entanto, o Ministério das Finanças checo anunciou em Janeiro de 2008 que, segundo as estimativas, o défice para 2007 seria apenas 1.9% do PIB, em vez de 3.4%, como declarado no programa de convergência. Somente no caso da Eslováquia, o programa de convergência indicava que o

### 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

	2004	2005	2006	Dados do programa de convergência 2007
Bulgária	2.3	2.0	3.2	3.1
República Checa	-3.0	-3.5	-2.9	-3.4
Dinamarca	1.9	4.6	4.6	3.8
Estónia	1.8	1.9	3.6	2.6
Chipre	-4.1	-2.4	-1.2	1.5
Letónia	-1.0	-0.4	-0.3	0.3
Lituânia	-1.5	-0.5	-0.6	-0.9
Hungria	-6.5	-7.8	-9.2	-6.2
Malta	-4.9	-3.1	-2.5	-1.6
Polónia	-5.7	-4.3	-3.8	-3.0
Roménia	-1.5	-1.4	-1.9	-2.9
Eslováquia	-2.4	-2.8	-3.7	-2.5
Suécia	0.8	2.4	2.5	3.0
Reino Unido	-3.4	-3.3	-2.7	-3.0
UE11 <sup>1)</sup>	-4.0	-3.6	-3.4	-2.8
UE14 <sup>2)</sup>	-2.7	-2.3	-1.8	-1.9
Área do euro	-2.8	-2.5	-1.5	-0.8

#### Dívida bruta das administrações públicas

	2004	2005	2006	Dados do programa de convergência 2007
Bulgária	37.9	29.2	22.8	19.8
República Checa	30.4	30.2	30.1	30.4
Dinamarca	44.0	36.3	30.3	25.6
Estónia	5.1	4.4	4.0	2.7
Chipre	70.2	69.1	65.2	60.0
Letónia	14.5	12.5	10.6	9.4
Lituânia	19.4	18.6	18.2	17.6
Hungria	59.4	61.6	65.6	65.4
Malta	72.7	70.8	64.7	62.9
Polónia	45.7	47.1	47.6	47.0
Roménia	18.8	15.8	12.4	11.9
Eslováquia	41.4	34.2	30.4	30.6
Suécia	52.4	52.2	47.0	39.7
Reino Unido	40.4	42.1	43.2	43.9
UE11 <sup>1)</sup>	40.3	39.4	38.2	37.2
UE14 <sup>2)</sup>	41.9	42.1	41.6	40.7
Área do euro	69.6	70.3	68.6	66.7

Fontes: Comissão Europeia (para 2004-06), actualizações dos programas de convergência (para 2007) 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 valores para 2007 nos programas de convergência são estimativas dos governos nacionais, podendo, por conseguinte, diferir dos resultados finais.

1) O agregado UE11 refere-se aos 11 países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e em 1 de Janeiro de 2007 (excepto a Eslovénia).

2) O agregado UE14 refere-se aos 14 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2007.

rácio do défice voltaria a ser inferior ao valor de referência de 3% do PIB em 2007.

No que diz respeito às decisões principais do Conselho ECOFIN quanto aos procedimentos relativos aos défices excessivos em 2007, foram revogados os procedimentos em relação a Malta e ao Reino Unido, respectivamente em Junho e

Outubro, após o reporte de um rácio do défice inferior ao valor de referência de 3% do PIB para o exercício de 2006-07 e de melhorias no saldo estrutural. Em relação à Polónia, o Conselho ECOFIN adoptou, em Novembro de 2007, uma decisão em que se declarava que as medidas tomadas pelas autoridades polacas estavam em conformidade com as recomendações do

Conselho de Fevereiro de 2007; porém, o procedimento relativo ao défice excessivo não foram revogados por se considerar a correcção do défice excessivo vulnerável a riscos sérios.

Em 2007, o rácio da dívida pública manteve-se substancialmente abaixo de 60% do PIB na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Apenas em Malta e na Hungria, o rácio da dívida permaneceu acima do valor de referência de 60%, embora tenha descido em 2007. Na maior parte dos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, o rácio da dívida diminuiu ou manteve-se, no geral, inalterado.

#### EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em 2007, o saldo conjunto da balança corrente e de capital dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuou a variar consideravelmente entre países (ver Quadro 9), apesar de o quadro global revelar uma deterioração em comparação com 2006. Enquanto a Dinamarca e a Suécia reportaram

excedentes, os restantes países registaram défices. Em comparação com 2006, estes défices registaram sobretudo aumentos, excepto no que diz respeito à Hungria, Malta e Eslováquia. Os défices na Bulgária e na Letónia foram superiores a 20% do PIB e na Estónia, Lituânia e Roménia excederam 10% do PIB. Em Chipre, na Hungria, na Eslováquia e no Reino Unido o défice situou-se entre 4% e 8% do PIB. Os desequilíbrios externos na maioria dos países devem-se a défices nos bens, excepto nos casos da República Checa, Hungria, Polónia e Eslováquia, onde os défices das balanças de rendimentos – muitas vezes associados aos lucros reinvestidos de empresas detidas por estrangeiros – foram o factor mais importante.

Em muitos dos países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e 1 de Janeiro de 2007, os défices são, de certo modo, uma característica normal do processo de convergência, na medida em que reflectem oportunidades de investimento favoráveis e um alisamento intertemporal do consumo. Todavia, défices muito elevados

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

(em percentagem do PIB)

	Saldo da balança corrente e da balança de capital, em conjunto				Investimento directo líquido				Investimento de carteira líquido			
	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>
Bulgária	-5.8	-11.0	-15.0	-20.1	11.3	14.5	16.8	19.2	-2.1	-5.5	1.0	-0.6
República Checa	-5.7	-1.5	-2.8	-3.1	3.6	9.4	3.2	3.8	1.9	-2.7	-0.8	-1.0
Dinamarca	3.0	4.5	2.6	1.3	0.4	-1.3	-1.8	-3.8	-6.0	-4.4	-6.8	2.3
Estónia	-11.5	-9.3	-13.2	-15.0	5.8	15.6	3.5	3.2	6.0	-15.7	-8.1	-0.7
Chipre	-4.2	-5.4	-5.8	-7.1	2.5	3.8	3.6	5.9	7.2	-0.8	-4.2	-8.6
Letónia	-11.8	-11.2	-21.1	-24.2	3.8	3.6	7.4	7.7	1.6	-0.8	0.2	-1.5
Lituânia	-6.4	-5.9	-9.6	-11.8	2.3	2.7	5.1	6.6	0.9	-1.0	-0.8	-2.5
Hungria	-8.1	-6.0	-5.9	-4.4	3.3	5.0	3.9	-0.2	6.7	4.0	5.7	2.5
Malta	-4.6	-5.5	-3.7	-3.2	7.0	11.5	28.0	13.5	-37.7	-44.8	-39.2	-10.8
Polónia	-3.8	-1.3	-2.6	-2.9	4.8	2.3	2.9	3.7	3.7	4.1	-0.9	-2.2
Roménia	-7.5	-7.9	-10.5	-12.9	8.4	6.6	9.0	8.1	-0.7	1.0	-0.2	0.4
Eslováquia	-3.2	-8.5	-7.1	-4.8	3.3	4.8	6.8	3.6	2.1	-2.0	2.9	0.2
Suécia	6.8	6.9	6.3	6.7	-2.8	-4.5	1.7	-3.2	-6.3	-0.1	-5.1	-4.4
Reino Unido	-1.5	-2.4	-3.8	-4.9	-1.0	4.4	2.6	-1.0	-4.5	-2.4	-3.1	0.4
UE11 <sup>1)</sup>	-5.6	-4.2	-5.7	-6.1	4.9	5.2	4.9	4.5	2.7	0.9	0.0	-1.0
UE14 <sup>2)</sup>	-1.2	-1.4	-2.7	-3.6	0.2	3.3	2.7	-0.2	-3.2	-1.6	-2.9	-0.3
Área do euro	1.0	0.3	0.0	0.4	-0.9	-2.6	-1.6	-2.0	0.9	1.8	3.3	4.5

Fonte: BCE.

1) O agregado UE11 inclui o contributo ponderado dos 11 países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e 1 de Janeiro de 2007 (excepto a Eslovénia).

2) O agregado UE14 inclui o contributo ponderado dos 14 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 31 de Dezembro de 2007.

3) Os dados para 2007 referem-se à média de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2007. Os dados para Malta referem-se à soma acumulada de quatro trimestres até ao segundo trimestre de 2007.

das balanças correntes e de capital em alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro devem-se também a factores cíclicos e a uma procura interna dinâmica, o que aponta para riscos quanto à sustentabilidade de posições externas, particularmente se for acompanhado de uma deterioração da competitividade de custos e de preços a nível internacional e de um abrandamento do crescimento das exportações.

Em comparação com 2006, as entradas líquidas de investimento directo em 2007 diminuíram substancialmente na Dinamarca, Suécia e Reino Unido. Permaneceram relativamente estáveis para o agregado UE11, se bem que se tenha verificado uma descida pronunciada na Hungria, Eslováquia e Malta. Especialmente, no último país, a queda significativa pode ser considerada como uma normalização, após os níveis elevados registados em 2006. Embora as entradas de investimento directo tenham continuado a ser uma importante fonte de financiamento em vários Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, nos Estados Bálticos, na Hungria, na Roménia e no Reino Unido, o défice da balança básica, isto é, a soma do saldo conjunto da balança corrente e da balança de capital e das entradas líquidas de investimento directo, foi superior a 4% do PIB e, na Letónia, excedeu 15% do PIB. No que se refere às entradas líquidas de carteira, o saldo continuou a ser negativo ou, em geral, neutro em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, à excepção da Dinamarca e Hungria. Nestes dois países as entradas líquidas de investimento de carteira deveram-se a consideráveis entradas líquidas de dívida relacionadas, no caso da Hungria, com diferenciais de taxa de rendibilidade, enquanto os fluxos líquidos de títulos de participação foram negativos. Os fluxos líquidos de “outro investimento” foram, em grande medida, positivos na maioria dos países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 e 1 de Janeiro de 2007, reflectindo sobretudo empréstimos de bancos-mãe detidos por estrangeiros às suas filiais na região.

## **EVOLUÇÃO CAMBIAL**

Em 2007, a evolução cambial nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro reflectiu sobretudo os regimes cambiais de cada país. As moedas da Dinamarca, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Malta e Eslováquia, participaram no MTC II. Mantiveram uma banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$  em torno das respectivas taxas centrais face ao euro, excepto a coroa dinamarquesa, que tem uma banda mais estreita de  $\pm 2.25\%$ . A participação no MTC II está, em alguns casos, associada a compromissos unilaterais por parte dos países em questão, no sentido de manterem bandas de flutuação mais estreitas. Estes compromissos unilaterais não impuseram obrigações adicionais ao BCE. Em particular, foi acordado que a coroa estónia e a litas lituana poderiam aderir ao MTC II com os respectivos fundos de estabilização cambial em vigor. As autoridades de Malta expressaram a intenção de manter a taxa de câmbio da lira maltesa à sua taxa central face ao euro e as autoridades da Letónia decidiram manter a taxa de câmbio do lats letão à taxa central face ao euro, com uma banda de flutuação de  $\pm 1\%$ . Os acordos de participação relativos aos países cujas moedas aderiram ao MTC II depois de 2004 (ou seja, todos os países mencionados acima excepto a Dinamarca) têm por base vários compromissos de política assumidos pelas respectivas autoridades, os quais estão relacionados, nomeadamente, com a prossecução de políticas orçamentais sólidas, a promoção de moderação nos salários e de uma evolução salarial em linha com o crescimento da produtividade, a contenção do crescimento do crédito e a implementação de novas reformas estruturais.

A coroa dinamarquesa, a coroa estónia, a libra cipriota, a litas lituana e a lira maltesa permaneceram estáveis face ao euro em 2007 e foram transaccionadas continuamente às suas taxas centrais ou muito perto delas. Além disso, a libra cipriota e a lira maltesa foram irrevogavelmente convertidas ao euro na sequência do alargamento da área do euro em 1 de Janeiro de 2008.

Em contraste, a coroa eslovaca registou um grau de volatilidade relativamente elevado



**Quadro 10 Evolução no MTC II**

Moeda	Data de entrada	Taxa máxima	Taxa central	Taxa mínima	Desvio máximo (%)	
					Ascendente	Descendente
DKK	1 de Janeiro de 1999	7.62824	7.46038	7.29252	0.28	-0.03
EEK	28 de Junho de 2004	17.9936	15.6466	13.2996	0.00	0.00
CYP	2 de Maio de 2005	0.673065	0.585274	0.497483	1.21	0.00
LVL	2 de Maio de 2005	0.808225	0.702804	0.597383	0.98	-1.00
LTL	28 de Junho de 2004	3.97072	3.45280	2.93488	0.00	0.00
MTL	2 de Maio de 2005	0.493695	0.429300	0.364905	0.00	0.00
SKK	28 de Novembro de 2005	44.2233	38.4550	32.6868	11.78	0.00
SKK (pós-reavaliação)		40.7588	35.4424	30.1260	8.22	0.00

Fonte: BCE.

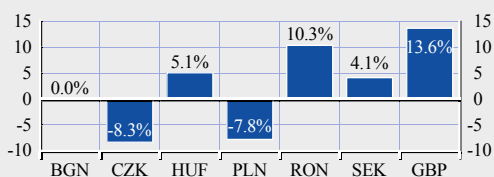
Nota: Um desvio descendente (ascendente) corresponde a um movimento no sentido da taxa mínima (máxima) e constitui um fortalecimento (enfraquecimento) da moeda face ao euro. A taxa central da coroa eslovaca registou uma reavaliação de 8.5% em 16 de Março de 2007. O período de referência para os desvios máximos apresentados face às respectivas taxas centrais no MTC II situa-se entre 2 de Janeiro de 2007 e 29 de Fevereiro de 2008.

(ver Quadro 10). No contexto de uma melhoria dos fundamentos macroeconómicos e de perspectivas económicas favoráveis, em meados de 2006, a coroa eslovaca entrou num período prolongado de apreciação que adquiriu maior dinamismo durante o mês de Fevereiro e na primeira quinzena de Março em 2007. No sentido de conter a volatilidade da taxa de câmbio e as pressões excessivas do mercado, o Národná banka Slovenska interveio, no início de Março, para enfraquecer a moeda. Em 19 de Março de 2007, a pedido das autoridades eslovacas, por acordo mútuo e seguindo um procedimento comum, a taxa central da coroa eslovaca foi reavaliada em 8.5% face ao euro. Devido às perspectivas mais moderadas para a inflação, o Národná banka Slovenska baixou, no final de Março e de Abril de 2007, a sua taxa de política num total de 50 pontos base, tendo esta passado para 4.25%, o que ajudou a estabilizar a coroa face ao euro. Desde Abril de 2007, a coroa eslovaca tem permanecido relativamente estável, flutuando em valores entre 5% e 8% superiores à sua nova paridade central. O lats também observou uma volatilidade mais elevada do que nos anos anteriores, embora as flutuações tenham permanecido dentro da banda estreita unilateral de  $\pm 1\%$  em torno da sua taxa central. Tendo sido transaccionado cerca de 1% acima da sua taxa central no MTC II na maior parte de 2006, o lats moveu-se para o lado mais fraco da sua banda estreita unilateral de flutuação por duas ocasiões (em meados de Fevereiro de 2007 e em Setembro de 2007).

O primeiro episódio ocorreu na sequência da descida na classificação atribuída, em 19 de Fevereiro de 2007, pela Standard & Poor's às perspectivas futuras para a Letónia – de estáveis para negativas – e de rumores de uma potencial desvalorização da taxa central no MTC II da moeda letã. Em meados de Março de 2007, o Latvijas Banka resolveu agir para evitar novos enfraquecimentos do lats, intervindo nos mercados cambiais e aumentando a taxa de refinanciamento de 5.0% para 5.5%, com efeitos a partir do final de Março de 2007, e para 6.0%, quase dois meses mais tarde. As taxas a um mês dos depósitos interbancários aumentaram de modo significativo, flutuando aproximadamente entre 100 e 400 pontos base acima da taxa de refinanciamento. Em Abril de 2007, as tensões nos mercados cambiais diminuíram de forma gradual, face ao compromisso das administrações públicas em implementar um plano anti-inflação, mas a taxa de juro a um mês permaneceu consideravelmente acima da taxa mínima de proposta do BCE. Em 12 de Maio de 2007, o lats atingiu de novo o lado mais forte da sua banda de flutuação de  $\pm 1\%$  e o banco central interveio no sentido de evitar uma nova apreciação. Em Setembro de 2007, o lats voltou de novo a estar sob pressão, na sequência da descida da classificação atribuída pela Moody's e de preocupações acerca de novos aumentos do défice da balança corrente e da inflação. O Latvijas Banka não interveio nesta ocasião, mas, no entanto, as condições no mercado monetário permaneceram restritivas.

**Gráfico 38 Variações na taxa de câmbio do euro face às moedas da UE não participantes no MTC II**

(percentagens)



Fonte: Cálculos dos especialistas do BCE.

Nota: Um valor positivo (negativo) representa uma apreciação (depreciação) do euro. As variações referem-se ao período entre 2 de Janeiro de 2007 e 29 de Fevereiro de 2008.

Passando à análise das moedas dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro que não participam no MTC II, a evolução foi consideravelmente diferente nos vários países (ver Gráfico 38). A coroa checa e o zloti polaco apreciaram-se face ao euro ao longo da maior parte de 2007 e situavam-se, em 29 de Fevereiro de 2008, respectivamente, 8.3% e 7.8% mais fortes face ao euro do que no início de 2007. Depois de um período de estabilidade relativa nos primeiros três trimestres de 2007, a libra esterlina enfraqueceu consideravelmente face ao euro devido à maior incerteza económica, a qual se pode, em parte, atribuir a perspectivas de crescimento económico menos favoráveis, associadas também a um enfraquecimento do mercado de habitação. Como resultado, em 29 de Fevereiro de 2008, a libra encontrava-se 13.6% abaixo do nível face ao euro registado em 2 de Janeiro de 2007. Devido tanto a factores internos como à força geral do euro, o leu romeno e a coroa sueca registaram também um período de fraqueza face ao euro, tendo descido, respectivamente, 10.3% e 4.1% no período em análise. Não obstante algumas flutuações, o forint húngaro permaneceu, em geral, inalterado em 2007, tendo registado uma ligeira depreciação no início de 2008. Em 25 de Fevereiro de 2008, o Magyar Nemzeti Bank, de mútuo acordo com o governo da Hungria, decidiu abolir as bandas de flutuação em torno do forint e introduziu um regime de câmbios flutuantes. Por último, o lev búlgaro permaneceu estável em BGN/EUR 1.95583, reflectindo a não alteração da política cambial

búlgara no âmbito do fundo de estabilização cambial baseado no euro.

### EVOLUÇÃO FINANCEIRA

Entre Janeiro de 2007 e Fevereiro de 2008, a evolução das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro<sup>10</sup> foi semelhante à da área do euro, com um aumento na primeira parte do ano, seguido de uma descida a partir de Agosto de 2007, no contexto das perturbações a nível mundial nos mercados financeiros.

Em Fevereiro de 2008, as taxas de juro de longo prazo nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro eram, em média, cerca de 25 pontos base mais elevadas do que no início de 2007, em comparação com um aumento de mais de 30 pontos base na área do euro. Os maiores aumentos verificaram-se na Bulgária (quase 100 pontos base), na República Checa, na Hungria e na Polónia (cerca de 80 pontos base), reflectindo em grande medida a deterioração das perspectivas de inflação. Embora tenham permanecido um pouco elevadas, as taxas de juro de longo prazo na Roménia baixaram 50 pontos base entre Janeiro de 2007 e Fevereiro de 2008.

Face às taxas da área do euro, os diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em Fevereiro de 2008 registaram uma evolução diversificada em comparação com o início do último ano. Os diferenciais de taxa de juro de longo prazo permaneceram comparativamente elevados na Roménia e na Hungria, situando-se em cerca de 340 e 280 pontos base, respectivamente. Nestes países, a evolução orçamental e os desequilíbrios externos contribuíram para manter os diferenciais das obrigações de longo prazo num nível elevado. Na Roménia, esta evolução deveu-se também às taxas de inflação mais elevadas nos últimos anos.

<sup>10</sup> Para a Estónia não está disponível uma taxa de juro de longo prazo comparável.

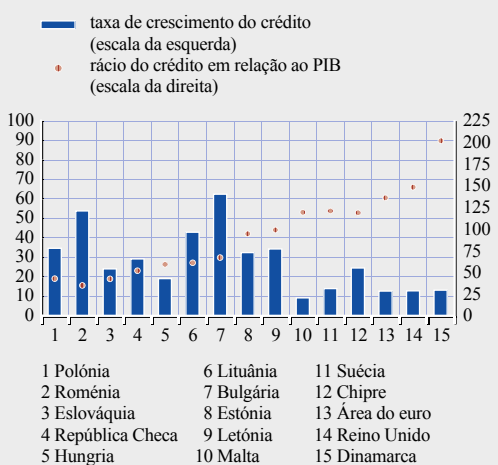
Em termos gerais, entre Janeiro de 2007 e Fevereiro de 2008, os mercados bolsistas na maioria dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro registaram um crescimento positivo. Os preços das acções subiram mais na Bulgária, em Chipre e na Roménia, ultrapassando claramente a evolução média dos índices bolsistas na área do euro, medida pelo índice Dow Jones EURO STOXX. Contudo, na Estónia e na Letónia, os preços das acções tinham descido, em finais de Fevereiro de 2008, para os níveis médios prevalecentes em 2006, depois de terem registado máximos históricos durante 2007. Inicialmente, os índices bolsistas na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro registaram descidas na sequência das perturbações nos mercados financeiros durante os meses do Verão, dado que alguns investidores retiraram os seus activos dos mercados accionistas para melhorarem a sua liquidez global. O sentimento negativo nas bolsas de valores observou uma ligeira melhoria em Setembro e Outubro de 2007. Todavia, mais tarde, os mercados de títulos na maioria dos países da UE14 registaram

nova descida devido a uma apetência pelo risco mais baixa a nível mundial, em linha com os mercados accionistas da área do euro e outras economias importantes.

Em 2007, o crescimento do crédito ao sector privado permaneceu elevado em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Na parte final de 2007, o crescimento homólogo do crédito pareceu estabilizar em muitos países, reflectindo, em parte, o aumento das taxas de juro bancárias. Contudo, continuou a acelerar em alguns países, como a Bulgária, República Checa, Lituânia e Polónia. A taxa de crescimento do crédito foi mais dinâmica nos países que registam um crescimento rápido, Bulgária, Estados Bálticos, Polónia e Roménia, tendo-se situado entre 32% e 62% no final de 2007. Em Chipre, na República Checa, na Hungria e na Eslováquia, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao sector privado situou-se entre 19% e 29% em 2007. À excepção de Chipre, a rápida expansão do crédito nestas economias deve ser vista no contexto do aprofundamento financeiro. De facto, em todos os países da UE11, excluindo Chipre e Malta, os rácios do crédito ao sector privado em relação ao PIB permaneceram muito abaixo da média da área do euro. No entanto, a rápida expansão do crédito também acarreta riscos, dado que contribui em alguns países para uma procura interna forte e, desse modo, para desequilíbrios externos e internos excessivos. Além disso, a percentagem elevada e crescente do endividamento denominado em moeda estrangeira é particularmente preocupante em vários países. Na Dinamarca, na Suécia e no Reino Unido, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao sector privado situava-se em cerca de 13% no final de 2007.

**Gráfico 39 Crédito ao sector privado em 2007**

(percentagem)



Fontes: BIS, BCE, Eurostat, Central Bank of Cyprus e Bank of England.

Notas: Os dados referem-se ao crédito interno ao sector não monetário excluindo as administrações públicas. Quanto ao crescimento do crédito em 2007 para cada país, foi utilizado o mês disponível mais recente. Os dados do Reino Unido têm por base uma definição nacional.

## **POLÍTICA MONETÁRIA**

O objectivo primordial da política monetária em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro é a estabilidade de preços. Contudo, as estratégias de política monetária diferem consideravelmente de país para país (ver Quadro 11).

**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>
Bulgária	Objectivo para a inflação	Lev da Bulgária	Objectivo cambial: ligação cambial ao euro a uma taxa de BGN 1.95583 por euro, no contexto de um fundo de estabilização cambial.
República Checa	Objectivo para a inflação	Coroa checa	Objectivo: 3% ( $\pm 1$ p.p.) até ao final de 2009 e 2% ( $\pm 1$ p.p.) subsequentemente. Taxa de câmbio flutuante controlada.
Dinamarca	Objectivo cambial	Coroa dinamarquesa	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 2.25\%$ em torno da taxa central de DKK 7.46038 por euro.
Estónia	Objectivo cambial	Coroa estónia	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno 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	Participava no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno 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 torno da taxa central de LVL 0.702804 por euro. A Letónia mantém uma margem de flutuação de $\pm 1\%$ como compromisso unilateral.
Lituânia	Objectivo cambial	Litas lituana	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno 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	Forint húngaro	Objectivo para a inflação: 3% ( $\pm 1$ p.p.) como objectivo de médio prazo. Taxa de câmbio flutuante desde Fevereiro de 2008, quando foi abandonada a ligação cambial ao euro.
Malta	Objectivo cambial	Lira maltesa	Participava no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno da taxa central de MTL 0.429300 por euro. Malta mantinha 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.), (aumento de 12 meses do IPC). Taxa de câmbio flutuante.
Roménia	Objectivo para a inflação	Leu romeno	Objectivo para a inflação: 4%, 3.8% e 3.5%, com $\pm 1$ p.p. para o final de 2007, 2008 e 2009, respectivamente. Taxa de câmbio flutuante controlada.
Eslováquia	Objectivo para a inflação dentro das condições do MTC II	Coroa eslovaca	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em torno da taxa central de SKK 35.4424 por euro. O objectivo para a inflação para o período 2006-2008 é fixado num valor inferior a 2.5% para o final de 2006 e inferior a 2% no final de 2007 e 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.

Em 2007, a política monetária e os regimes cambiais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro mantiveram-se praticamente inalterados, embora tenham sido efectuados alguns aperfeiçoamentos nos quadros de política monetária em alguns países, tendo em vista a futura integração monetária. Porém, em Fevereiro de 2008, a Hungria aboliu a sua ligação cambial ao euro e passou a funcionar inteiramente no quadro de um objectivo para a inflação com um regime de câmbios flutuantes.

No que respeita às decisões de política monetária entre Janeiro de 2007 e Fevereiro de 2008, a maior parte dos bancos centrais que participam no MTC II adoptaram medidas destinadas a aumentar a restritividade das condições da política monetária. Estas reflectiram muitas vezes as decisões do BCE, que, em 2007, aumentou, em duas etapas (em Março e Junho), a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema num total de 50 pontos base, tendo esta passado para 4.0%.

O Българска народна банка (o banco central nacional da Bulgária), o Eesti Pank e o Lietuvos bankas não têm taxas de política oficiais, uma vez que possuem fundos de estabilização cambial, ajustando-se automaticamente às taxas estabelecidas pelo BCE. Contudo, dada a inflação forte, vários BCN tomaram medidas adicionais. O banco central nacional búlgaro aboliu, com efeitos a partir de Janeiro de 2007, a obrigação de constituição de reservas adicionais a que os bancos que ultrapassassem determinados limites de crescimento do crédito estavam sujeitos. Paralelamente, para atenuar o crescimento forte do crédito, decidiu aumentar as reservas mínimas em 400 pontos base para 12%. Confrontado com uma volatilidade crescente da taxa de câmbio nominal do lats letão, com uma inflação persistentemente muito elevada e com um sobreaquecimento da procura interna, o Latvijas Banka aumentou, nos primeiros cinco meses de 2007, a sua taxa de refinanciamento num total de 100 pontos base, tendo esta passado para 6.0%, e a taxa da facilidade de cedência de liquidez num total de 150 pontos bases, tendo

esta passado para 7.5%, e interveio também por várias ocasiões nos mercados cambiais. Não obstante o aumento das taxas de juro de política, as taxas de juro reais de curto prazo (nos quatro países atrás referidos) permanecem negativas, no contexto de um rápido crescimento real do PIB, das crescentes pressões inflacionistas e dos grandes e persistentes desequilíbrios externos.

Na sequência das decisões de política monetária do BCE, o Danmarks Nationalbank aumentou, em duas etapas, a sua taxa de cedência de liquidez, que passou para 4.25%. Em 12 de Março e 6 de Junho de 2007, o Central Bank of Cyprus aumentou, de cada vez, as taxas de juro aplicadas às facilidades de cedência de liquidez e de depósito em 25 pontos base, tendo estas subido para 5.00% e 3.00%, respectivamente. Estas decisões do banco central cipriota destinavam-se a estabelecer gradualmente uma margem de um ponto percentual entre estas duas taxas e a taxa principal de refinanciamento, que permaneceu em 4.5%. Em Dezembro de 2007, a taxa principal de refinanciamento foi reduzida em 50 pontos base e, dessa forma, passou a estar realinhada com a taxa equivalente de 4.0% em vigor na área do euro. Em 25 de Janeiro, bem como em 29 de Maio de 2007, o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta aumentou a sua taxa de intervenção central em 25 pontos base, tendo esta passado para 4.25%. Estas decisões foram tomadas no contexto de novos decréscimos das reservas externas e de um estreitamento acentuado, em favor da lira maltesa, do diferencial de taxas de juro de curto prazo face ao euro, decorrente sobretudo do aumento das taxas de juro na área do euro. Em Dezembro de 2007, a taxa de política principal foi reduzida em 25 pontos base e, assim, passou a estar realinhada com a da área do euro. As últimas decisões sobre as taxas de juro tomadas pelos bancos centrais nacionais de Chipre e de Malta inseriram-se nos respectivos preparativos finais para a sua adesão à área do euro em 1 de Janeiro de 2008. Com base em perspectivas mais moderadas acerca da inflação, o Národná banka Slovenska baixou a taxa aplicada às operações de reporte num total de 50 pontos base, tendo esta passado para 4.25%, em 25 de Abril de 2007

(e aumentou o corredor entre as taxas *overnight* e essa taxa).

As decisões de política monetária dos BCN com objectivos estabelecidos para a inflação e que não participam no MTC II diferiram entre os vários países, como reflexo sobretudo das suas diferentes posições no ciclo e perspectivas de inflação. Face às crescentes pressões inflacionistas e a uma revisão em sentido ascendente das suas previsões para a inflação em 2007 e 2008, o Česká národní banka aumentou a sua taxa principal de refinanciamento quatro vezes em 2007, num total de 100 pontos base, tendo esta passado para 3.5%. O Narodowy Bank Polski aumentou a sua principal taxa de política, em quatro etapas e num total de 100 pontos base, tendo esta passado para 5%. Em Janeiro e Fevereiro de 2008, a mesma taxa foi de novo aumentada, num total de 50 pontos base, tendo passado para 5.5%. Considerou-se que era necessária uma maior restritividade face à probabilidade de a inflação exceder os objectivos, devido ao crescimento real do PIB acima do potencial, ao crescimento elevado dos salários e dos custos unitários do trabalho e ao relaxamento da política orçamental. O Sveriges Riksbank aumentou a sua taxa de política principal em cinco etapas, num total de 125 pontos base, tendo esta passado para 4.25% em Fevereiro de 2008, no sentido de um retorno das previsões de inflação ao objectivo de 2%.

Em 2007, o Bank of England aumentou a sua taxa de política principal por três ocasiões (num total de 75 pontos base), tendo esta passado para 5.75%, principalmente face a um crescimento firme e a uma inflação elevada. Contudo, subsequentemente, baixou a mesma em 50 pontos base, tendo esta passado para 5.25%. As últimas decisões foram tomadas face a sinais de um dinamismo mais fraco do crescimento.

Contrariamente ao observado na maioria dos países, o Magyar Nemzeti Bank baixou a sua taxa de juro principal em duas etapas (num total de 50 pontos), tendo esta passado para 7.5%, por considerar atingível o objectivo de

médio prazo para a inflação. Em 2007, tendo em consideração uma melhoria das perspectivas de inflação e uma apreciação da taxa de câmbio nominal mais forte do que o esperado, a Banca Națională a României reduziu a sua taxa de juro principal em quatro etapas (num total de 175 pontos base), tendo esta atingido 7.0% em Junho de 2007. No entanto, em Outubro de 2007 e Janeiro e Fevereiro de 2008, a taxa de política foi aumentada num total de 200 pontos base, tendo subido para 9.0%, na sequência da deterioração das perspectivas para a inflação, decorrente de choques tanto do lado da oferta como a procura.





## CAPÍTULO 2

# OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS

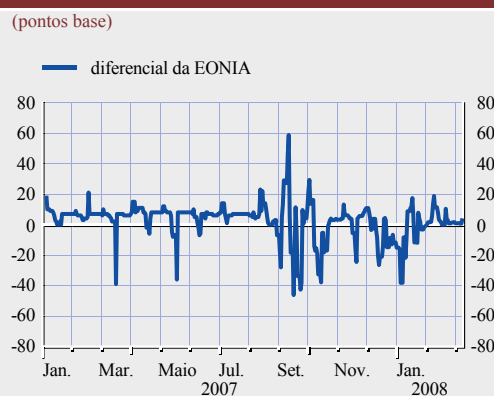
# I OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

## I.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

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

Em duas ocasiões em 2007, 8 de Março e 6 de Junho, o Conselho do BCE aumentou a taxa mínima de proposta em 25 pontos base, para 3.75% e 4.00%, respectivamente. Tal como em ocasiões anteriores desde a alteração do quadro operacional em Março de 2004, estas mudanças nas taxas de juro não influenciaram as condições de liquidez ou a taxa de juro *overnight* do mercado monetário de forma notória antes de terem efectivamente entrado em vigor. Tal ilustrou o facto de o quadro alterado ter ajudado de forma significativa a proteger as taxas de juro de muito curto prazo do mercado monetário do impacto das expectativas de alterações na orientação da política monetária. Contudo, após 9 de Agosto de 2007 o Eurosistema enfrentou um dos períodos de maior desafio para a implementação da política monetária desde a introdução do euro, altura em que a turbulência nos mercados financeiros com origem no mercado de crédito hipotecário de alto risco (*sub-prime*) dos EUA se repercutiu no mercado monetário do euro. Horas após a escassez de liquidez no mercado monetário do euro na manhã de 9 de Agosto, o Eurosistema reagiu cedendo €95 mil milhões de liquidez adicional ao mercado à taxa de juro directora de 4.00% numa operação ocasional de regularização

Gráfico 40 Diferencial da EONIA



Fonte: BCE.

pelo prazo *overnight*. Este foi o maior volume de sempre colocado numa operação deste tipo. Subsequentemente, as operações de mercado aberto do Eurosistema continuaram a ser fortemente influenciadas pela turbulência até ao final de 2007. A Caixa 9 descreve as medidas operacionais específicas que o Eurosistema utilizou para fazer face às tensões no mercado monetário e sublinha o papel do quadro de activos de garantia no apoio à implementação da política monetária neste período de volatilidade do mercado financeiro.

Um indicador particularmente importante para avaliar o êxito do BCE na orientação das taxas de juro de muito curto prazo é o diferencial entre a taxa de juro *overnight* do mercado monetário, medida pela EONIA (índice *overnight* médio do euro), uma importante taxa de referência para o mercado monetário, e a taxa mínima de proposta nas OPR (ver Gráfico 40). Em 2007, este diferencial da EONIA situou-se, em média, em 3 pontos base, abaixo dos 8 pontos base observados em 2006. Ao mesmo tempo, a volatilidade do diferencial da EONIA, medida pelo desvio padrão, aumentou para 12 pontos base em 2007, face a 5 pontos base no ano anterior. Estes desenvolvimentos reflectem sobretudo a conjuntura mais volátil do mercado a partir de 9 de Agosto: pese embora o BCE tenha conseguido, de facto, orientar a taxa média

*overnight* para um valor relativamente próximo da taxa mínima de proposta ao longo do ano, tal foi acompanhado por um aumento do desvio padrão do diferencial da EONIA de 6 pontos base, antes de 9 de Agosto, para 17 pontos base, a partir dessa data. Durante o mesmo período, o nível médio do diferencial desceu de 6 pontos base para -3 pontos base.

### NECESSIDADES DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO

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

Em 2007, as necessidades de liquidez diárias médias do sistema bancário da área do euro

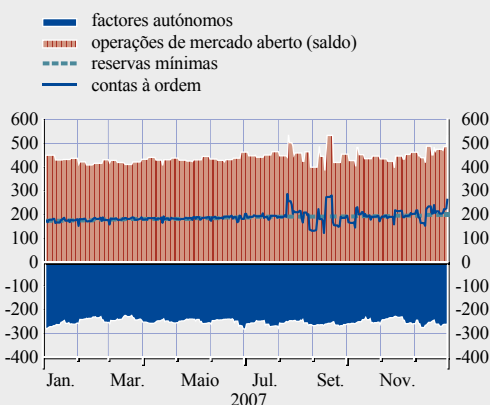
(ver Gráfico 41) ascenderam a €441.5 mil milhões, 5% acima do valor registado em 2006. O principal motivo para o aumento foi o crescimento continuado das reservas mínimas médias, de 14%, para €187.4 mil milhões, apenas parcialmente compensado por uma diminuição nos factores autónomos de 2%, para €252.2 mil milhões. Entre os factores autónomos, a circulação monetária aumentou de forma significativa, embora a taxa de crescimento tenha descido para 9%, de 11% em 2006. O impacto de absorção de liquidez do crescimento das notas foi, contudo, mais do que compensado por outros factores autónomos. Embora as reservas excedentárias médias nos períodos de manutenção terminados em 2007 tenham aumentado €0.2 mil milhões, para €0.9 mil milhões, permaneceram negligenciáveis em termos relativos em 0.5% das reservas mínimas.

### REGIME DE RESERVAS MÍNIMAS

As instituições de crédito na área do euro devem constituir reservas mínimas em contas correntes no Eurosistema. Tal como tem acontecido desde 1999, as reservas mínimas ascenderam a 2% da base de incidência das instituições de crédito em 2007. É o crescimento da base de incidência, determinada por certas responsabilidades de curto prazo nos balanços das instituições de crédito, que explica o referido aumento de 14% do montante total de reservas mínimas durante 2007. Devido ao facto de, para qualquer período de manutenção, o Eurosistema remunerar as reservas a uma taxa que corresponde à média da taxa marginal das OPR, o regime de reservas mínimas não impõe custos notórios ao sector bancário. Ao mesmo tempo, cumpre duas importantes funções no quadro operacional para a implementação da política monetária: primeira, estabiliza as taxas de curto prazo do mercado monetário, dado que as reservas mínimas têm de ser cumpridas apenas em média ao longo do período de manutenção, permitindo às instituições de crédito regularizar fluxos de entrada e saída de liquidez temporários e inesperados nas respectivas contas; segunda, aumenta o défice de liquidez do sistema bancário, ou seja, a necessidade geral dos bancos de refinanciamento do Eurosistema.

**Gráfico 41** Factores de liquidez na área do euro em 2007

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

### OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO

O Eurosistema utiliza OPR, ORPA e operações ocasionais de regularização para gerir a situação de liquidez no mercado monetário. Todas as operações de cedência de liquidez têm de ser totalmente garantidas. As OPR são operações regulares com uma frequência semanal e normalmente um prazo de uma semana. São o principal instrumento para gerir a situação de liquidez no mercado e sinalizar a orientação da política monetária. Em 2007 foram conduzidas sob a forma de leilões de taxa variável com uma taxa mínima de proposta, que constitui a taxa directora de política monetária do BCE. Embora um vasto conjunto de contrapartes (1693 no final de 2007) seja elegível para estas operações, participaram, de facto, em média, 338 em 2007, ou seja, 10% menos do que em 2006 (377). Até 8 de Agosto, o BCE colocou, em média, €292 mil milhões nas OPR. Cedeu liquidez num valor superior em €1000 milhões à colocação de

referência, que é o montante que permite às contrapartes cumprir as suas reservas mínimas de forma regular até à liquidação da OPR seguinte<sup>1</sup>, em todas as ocasiões à excepção de uma (quando o montante colocado excedeu o de referência em €2 mil milhões). O BCE continuou, portanto, a política iniciada em Outubro de 2005 de ceder liquidez ligeiramente acima do montante de referência a fim de contrariar pressões ascendentes visíveis sobre o diferencial da EONIA. Depois de 9 de Agosto, a colocação média caiu para €200 mil milhões, reflectindo a cedência de liquidez adicional em ORPA suplementares (ver adiante e Caixa 9).

<sup>1</sup> A colocação de referência permite às contrapartes, de um modo agregado, manter contas correntes próximo das suas reservas mínimas, tendo em conta necessidades de liquidez previstas e desequilíbrios de liquidez já acumulados no mesmo período de manutenção. Para uma definição exacta da colocação de referência, ver a caixa intitulada “Publicação da colocação de referência nas operações principais de refinanciamento” na edição de Abril de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

### Caixa 9

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

##### Fornecimento de liquidez mais cedo no período de manutenção de reservas

Nas suas operações de mercado aberto, o Eurosistema fornece, normalmente, liquidez de forma a permitir às instituições de crédito manter depósitos à ordem no Eurosistema com montantes próximos das reservas mínimas que lhes são exigidas e, desse modo, cumprirem as mesmas, proporcionalmente, ao longo do período de manutenção. Tal é possível colocando montantes, nas operações principais de refinanciamento (OPR), próximos do montante de referência. O objectivo desta política de colocação é manter as taxas de muito curto prazo próximo da taxa oficial principal, ou seja, a taxa mínima de proposta aplicada às OPR do Eurosistema. No entanto, depois de as perturbações nos mercados financeiros se terem repercutido no mercado monetário *overnight* do euro na manhã de 9 de Agosto de 2007, as instituições de crédito terão, aparentemente, passado a preferir cumprir as reservas mínimas relativamente cedo no período de manutenção, face a indicações de um volume decrescente de transacções nos segmentos de mais longo prazo do mercado monetário.

No sentido de atingir o seu objectivo para as taxas de juro de muito curto prazo, o BCE procedeu ao “fornecimento antecipado” de reservas, ou seja, aumentou a oferta de liquidez na parte inicial do período de manutenção e reduziu a mesma na parte final<sup>1</sup>. Este fornecimento antecipado de

<sup>1</sup> Antes mesmo das perturbações, o Eurosistema já tinha procedido a um fornecimento antecipado de reservas, fornecendo montantes de liquidez ligeiramente acima do montante de colocação de referência para as OPR. Contudo, o nível de fornecimento antecipado foi muito maior durante o período de perturbações, como ilustra o gráfico.

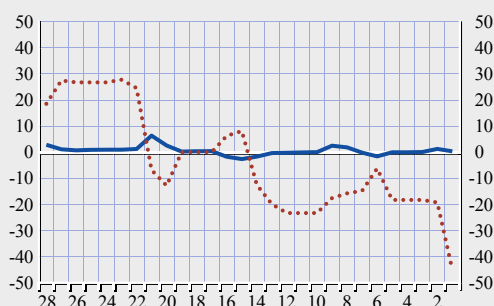


reservas nos primeiros dias após 9 de Agosto foi possível injectando liquidez adicional através de quatro operações ocasionais de regularização pelo prazo *overnight*, tendo sido realizada uma quinta operação ocasional de regularização no início de Setembro. A partir de então, a liquidez adicional no início do período de manutenção foi sobretudo fornecida através das OPR regulares. Em todos os casos, a liquidez fornecida na totalidade do período de manutenção não sofreu alterações, tendo apenas sido ajustados os diferentes momentos do seu fornecimento. Tal é ilustrado pela trajectória do excedente de reservas diário, isto é, a diferença entre os depósitos à ordem das instituições de crédito e as reservas mínimas no decurso de um período de manutenção (ver gráfico). Nos períodos de manutenção anteriores a Agosto de 2007, o excedente de reservas diário era, em média, quase zero, ao passo que, nos períodos de manutenção subsequentes, passou a situar-se muito acima de zero no início dos períodos e muito abaixo no final dos mesmos.

### Excedente de reservas diário no decurso de um período de manutenção

eixo dos x: número de dias até ao final do período de manutenção  
eixo dos y: excedente de reservas diário em EUR mil milhões observado em média

— excedente de reservas diário (períodos de manutenção terminados entre Agosto de 2005 e Agosto de 2007)  
..... excedente de reservas diário (períodos de manutenção terminados entre Setembro de 2007 e Fevereiro de 2008)



Fonte: BCE.

Em 8 de Outubro e 23 de Novembro, o BCE anunciou<sup>2</sup> (através das agências de notícias) que iria reforçar esta política de “fornecimento antecipado” e que orientaria a liquidez no sentido de condições mais equilibradas também durante o período de manutenção, se tal fosse necessário para manter as taxas de curto prazo próximo da taxa mínima de proposta. Em consonância com esta comunicação, o BCE foi, de modo constante, colocando montantes significativamente acima do montante de referência para as OPR e, sempre que se começava a observar uma pressão descendente considerável sobre a taxa *overnight*, conduziu operações ocasionais de regularização destinadas a absorver liquidez. Para além das habituais operações ocasionais de regularização no último dia do período de manutenção, essas operações ocasionais de regularização de absorção de liquidez foram realizadas em 12 de Outubro, 7 de Dezembro, 17 de Dezembro e, como se refere adiante, por volta do final do ano. Em 14 de Janeiro de 2008, o BCE confirmou que continuaria a sua política de fornecimento antecipado durante tanto tempo quanto o necessário.

### Operações de refinanciamento de prazo alargado suplementares

A volatilidade nos mercados financeiros aumentou, aparentemente, a preferência dos bancos pela redução das respectivas necessidades de liquidez futuras, o que levou a tensões significativas no mercado monetário, não só no segmento de curto prazo, como também no de longo prazo, onde se reportou um volume de transacções muito baixo. Para ajudar a normalizar as condições, o Eurosistema aumentou a percentagem de refinanciamento proporcionado através das operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) com um prazo de três meses, tendo, ao mesmo tempo, reduzido a percentagem fornecida através das OPR com o prazo de uma semana. Assim,

<sup>2</sup> A lista completa das declarações do BCE encontra-se disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.



o montante total de refinanciamento em curso permaneceu inalterado, embora os prazos médios tenham aumentado, reduzindo temporariamente, desse modo, as necessidades de liquidez futuras do sector bancário. Mais especificamente, em 23 de Agosto e 12 de Setembro, foram realizadas duas ORPA suplementares com um prazo de três meses, nos montantes de €40 mil milhões e €75 mil milhões, respectivamente. Dado que as ORPA mensais regulares foram conduzidas como habitualmente, o montante total de refinanciamento proporcionado pelas ORPA aumentou de €150 mil milhões (três colocações de €50 mil milhões) para €265 mil milhões, tendo as OPR diminuído, de forma correspondente, de cerca de €300 mil milhões, para menos de €200 mil milhões. As ORPA suplementares foram renovadas quando venceram em Novembro e Dezembro e os respectivos montantes de colocação foram ajustados para €60 mil milhões. Em 7 de Fevereiro de 2008, foi anunciado que seriam de novo renovadas em Fevereiro e Março de 2008.

### **Medidas especiais em torno do final do ano**

Os bancos mostram-se, normalmente, mais relutantes em conceder empréstimos no mercado monetário nas últimas semanas do ano, devido a preocupações com o balanço. Previa-se que este fenómeno bem conhecido fosse particularmente forte em 2007. Portanto, num comunicado emitido em 30 de Novembro, o BCE anunciou medidas especiais para atenuar as tensões no mercado monetário durante esse período. O prazo da OPR colocada em 18 de Dezembro foi, excepcionalmente, aumentado de uma para duas semanas, de modo a que os bancos pudessem cobrir as suas necessidades de liquidez no período natalício e nos dias em torno do final do ano, antes desse período difícil. Em 17 de Dezembro, o BCE comunicou também através das agências de notícias que nessa OPR com prazo de duas semanas não seguiria o procedimento de colocação habitual e satisfaria todas as propostas a uma taxa igual ou superior à taxa média ponderada da OPR anterior, a qual foi 4.21%. Esta decisão deveu-se sobretudo a evidência que sugeriu que as necessidades de liquidez poderiam fazer subir as taxas de proposta para níveis indesejados. Em resultado, o BCE colocou €348.6 mil milhões, um montante €168.1 mil milhões mais elevado do que o montante de referência. O fornecimento de uma liquidez tão abundante resultou numa pressão descendente sobre a taxa *overnight*. Para reduzir essa pressão, o BCE conduziu uma série de operações ocasionais de regularização destinadas à absorção de liquidez. A última das operações de regularização foi conduzida em 3 de Janeiro, um dia antes da liquidação da primeira OPR de 2008. Em média, o BCE escoou €143.8 mil milhões por dia através das operações ocasionais de regularização. No entanto, o BCE também forneceu €20 mil milhões de liquidez adicional a uma taxa marginal de 4.20% na OPR que abrangeu o fim do ano, correspondendo assim às necessidades de liquidez extra das contrapartes durante este período. Devido à oferta ampla de liquidez, no último dia útil de 2007, a EONIA encontrava-se 8 pontos base abaixo da taxa mínima de proposta, ao passo que nos dois anos antes se tinha situado, respectivamente, 19 e 17 pontos base acima da mesma.

### **Operações no âmbito da *US dollar Term Auction Facility***

Dada a alegada preocupação especial dos bancos com a disponibilidade de financiamento em dólares dos EUA, o BCE estabeleceu um acordo cambial recíproco (linha de *swap*) no âmbito da *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo em dólares dos EUA) do Sistema da Reserva Federal dos Estados Unidos. Em duas operações com liquidação em 20 e 27 de Dezembro, o Eurosistema proporcionou o financiamento em dólares dos EUA, recebido através desta linha de *swap*, às suas contrapartes contra activos de garantia elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema. O banco central da Suíça realizou operações semelhantes.

Em cada uma das operações do Eurosistema, foi fornecido um financiamento em dólares dos EUA no montante de USD 10 mil milhões às contrapartes com acesso à facilidade permanente de cedência de liquidez, por um prazo de, aproximadamente, um mês. As duas operações foram conduzidas a uma taxa fixa de, respectivamente, 4.65% e 4.67%, igual à taxa marginal dos leilões simultâneos do Sistema da Reserva Federal, atraindo propostas de USD 22 mil milhões, em 17 de Dezembro, e USD 14 mil milhões, em 20 de Dezembro. Estas operações não tiveram um efeito directo nas condições de liquidez em euros, mas tinham como objectivo melhorar as condições de financiamento a nível mundial. As operações foram renovadas em Janeiro de 2008, mas as necessidades de liquidez em dólares dos EUA diminuíram, como evidenciado pelo número decrescente de propostas. Assim, o BCE não realizou qualquer operação de financiamento em dólares dos EUA em Fevereiro.

### **O quadro de activos de garantia no período de volatilidade nos mercados financeiros**

Visto que aceita uma grande variedade de activos, o quadro de activos de garantia do Eurosistema mostrou estar bem preparado para apoiar a implementação da política monetária durante as perturbações em curso no mercado. Como demonstram os Gráficos 42 e 43, a suficiência de activos de garantia não tem sido uma restrição para o Eurosistema, mesmo quando o crédito por liquidar atingiu o seu máximo durante as perturbações. Neste contexto, o quadro de activos de garantia facilitou o acesso de um vasto leque de contrapartes a moeda do banco central.

As ORPA são operações de cedência de liquidez mensais com um prazo de três meses. São conduzidas sob a forma de verdadeiros leilões de taxa variável (sem limites às taxas de proposta) com um volume de colocação pré-anunciado, fixado em €50 mil milhões no início de 2007. As ORPA estão abertas ao mesmo conjunto de contrapartes que as OPR, das quais 145 participaram, em média, em ORPA em 2007, em comparação com 162 em 2006. Depois de 9 de Agosto de 2007, realizaram-se duas ORPA suplementares (com liquidação a 24 de Agosto e 13 de Setembro), mais tarde renovadas, com um ajustamento ao montante global. No final de 2007, o montante por liquidar das ORPA situava-se em €268 mil milhões, quase 80% acima do montante por liquidar no início de Agosto.

O BCE executa operações ocasionais de regularização de cedência e de absorção de liquidez numa base *ad hoc* para gerir as condições de liquidez no mercado e orientar as taxas de juro. O Eurosistema seleccionou um número limitado de contrapartes mais activas no mercado monetário para estas operações (127 no final de 2007). Em 2007, o BCE realizou 24 operações ocasionais de regularização, 18 das quais

foram lançadas depois do dia 9 de Agosto em resultado da turbulência no mercado financeiro. Isto compara com 31 operações ocasionais de regularização realizadas no período de oito anos entre 1999 e 2006. As seis operações realizadas antes de 9 de Agosto foram executadas de modo a restabelecer condições de liquidez equilibradas no último dia do período de manutenção, como tem sido a prática desde Novembro de 2004. Quatro foram operações de absorção de liquidez e duas de cedência de liquidez, reflectindo a probabilidade ligeiramente maior de um excedente de liquidez após uma colocação acima do montante de referência na última OPR do período de manutenção. Em duas ocasiões, não se conseguiu atingir o montante pretendido numa operação de absorção de liquidez, devido a um volume insuficiente de propostas. A prática de realização de operações ocasionais de regularização em fim de período foi mantida depois de 9 de Agosto. Contudo, a maioria das operações ocasionais de regularização posteriores a essa data (um total de 14) foi utilizada para contrariar flutuações nas condições de liquidez e na taxa *overnight* relacionadas com a turbulência nos mercados financeiros no período de manutenção (ver Caixa 9).

### FACILIDADES PERMANENTES

As contrapartes podem utilizar as duas facilidades permanentes por sua própria iniciativa para obter liquidez pelo prazo *overnight* contra garantias elegíveis, ou para constituir depósitos pelo prazo *overnight* no Eurosistema. No final de 2007, 2122 contrapartes acederam à facilidade permanente de cedência de liquidez e 2798 contrapartes acederam à facilidade permanente de depósito. As taxas para estas facilidades, que se situaram, respectivamente, 100 pontos base acima e abaixo da taxa mínima de proposta aplicável às OPR, fornecem, em princípio, um limite máximo e mínimo para a taxa *overnight*, desempenhando, portanto, uma importante função para a implementação da política monetária. Em 2007, a facilidade permanente de cedência de liquidez foi utilizada num montante médio de €0.2 mil milhões, e a facilidade permanente de depósito em €0.5 mil milhões por dia, o que representou um aumento de €0.1 e €0.3 mil milhões, respectivamente, em comparação com o ano anterior. O aumento do recurso médio à facilidade permanente de depósito pode ser atribuído aos desenvolvimentos posteriores a 9 de Agosto.

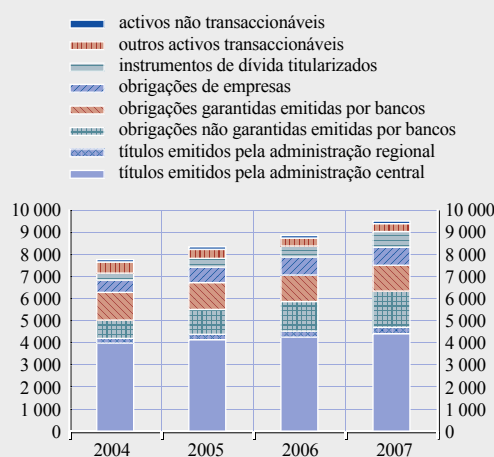
### ACTIVOS ELEGÍVEIS PARA AS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

Em linha com a prática dos bancos centrais em todo o mundo, todas as operações de crédito do Eurosistema devem basear-se em garantias adequadas. O conceito de adequação implica, em primeiro lugar, que o Eurosistema seja protegido de incorrer em perdas nas suas operações de crédito e, em segundo lugar, que sejam disponibilizados activos de garantia suficientes a um vasto conjunto de contrapartes, para que o Eurosistema possa ceder o montante de liquidez que considere necessário através quer das suas operações de política monetária, quer das operações dos sistemas de pagamentos. Para facilitar este processo, o Eurosistema aceita um conjunto de activos abrangente como garantia. Tal provou ser uma característica de estabilização na actual turbulência dos mercados financeiros, dado que assegurou que as contrapartes tinham à sua disposição garantias suficientes para aceder às operações de crédito do Eurosistema.

Em 2007, o montante médio dos activos de garantia elegíveis aumentou 7.7% face a 2006, para um total de €9500 mil milhões (ver Gráfico 42). A dívida pública, no valor de €4700 mil milhões, representou 49% do total, sendo a percentagem restante dos activos de garantia transaccionáveis constituída por obrigações não garantidas emitidas por instituições de crédito (€1600 mil milhões, ou 17%), obrigações garantidas emitidas por instituições de crédito (€1200 mil milhões, ou 12%), obrigações de empresas (€800 mil milhões, ou 9%), instrumentos de dívida titularizados (€700 mil milhões, ou 8%) e outras obrigações, tais como as emitidas por organizações supranacionais (€400 mil milhões, ou 4%). Além disso, os activos não transaccionáveis, compostos em particular por créditos (também referidos como empréstimos bancários), foram incluídos na lista única de activos elegíveis desde 1 de Janeiro de 2007. Todavia, como a elegibilidade destes activos não é avaliada numa fase anterior à sua aceitação, o volume potencial destes activos não pode assim ser facilmente medido. A sua utilização em 2007 atingiu €100 mil milhões, o que representou 1% do total dos activos de garantia elegíveis no Eurosistema.

Gráfico 42 Garantias elegíveis por tipo de activo

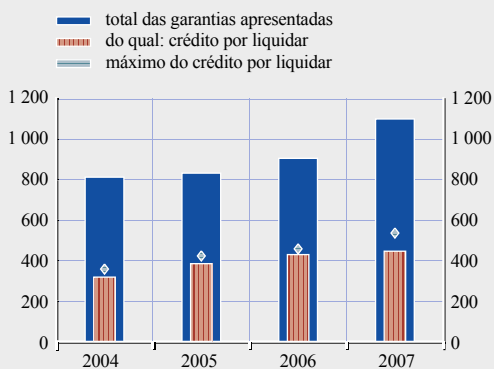
(EUR mil milhões; médias anuais)



Fonte: BCE.

**Gráfico 43 Garantias apresentadas em operações de crédito do Eurosistema face ao crédito por liquidar em operações de política monetária**

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

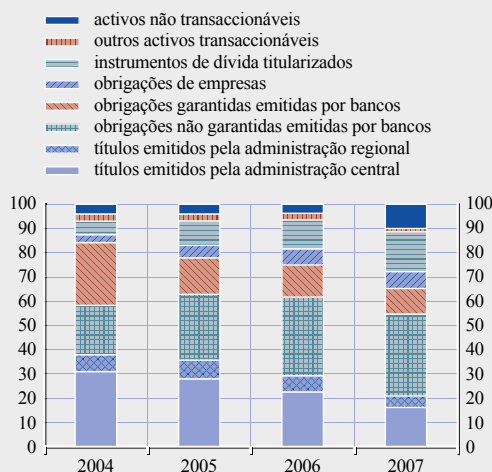
1) Máximo anual do crédito por liquidar para operações de política monetária.

O valor médio dos activos transaccionáveis e não transaccionáveis depositados pelas contrapartes como garantia nas operações de crédito do Eurosistema aumentou de forma significativa, de €906 mil milhões, em média, em 2006 para €1101 mil milhões em 2007. Este aumento ficou a dever-se sobretudo ao facto de as contrapartes terem depositado grandes montantes adicionais de activos de garantia no Eurosistema após o início da turbulência financeira em Agosto (ver Gráfico 43). Tal como indicado pela comparação dos activos de garantia com o crédito por liquidar às contrapartes do Eurosistema, a percentagem de activos depositados não utilizados para a cobertura do crédito de operações de política monetária continuou a ser elevada. Tal sugere que a suficiência de activos de garantia não constituiu um entrave para as contrapartes do Eurosistema em virtude da turbulência registada.

No que se refere aos tipos de activos depositados como garantia no Eurosistema, a percentagem média anual das obrigações da administração central caiu de 23% em 2006 para 15% em 2007. As obrigações bancárias não garantidas continuaram a constituir a maior classe de activos depositados no Eurosistema (33% em média em 2007). A percentagem média de instrumentos de dívida titularizados aumentou de 12% em 2006 para 16% em 2007.

**Gráfico 44 Desagregação de activos (incluindo créditos) apresentados como garantia por tipo de activo**

(percentagens; médias anuais)



Fonte: BCE.

Após a introdução em 1 de Janeiro de 2007, em toda a área do euro, de activos não transaccionáveis como garantias elegíveis em operações de crédito do Eurosistema, as contrapartes começaram a utilizar esta fonte de garantia adicional. Em termos médios anuais, esta classe de activos representou 10% do montante global das garantias depositadas, face a 4% em 2006 (ver Gráfico 44). O número de créditos cuja solidez financeira pôde ser avaliada manteve-se limitado em 2007 (ver a secção sobre questões de gestão de risco). Por conseguinte, ainda não se usufruiu em pleno do potencial desta fonte de garantia adicional.

Em 24 de Maio de 2007, o Conselho do BCE adoptou os dois seguintes ligeiros ajustamentos ao quadro de activos de garantia durante 2007:

- Alteração do calendário para a retirada gradual dos activos transaccionáveis da Lista 2 elegíveis como garantia nas operações de crédito do Eurosistema<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Os activos transaccionáveis emitidos antes de 31 de Maio de 2007 e transaccionados em mercados não regulamentados que actualmente cumprem os requisitos do Eurosistema em termos de segurança e acessibilidade, mas não de transparência, continuam a ser elegíveis até 31 de Dezembro de 2009, deixando de o ser após essa data.

- Nova definição dos critérios de residência para activos elegíveis como garantia em operações de crédito do Eurosistema<sup>3</sup>.

### QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

O Eurosistema atenua o risco de incumprimento de uma contraparte numa operação de crédito do Eurosistema requerendo às contrapartes que apresentem garantias adequadas. No entanto, apesar deste requisito, o Eurosistema pode estar ainda exposto a diversos riscos financeiros em caso de incumprimento de uma contraparte. Estes incluem o risco de crédito associado aos activos de garantia aceites, e os riscos de mercado e de liquidez de movimentos adversos no preço das garantias durante o período de liquidação após o incumprimento de uma contraparte. A fim de reduzir estes riscos para níveis aceitáveis, o Eurosistema mantém padrões de crédito elevados para activos aceites como garantia, avalia as garantias numa base diária e aplica medidas de controlo de risco adequadas. Os riscos financeiros em operações de crédito são quantificados e apresentados aos órgãos de decisão do BCE.

Para assegurar que os seus elevados padrões de crédito para as garantias são cumpridos, o Eurosistema tem por base uma série de procedimentos, regras e técnicas que, em conjunto, constituem o quadro de avaliação de crédito do Eurosistema (ECAAF). O limiar de qualidade do crédito para os activos de garantia elegíveis para operações de crédito do Eurosistema é definido, no ECAF, em termos de uma avaliação de crédito com a notação “single A”<sup>4</sup>. O ECAF prevê uma série de fontes alternativas de avaliação de crédito. A introdução a nível de toda a área do euro de activos não transaccionáveis como garantias elegíveis em operações de crédito do Eurosistema a partir de 1 de Janeiro de 2007 foi combinada com a primeira utilização, embora ainda limitada, de sistemas de notação internos pelas contrapartes do Eurosistema como nova fonte de avaliação de crédito. Em consequência da utilização limitada de sistemas de notação internos, a maioria dos novos créditos, elegíveis a partir de 1 de Janeiro de 2007 e posteriormente

apresentados ao Eurosistema, eram créditos sobre entidades do sector público para as quais é calculada uma avaliação de crédito implícita a partir da avaliação do país em que o devedor ou garante do crédito se encontra estabelecido.

Em 2007 foram introduzidos diversos acréscimos ao ECAF. No seguimento de uma decisão do Conselho do BCE de 19 de Outubro de 2007, desde 1 de Janeiro de 2008 que a agência de notação DBRS é utilizada como fonte adicional de avaliação de crédito externa no ECAF. O Conselho do BCE também decidiu em 2007 que as obrigações bancárias garantidas que cumprissem rigorosamente os critérios estabelecidos no n.º 4 do artigo 22 da Directiva relativa aos organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (Directiva OICVM) e fossem emitidas após 1 de Janeiro de 2008 seriam sujeitas aos mesmos requisitos de avaliação de crédito que os restantes activos transaccionáveis.

### 1.2 OPERAÇÕES CAMBIAIS

Em 2007, o Eurosistema não realizou qualquer intervenção no mercado cambial por motivos de política. As transacções cambiais do BCE estiveram exclusivamente relacionadas com actividades de investimento. Além disso, o BCE não realizou qualquer operação cambial nas moedas dos países 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

3 Em resultado da conclusão do quadro único de activos de garantia em 1 de Janeiro de 2007, o Eurosistema especificou que, com excepção das instituições internacionais ou supranacionais, os emitentes de activos transaccionáveis elegíveis para operações de crédito do Eurosistema têm de estar sedeados no Espaço Económico Europeu (EEE) ou num dos quatro países do Grupo dos 10 (G10) que não pertencem ao EEE (Canadá, Estados Unidos, Japão e Suíça). Os activos emitidos depois de 1 de Janeiro de 2007 por entidades domiciliadas fora do EEE ou dos países do G10 que não fazem parte do EEE não são elegíveis, independentemente de disporem de uma garantia de uma entidade estabelecida no EEE. Porém, activos emitidos antes de Janeiro de 2007 continuam a ser elegíveis até 31 de Dezembro de 2011, só deixando de o ser após essa data.

4 “Single A” é equivalente a uma notação de longo prazo de, pelo menos, “A-” da Fitch ou da Standard & Poor’s, “A3” da Moody’s ou “AL” da DBRS.



nome do BCE, com outros detentores de DSE, foi accionado 18 vezes em 2007.

No contexto da volatilidade no mercado financeiro em 2007, o Eurosistema também realizou duas operações relacionadas com a *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo) do Sistema da Reserva Federal, cedendo em ambas as ocasiões um montante de USD 10 mil milhões às contrapartes do Eurosistema (para mais pormenores, ver Caixa 9).

### 1.3 ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

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

#### GESTÃO DE RESERVAS EXTERNAS

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

A carteira de activos de reserva externa do BCE é composta por dólares dos EUA, ienes japoneses, ouro e DSE. As reservas em dólares e ienes são activamente geridas pelo BCE e pelos BCN da área do euro, na qualidade de agentes do BCE. Desde Janeiro de 2006 está em funcionamento um “modelo de especialização



por moeda” para aumentar a eficiência das operações de investimento do Eurosistema. Neste sistema é atribuída, em regra, a cada BCN, uma percentagem na carteira de dólares ou ienes, com dois BCN actualmente a gerir as duas<sup>5</sup>. Em Janeiro de 2007, dois BCN (o Banka Slovenije e o Banque centrale du Luxembourg) agruparam as suas actividades operacionais para a gestão das respectivas percentagens das reservas externas do BCE. Em Janeiro de 2008 entraram em vigor dois novos acordos deste tipo, com a entrada do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta no Eurosistema (ver Capítulo 3).

Durante 2007, as vendas de ouro pelo BCE ascenderam a um total de cerca de 79 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 signatário. A maioria das receitas das vendas de ouro foi acrescentada à carteira de ienes japoneses e, em menor grau, à carteira de dólares dos EUA.

O valor dos activos de reserva externa do BCE<sup>6</sup> às taxas de câmbio e preços de mercado

<sup>5</sup> Para mais pormenores, ver o artigo intitulado “*Portfolio management at the ECB*”, na edição de Abril de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

<sup>6</sup> Os activos líquidos de reserva externa são calculados como activos de reserva oficiais, mais depósitos em moeda estrangeira junto de entidades residentes, menos fluxos líquidos pré-determinados futuros de detenções de moeda estrangeira devido a acordos de reporte e transacções a prazo. Para informações pormenorizadas sobre as fontes de dados, ver [www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html).



correntes aumentou de €42.3 mil milhões no final de 2006 para €42.8 mil milhões no final de 2007, dos quais €32.1 mil milhões eram em moeda estrangeira – iene japonês e dólar dos EUA – e €10.7 mil milhões em ouro e DSE. Aplicando as taxas de câmbio do final de 2007, os activos denominados em dólares dos EUA representavam 79.7% das reservas em moeda estrangeira, enquanto os denominados em ienes japoneses representavam 20.3%. A variação mais substancial em 2007 foi, por conseguinte, o valor de mercado do ouro e dos DSE, que aumentou para €10.7 mil milhões, face a €10.3 mil milhões em 2006, sobretudo em resultado da apreciação do ouro em cerca de 18%, medido em termos de euros. O valor a preços de mercado das moedas estrangeiras em carteira praticamente não registou alterações em 2007, com a depreciação do dólar dos EUA e do iene japonês em relação ao euro a ser compensada por rendimentos líquidos positivos (incluindo mais-valias e juros recebidos) gerados por actividades de gestão de carteira e receitas provenientes das vendas de ouro pelo BCE.

Em 2007, a lista de instrumentos elegíveis nos quais as reservas externas do BCE podem ser investidas foi alargada para incluir *swaps* de taxas de juro. Além disso, o projecto-piloto criado para estabelecer um programa automático de cedência de títulos para os activos do BCE em dólares dos EUA está bastante avançado, prevendo-se que seja implementado no decurso de 2008.

### GESTÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS

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

O valor da carteira a preços correntes de mercado cresceu de €7.5 mil milhões no final de 2006 para €9.3 mil milhões no final de 2007. A maior parte do aumento do valor de mercado ficou a dever-se ao investimento na carteira de fundos próprios da provisão para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro, constituída pelo BCE em 2005. Os rendimentos de investimento também contribuíram positivamente para o aumento do valor de mercado.

No decurso do ano, os títulos de taxa variável foram acrescentados às opções de investimento disponíveis para a gestão desta carteira. Além disso, a lista de emitentes elegíveis de obrigações garantidas e obrigações não garantidas não subordinadas foi de novo alargada.

### QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

Os riscos financeiros aos quais o BCE está exposto nas suas actividades de investimento são acompanhados de perto e medidos para que sejam mantidos nos níveis especificados pelos órgãos de decisão do BCE. Para tal, existe uma estrutura pormenorizada de limites, que são acompanhados diariamente. O reporte regular assegura que todos os intervenientes estão adequadamente informados do nível destes riscos.

Em 2007, o BCE reforçou de novo as suas capacidades de gestão de risco ao melhorar e actualizar os seus sistemas informáticos. As melhorias significam que muitas funções de acompanhamento, medição e reporte de risco podem ser automatizadas numa infra-estrutura robusta e flexível. Além disso, foi desenvolvido um quadro de atribuição de desempenho baseado em modelos, o qual permite que o desempenho de carteira seja atribuído à exposição a cada factor de risco. Por último, em reconhecimento da importância acrescida das técnicas de gestão de risco de crédito na comunidade de bancos centrais, o BCE presidiu a um Grupo de Acção especial do Comité de Operações de Mercado, o qual levou a cabo uma análise comparativa dos modelos de risco de crédito de carteira utilizados pelos bancos centrais do Eurosistema. Os resultados desta

análise foram publicados na série de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE<sup>7</sup>.

Um dos indicadores utilizados para acompanhar o risco de mercado é o Valor em Risco (*Value-at-Risk – VaR*), o qual define a perda para uma carteira de activos que não será excedida no final de um período de tempo especificado com uma dada probabilidade. O valor deste indicador depende de uma série de parâmetros usados para o cálculo, em particular o nível de confiança, a duração do horizonte temporal e a amostra utilizada para estimar a volatilidade do preço dos activos. A título ilustrativo, o cálculo deste indicador para a carteira de investimento do BCE, usando como parâmetros um nível de confiança de 95%, um horizonte temporal de um ano e uma amostra de um ano para a volatilidade do preço dos activos, resultaria num VaR de €3500 milhões. O cálculo do mesmo indicador com uma amostra de cinco anos em vez de um ano resultaria num VaR de €4800 milhões. A maior parte deste risco de mercado é devida ao risco cambial e de flutuação do preço do ouro. Os níveis baixos de risco de taxa de juro reflectem o facto de a duração modificada das carteiras de investimento do BCE ter permanecido relativamente baixa.

<sup>7</sup> Para mais pormenores, ver “*The use of portfolio credit risk models in central banks*”, pelo Grupo de Acção do Comité de Operações de Mercado do SEBC, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 64, Julho de 2007.

## 2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O Eurosistema tem a atribuição estatutária de promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos. O seu principal instrumento para o desempenho desta atribuição – para além da função de superintendência (ver Secção 4 do Capítulo 4) – é a disponibilização de facilidades que garantam sistemas de pagamentos e de compensação sólidos e eficientes. Para este efeito, o Eurosistema criou, para o pagamento de importâncias avultadas e urgentes em euros, o Sistema de Transferências Automáticas Transuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real, conhecido como TARGET. O sistema TARGET, tecnicamente descentralizado, está a ser gradualmente substituído pelo sistema TARGET2, que tem por base uma plataforma técnica única partilhada por todos os participantes. O primeiro grupo de países migrou para o TARGET2 em 19 de Novembro de 2007.

No que se refere à gestão dos activos de garantia, o Eurosistema e o mercado oferecem diversos canais para facilitar a utilização de activos de garantia entre fronteiras nacionais. Para além disso, o Eurosistema, em conjunto com os participantes no mercado, está a definir os requisitos do utilizador para a prestação de serviços de liquidação de títulos em moeda do banco central através de uma plataforma técnica única com processos e procedimentos harmonizados (TARGET2-Títulos). Essa iniciativa assegurará que não existe qualquer diferença na realização de liquidações domésticas e transfronteiras na área do euro.

### 2.1 O SISTEMA TARGET

O TARGET desempenha um papel importante na execução da política monetária única e no funcionamento do mercado monetário do euro. Como o TARGET oferece um serviço de liquidação em tempo real em moeda do banco central e uma cobertura de mercado alargada,

atraiu igualmente uma grande variedade de outros pagamentos. 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 de diferentes Estados-Membros (tráfego inter-Estados-Membros).

Em 2007, o TARGET funcionou regularmente e continuou a liquidar um número crescente de pagamentos 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 de pagamento segura única. Em 2007, 89% do movimento total de pagamentos de importâncias avultadas em euros foi realizado através do TARGET. O lançamento do TARGET2 em 19 de Novembro de 2007 também decorreu sem problemas (ver Secção 2.2 deste capítulo).

Cerca de 9300 bancos, incluindo sucursais e filiais, utilizam o TARGET para iniciar pagamentos em seu nome ou em nome dos seus clientes. No geral, cerca de 52 000 instituições, em particular sucursais de participantes, podem ser contactadas através do TARGET utilizando um código de identificação bancária.

### OPERAÇÕES NO TARGET

Em 2007, a média diária de pagamentos processados pelo TARGET teve um aumento de 12.3% em volume e de 15.6% em valor. O Quadro 12 apresenta uma visão global do tráfego de pagamentos no TARGET em 2007, comparando-o com o tráfego no ano anterior. Em 2007, a disponibilidade global do TARGET, ou seja, a forma como os participantes conseguiram utilizar o TARGET sem incidentes durante o seu horário de funcionamento, atingiu 99.90%, tendo sido processados em cinco minutos 97.9% dos pagamentos inter-Estados-Membros.

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

Volume (número de transacções)	2006	2007	Variação (%)
<b>Global</b>			
Total	83 179 996	93 375 701	
Média diária	326 196	366 179	12.3
<b>Intra-Estados-Membros <sup>2)</sup></b>			
Total	64 162 211	72 574 446	
Média diária	251 617	284 606	13.1
<b>Inter-Estados-Membros</b>			
Total	19 017 785	20 801 255	
Média diária	74 580	81 574	9.4

Valor (EUR mil milhões)	2006	2007	Variação (%)
<b>Global</b>			
Total	533 541	616 731	
Média diária	2 092	2 419	15.6
<b>Intra-Estados-Membros <sup>2)</sup></b>			
Total	348 764	395 412	
Média diária	1 368	1 551	13.4
<b>Inter-Estados-Membros</b>			
Total	184 777	221 319	
Média diária	725	868	19.7

Fonte: BCE.

1) Houve 255 dias de funcionamento em 2006 e 2007.

2) Inclui o tráfego de participantes remotos.

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

Em virtude do papel central do sistema TARGET no mercado e da sua ampla cobertura, 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, em particular operações de liquidação do Sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement - CLS*) e EURO1 (ver a Secção 4.1 no Capítulo 4), bem como valores de cobertura adicionais (*margin calls*) de contrapartes centrais – 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 2007,

os bancos centrais continuaram a efectuar testes (frequentemente envolvendo bancos comerciais), os quais provaram 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 possam continuar a funcionar de forma regular em situação de crise.

### LIGAÇÃO AO TARGET PARA OS ESTADOS-MEMBROS QUE ADERIRAM À UE EM 2004 E 2007

Em Outubro de 2002, o Conselho do BCE decidiu que, após o alargamento da UE em 2004, os BCN dos novos Estados-Membros seriam autorizados – mas não obrigados – a proceder a uma ligação ao actual sistema TARGET. O Narodowy Bank Polski e o Eesti Pank ligaram os seus sistemas de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) ao TARGET através do SLBTR do Banca d'Italia em 2005 e 2006, respectivamente. No que respeita à entrada da Eslovénia na área do euro em Janeiro de 2007, o Banka Slovenije decidiu, por razões de eficiência, não desenvolver um SLBTR próprio, utilizando o SLBTR do Deutsche Bundesbank para se ligar ao TARGET. Quando o TARGET2 entrou em funcionamento em Novembro de 2007, Chipre, Letónia, Lituânia e Malta começaram a utilizar a plataforma única partilhada do TARGET2.

### RELAÇÕES COM UTILIZADORES DO TARGET E OPERADORES DE SLBTR DE OUTRAS ÁREAS MONETÁRIAS

O SEBC mantém relações estreitas com os utilizadores do TARGET de forma a assegurar que as suas necessidades sejam tomadas em devida consideração e que recebam uma resposta adequada. Em 2007, tal como nos anos anteriores, realizaram-se reuniões regulares entre os BCN ligados ao TARGET e os grupos de utilizadores nacionais deste sistema. 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 e a implementação e migração do TARGET2. 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 centrais e comerciais. O Eurosistema, como operador de um dos maiores SLBTR do mundo em termos do valor das transacções processadas, manteve contactos estreitos com os operadores de SLBTR de outras áreas monetárias chave em 2007. As crescentes inter-relações, como as originadas pelo Sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement*), criaram a necessidade de discussões conjuntas sobre questões operacionais.

## 2.2 TARGET2

O sistema TARGET2 entrou em funcionamento em 19 de Novembro de 2007 quando um primeiro grupo de países (Alemanha, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Áustria e Eslovénia) migrou as suas operações para a plataforma única partilhada. O segundo grupo de países (Bélgica, Irlanda, Espanha, França, Países Baixos, Portugal e Finlândia) migrou para o TARGET2 em 18 de Fevereiro de 2008. O terceiro e último grupo (Dinamarca, Estónia, Grécia, Itália, Polónia e o BCE) migrará em 19 de Maio de 2008.

O início das operações do TARGET2 decorreu com muito êxito. A plataforma única partilhada (gerida em nome do Eurosistema pelo Banque de France, pelo Banca d'Italia e pelo Deutsche Bundesbank) teve um desempenho de nível muito elevado. A comunicação técnica com as restantes componentes do TARGET também decorreu sem problemas. Com o primeiro grupo de países, cerca de 50% do tráfego total no TARGET em termos de volume e 30% em termos de valor migraram para o TARGET2. Estes valores atingiram cerca de 80% com a migração do segundo grupo de países. Com o lançamento do TARGET2, é agora possível processar débitos directos interbancários, bem como transferências de crédito. Além disso, com o TARGET2, sistemas periféricos estão em posição de efectuar pagamentos directamente através da plataforma única partilhada. Em

princípio, cada participante pode conduzir as suas liquidações financeiras com qualquer sistema periférico através de uma única conta do banco central no TARGET2.

Tendo em vista o início das operações do TARGET2, ao longo de 2007 realizaram-se trabalhos no sentido de finalizar o quadro operacional e jurídico. Em particular, foram rigorosamente preparadas e executadas actividades de teste e migração com os futuros utilizadores do sistema. Entre Fevereiro e Abril de 2007, foi testada a conformidade da plataforma única partilhada do TARGET2 com as especificações do sistema definidas pelo Eurosistema em cooperação com os utilizadores (especificações operacionais gerais e especificações operacionais pormenorizadas do utilizador). Os testes com utilizadores do TARGET2 tiveram início, conforme planeado, em 2 de Maio de 2007, e os resultados foram divulgados através de relatórios regulares sobre o ponto de situação. Os testes também ofereceram a oportunidade de avaliar o planeamento dos fins-de-semana de transição. Em particular, em 29 e 30 de Setembro de 2007, foi realizado um “ensaio” geral do primeiro fim-de-semana de transição com todos os BCN. Num comunicado em 9 de Novembro de 2007, e após a conclusão com êxito dos seus testes, o Eurosistema confirmou que as comunidades bancárias nacionais do primeiro grupo de migração estavam prontas e que o novo sistema entraria em funcionamento, conforme o planeado, em 19 de Novembro de 2007.

Em 22 de Junho de 2007, o Conselho do BCE publicou o quarto relatório intercalar sobre o TARGET2 (*Fourth progress report on TARGET2*). Este relatório fornecia informação actualizada aos participantes no mercado sobre as decisões do Eurosistema sobre as questões relacionadas com a fixação de preços e a aprovação da Orientação relativa ao TARGET2, e ajustava algumas decisões anteriores. O relatório também continha a versão final das especificações operacionais gerais e fornecia informação sobre questões jurídicas, sobre as

recentes alterações à operacionalidade prevista da plataforma única partilhada e sobre as actividades de teste e migração. Além disso, em 29 de Outubro de 2007 o Conselho do BCE publicou o quinto relatório intercalar sobre o TARGET2 (*Fifth progress report on TARGET2*), o qual actualizou a informação dos participantes no mercado sobre as decisões do Eurosistema relativas às restantes questões operacionais. O relatório incluiu igualmente o “*Information guide for TARGET2 users*” (“Guia Informativo para os utilizadores do TARGET2”) e o “*User information guide to the TARGET2 pricing*” (“Guia Informativo para a Fixação de Preços do TARGET2”).

O Guia Informativo para os Utilizadores do TARGET2 disponibiliza um conjunto normalizado de informações aos bancos e sistemas periféricos que utilizam o TARGET2, de modo a proporcionar aos participantes uma melhor compreensão do funcionamento global do TARGET2, permitindo-lhes utilizá-lo com a maior eficiência possível. Esta publicação responde às questões mais frequentemente levantadas sobre o TARGET2 e procura, em particular, proporcionar aos utilizadores uma melhor compreensão das características que são comuns e das que são específicas a cada país. Além disso, o guia contém informação sobre os processos operacionais em circunstâncias normais e, mais especificamente, em circunstâncias anormais.

O Guia Informativo para a Fixação de Preços do TARGET2 dá aos utilizadores do TARGET2 uma panorâmica abrangente dos sistemas de fixação de preços relacionados com o TARGET2 (serviços essenciais, fundo comum de liquidez e serviços de sistemas periféricos) e pormenores sobre os princípios de facturação para os vários tipos de transacções, bem como as entidades que serão facturadas.

Para além destes relatórios intercalares e da estreita cooperação com os utilizadores em matéria de testes e migração, os utilizadores foram mantidos ao corrente dos progressos através dos *sites* do BCE e dos BCN dedicados

ao TARGET2. Os *sites* continham informação relativa aos seguintes desenvolvimentos:

- Ao longo de 2007, foi criado e actualizado com regularidade um plano centrado no utilizador do TARGET2 como instrumento para facilitar o planeamento interno dos utilizadores e o seu alinhamento com o planeamento do Eurosistema.
- Em 2007, foram realizados encontros de trabalho regulares com utilizadores a nível nacional. Além disso, em 14 de Junho de 2007, o BCE acolheu uma sessão informativa a nível europeu sobre o TARGET2 para utilizadores.
- A Orientação relativa ao TARGET2 foi adoptada pelo Conselho do BCE em 26 de Abril de 2007 e publicada em todas as línguas oficiais da UE em 11 de Junho de 2007. Tem como destinatários os BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro (“BCN do Eurosistema”) e também se aplica, nos termos de um contrato individual, aos BCN da UE não pertencentes à área do euro que estão ou serão ligados ao TARGET2 (“BCN ligados”). O Anexo II da Orientação contém as condições harmonizadas para a participação no TARGET2, que devem ser aplicadas à documentação sobre o TARGET2 de todos os BCN participantes e ligados. A Orientação foi publicada no Jornal Oficial da União Europeia em 8 de Setembro de 2007 e também está disponível no *site* do BCE em todas as línguas da UE.
- Os perfis de migração nacionais e os perfis de sistemas periféricos foram regularmente actualizados ao longo do ano. Estes perfis mostram, para cada banco central, quais os módulos da plataforma única partilhada que serão utilizados e o modo como os sistemas periféricos efectuarão transacções após a migração para o TARGET2.



- Uma versão final do manual do utilizador sobre o módulo de informação e controlo da plataforma única partilhada foi publicada em 2 de Novembro de 2007, enquanto as versões finais das especificações operacionais pormenorizadas do utilizador (livros 1, 2 e 4 sobre mensagens em XML e correspondentes ficheiros de esquemas em XML) foram publicadas em 9 de Outubro de 2007.

### 2.3 TARGET2-TÍTULOS

O objectivo da iniciativa TARGET2-Títulos (T2T) consiste em proporcionar uma liquidação harmonizada e eficiente de transacções de títulos em euros que são liquidadas em moeda do banco central, ao concentrar liquidações em moeda e de títulos em euros numa plataforma única. Com o T2T, não existiriam diferenças entre a realização de liquidações domésticas e transfronteiras na área do euro através de centrais de depósito de títulos (CDT) participantes. Actuará assim como catalisador para a integração e harmonização dos serviços financeiros pós-transacção europeus. O T2T promoveria ainda a concorrência ao proporcionar uma maior igualdade, economia e harmonização no acesso aos serviços de liquidação no mercado financeiro europeu.

Em 8 de Março de 2007, o Conselho do BCE fez uma avaliação favorável da viabilidade do T2T<sup>8</sup> e decidiu lançar a fase seguinte do projecto, que consiste na definição dos requisitos do utilizador do T2T, com total transparência e em cooperação com os participantes no mercado, em particular as CDT e seus utilizadores. Em 26 de Abril de 2007, o Conselho do BCE lançou a sua primeira consulta pública sobre os princípios gerais do T2T e as propostas de alto nível que definem a natureza e o âmbito do T2T, e aprovou a criação de um enquadramento para a organização e gestão da preparação dos requisitos do utilizador do T2T. O Grupo Consultivo – com o mandato de apresentar os requisitos do utilizador – dividiu o trabalho por seis grupos técnicos diferentes centrando-se em áreas técnicas específicas de liquidação.

O Grupo Consultivo e os grupos técnicos deram início aos trabalhos preparatórios no início do Verão de 2007 e levaram a cabo um total de sete “pequenas consultas”, pedindo reacções de grupos de utilizadores nacionais e associações europeias no sentido de aproveitar os conhecimentos e experiência acumulados nos vários segmentos de mercado. As conclusões e os relatórios intercalares foram partilhados com os participantes no mercado durante três sessões informativas que tiveram lugar em Junho, Agosto e Novembro de 2007. Todos os documentos relativos ao T2T, incluindo pequenas consultas, boletins informativos, relatórios intercalares, agendas e actas de reuniões, estão disponíveis no *site* do BCE. No total, a estrutura de gestão do T2T durante esta fase envolve mais de 188 indivíduos de 77 organizações<sup>9</sup>, assegurando que todos os requisitos do utilizador e funcionalidades exigidos pelos participantes no mercado são abordados e incluídos sempre que necessário. O Grupo Consultivo, que depende directamente do Conselho do BCE, concluiu a primeira versão dos requisitos do utilizador do T2T em Dezembro de 2007.

Em 8 de Março de 2007, o Conselho do BCE também decidiu que o T2T seria detido, desenvolvido e operado na totalidade no seio do Eurosistema através da plataforma do TARGET2 de modo a explorar sinergias na maior medida possível. As instituições de crédito poderão agrupar todos os títulos e moeda do banco central numa plataforma única, em vez de distribuir títulos e moeda do banco central através de múltiplas plataformas nacionais independentes, beneficiando assim das sinergias entre o TARGET2 e o T2T. Tal deverá aumentar a eficiência da gestão de activos de garantia. O T2T também permitirá uma reutilização mais rápida dos títulos e da moeda do banco central, o que por sua vez será vantajoso para os participantes no mercado. Quatro BCN da

8 O estudo de viabilidade, que abrangeu os aspectos operacionais, técnicos, jurídicos e económicos do projecto, foi publicado no *site* do BCE.

9 Inclui todas as CDT que efectuem transacções em euros e 33 bancos de custódia.

área do euro (Deutsche Bundesbank, Banco de Espanha, Banque de France e Banca d'Italia) estão preparados para desenvolver e operar o T2T.

Ao longo de 2007, as autoridades públicas, tais como o Parlamento Europeu, o Conselho ECOFIN e a Comissão Europeia, foram regularmente informadas sobre os últimos desenvolvimentos da proposta do T2T e expressaram o seu apoio ao projecto do T2T.

No que respeita a questões jurídicas, em 2007 procedeu-se a um inventário da legislação comunitária e nacional, bem como de outros acordos e práticas nacionais que possam influenciar a viabilidade jurídica do T2T. Este inventário incluiu procedimentos de liquidação, requisitos em matéria de registo de dados, e requisitos de reporte e auditoria. Não foram identificados obstáculos jurídicos significativos ao T2T.

No final de 2007, foi lançada outra consulta pública, sobre os requisitos do utilizador plenamente articulados e a metodologia para a análise do impacto do económico, tendo sido pedidos comentários e sugestões dos intervenientes no mercado até 2 de Abril de 2008. No seguimento desta consulta pública, os requisitos do utilizador serão finalizados, em conjunto com uma análise da estrutura económica, jurídica e de gestão do T2T. O Conselho do BCE decidirá então quanto à passagem para a fase seguinte do projecto.

Com a implementação do T2T, a área do euro beneficiará de uma infra-estrutura segura, eficiente e transfronteiras para a liquidação em moeda do banco central de transacções de títulos em euros. Os serviços prestados por esta infra-estrutura também estarão disponíveis para as CDT, para os bancos centrais e os bancos noutros países da UE e EEE, caso tal seja pedido. Os participantes nos mercados

financeiros partilharão um conjunto comum de procedimentos de liquidação harmonizados, independentemente da sua própria localização e a da sua contraparte.

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

Os activos elegíveis podem ser utilizados para garantir todos os tipos de operações de crédito do Eurosistema quer a nível nacional quer entre fronteiras nacionais, estas últimas apenas 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 para €683 mil milhões em Dezembro de 2007, o que compara com €514 mil milhões no período homólogo do ano anterior. Em termos gerais, no final de 2007, os activos de garantia transfronteiras representavam 48.5% do total dos activos de garantia fornecidos ao Eurosistema.

### **O MODELO DE BANCO CENTRAL CORRESPONDENTE**

O MBCC continua a ser o principal canal para a transferência transfronteiras de activos de garantia em operações de política monetária e de crédito intradiário do Eurosistema, tendo sido responsável por 39.6% do total de activos de garantia fornecidos ao Eurosistema em 2007. Os activos detidos em custódia através do MBCC aumentaram de €414 mil milhões no final de 2006 para €558 mil milhões no final de 2007.

O quadro do MBCC foi revisto de modo a permitir a integração dos novos países da área do euro. Neste contexto, o Acordo do MBCC

com o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta e o Central Bank of Cyprus foi assinado em 22 de Novembro de 2007.

Não obstante o seu sucesso e os contributos consideráveis para o processo de integração financeira, o acordo do MBCC tem algumas desvantagens, principalmente devido ao facto de ter sido criado como uma solução provisória e de assentar no princípio da harmonização mínima. Estas desvantagens, em conjunto com a crescente importância dos activos de garantia transfronteiras, estiveram na base da decisão do Conselho do BCE, de 8 de Março de 2007<sup>10</sup>, no sentido de rever os actuais procedimentos de processamento dos activos de garantia do Eurosistema e de criar um novo sistema de gestão de activos de garantia para o Eurosistema (com base em sistemas existentes, tais como o do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique e do De Nederlandsche Bank), uma plataforma comum denominada *Collateral Central Bank Management* – CCBM2 (Gestão de Activos de Garantia dos Bancos Centrais). A participação dos BCN da área do euro na CCBM2 é voluntária.

Embora o principal objectivo da CCBM2 seja o aumento da eficiência da gestão de activos de garantia dos bancos centrais do Eurosistema, no que respeita às transacções transfronteiras e domésticas, também proporcionará novas oportunidades para as contrapartes do Eurosistema, particularmente bancos multinacionais, otimizando a utilização dos seus activos de garantia e melhorando a sua gestão de liquidez. O âmbito da CCBM2 é mais abrangente do que o do actual MBCC e estabelecerá métodos eficientes de entrega e aceitação de activos de garantia e créditos a nível nacional e transfronteiras com uma prestação harmonizada de serviços com base nos protocolos de comunicação do SWIFT. A CCBM2 será implementada de acordo com o princípio de acesso descentralizado ao crédito e será totalmente compatível com o TARGET2 e o T2T. A CCBM2 processará instruções em tempo real de um modo directo e automatizado, permitindo a entrega de activos de garantia para

que o crédito correspondente seja processado através do TARGET2 em tempo real. Este estará preparado para receber activos de garantia através de todos os SLT elegíveis e das ligações elegíveis entre eles. No sentido de integrar as necessidades das contrapartes, o Eurosistema está a desenvolver a CCBM2 em estreita cooperação com os participantes no mercado. Em 26 de Abril de 2007, foi lançada uma primeira consulta pública sobre os princípios subjacentes ao seu desenvolvimento. Os comentários recebidos foram utilizados como base para a definição dos requisitos do utilizador da nova plataforma. Está a ser levada a cabo uma nova consulta pública sobre estes requisitos do utilizador durante a primeira metade de 2008, após a qual os requisitos relativos à CCBM2 serão finalizados.

#### **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 directas e 5 ligações encadeadas, das quais apenas um número limitado é activamente utilizado. Além disso, estas ligações cobrem apenas parte da área do euro. As ligações tornam-se elegíveis para operações de crédito do Eurosistema se cumprirem os padrões de utilização do Eurosistema (ver Secção 4 do Capítulo 4).

Os activos de garantia detidos através de ligações aumentaram de €99 mil milhões em Dezembro de 2006 para €125 mil milhões em Dezembro de 2007, mas representaram apenas 8.9% do total dos activos de garantia (transfronteiras e nacionais) detidos pelo Eurosistema em 2007.

<sup>10</sup> Ver <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>



## 3 NOTAS E MOEDAS

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

#### PROCURA DE NOTAS E MOEDAS DE EURO

No final de 2007, o número de notas de euro em circulação situava-se em 12.1 mil milhões, com um valor de €676.6 mil milhões, representando um aumento de 6.7% em termos de volume e 7.7% em termos de valor em comparação com os níveis no final de 2006 (11.3 mil milhões de notas com um valor de €628.2 mil milhões).

O número de notas em circulação continuou a aumentar desde a transição para o euro fiduciário

em 2002, embora com uma taxa de crescimento anual menor (ver Gráficos 45 e 46). No final de 2007, o valor médio de uma nota em circulação era de €55.85 (o que compara com €55.36 no período homólogo do ano anterior).

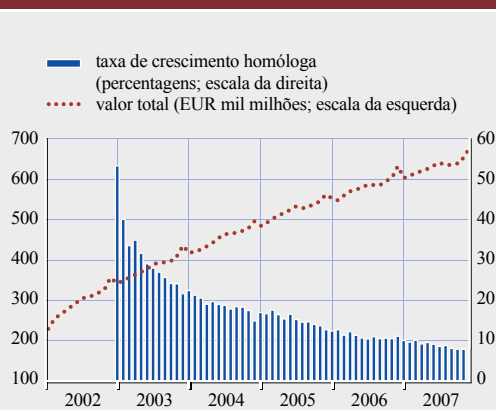
Estima-se que, em termos de valor, entre 10% e 20% – mas potencialmente um valor mais próximo do segmento superior do intervalo – das notas de euro em circulação sejam detidas por não residentes na área do euro, os quais continuam a gerar procura de notas de euro, principalmente como reserva de valor ou como uma moeda paralela.

**Gráfico 45** Número total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2007



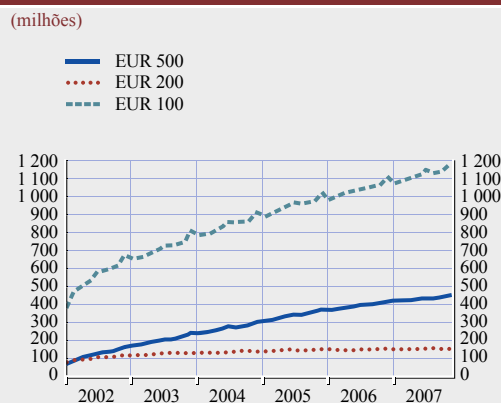
Fonte: BCE.

**Gráfico 46** Valor total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2007

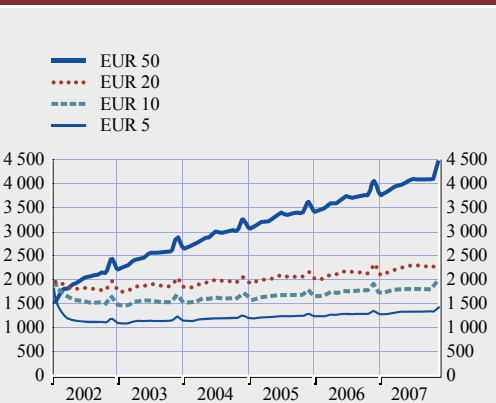


Fonte: BCE.

**Gráfico 47** Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2007



Fonte: BCE.



Analisando a desagregação em termos das denominações, as notas de €50 e €100 registaram o maior crescimento de circulação em termos numéricos, de 8.9% e 8.3%, respectivamente, seguidas da nota de €500, cuja taxa de crescimento aumentou 7.9%. O número de outras denominações em circulação registou taxas de crescimento entre 2% e 6% (ver Gráfico 47).

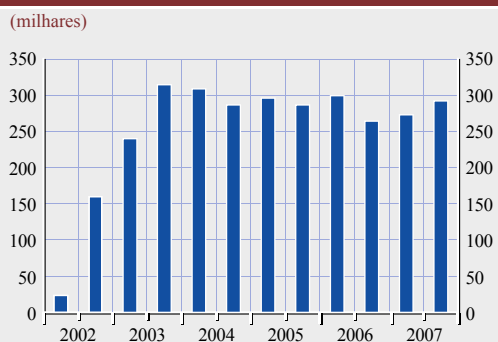
Em 2007, o número total de moedas de euro em circulação (ou seja, a circulação líquida excluindo as reservas detidas pelos BCN) aumentou 9.1% para 75.8 mil milhões, enquanto o valor das moedas em circulação aumentou 7.6% para €19.2 mil milhões. A percentagem das denominações mais baixas, ou seja, as moedas de 1, 2 e 5 cêntimos, no número total de moedas em circulação atingiu 58.0% (o que compara com 57.3% no período homólogo do ano anterior). Sinais episódicos sugerem que a persistência da forte procura de moedas das denominações mais baixas se ficou a dever a taxas de perda relativamente elevadas e ao entesouramento.

#### PROCESSAMENTO DE NOTAS PELO EUROSISTEMA

Prosseguiu a ligeira tendência ascendente da emissão e levantamento de notas de euro observada nos anos anteriores. Em 2007, os BCN da área do euro emitiram 33.4 mil milhões de notas, tendo recolhido 32.7 mil milhões de notas. A frequência de retorno<sup>11</sup> de notas em circulação caiu ligeiramente, de 3.03 em 2006 para 2.93 em 2007.

Os BCN da área do euro verificam todas as notas de euro recolhidas, para determinar a sua autenticidade e aptidão para circulação recorrendo a máquinas de processamento de notas totalmente automatizadas de modo a manter a qualidade e a integridade das notas em circulação. Em 2007, os BCN identificaram cerca de 5.5 mil milhões de notas como sendo impróprias para circulação, tendo sido substituídas em conformidade. Tal representou um aumento de 5.1% em comparação com o ano anterior e uma taxa de notas impróprias para circulação<sup>12</sup> de 17.0% (16.9% em 2006).

**Gráfico 48 Número de contrafacções de notas de euro retiradas de circulação entre 2002 e 2007**



Fonte: Eurosistema.

### 3.2 CONTRAFACÇÃO DE NOTAS E DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

#### CONTRAFACÇÃO DE NOTAS DE EURO

O número de contrafacções de notas de euro retiradas de circulação manteve-se estável ao longo dos últimos quatro anos, não obstante o aumento do número de notas genuínas em circulação ao longo do mesmo período. O Gráfico 48 mostra a tendência das contrafacções retiradas de circulação, com valores em intervalos semestrais desde o lançamento das notas de euro. O número total de contrafacções recebidas pelos Centros Nacionais de Análise<sup>13</sup> em 2007 foi de cerca de 566 000<sup>14</sup>. Em comparação com o número de notas de euro genuínas em circulação, que em média se situou acima de 11 mil milhões em 2007, a quantidade de contrafacções é muito reduzida. A nota de €50 foi o principal alvo dos falsificadores, representando quase metade do número das contrafacções. O Gráfico 49 apresenta uma desagregação pormenorizada da distribuição das contrafacções em termos de volume.

11 Definida como o número total de notas devolvidas aos BCN num determinado período dividido pelo número médio de notas em circulação durante esse período.

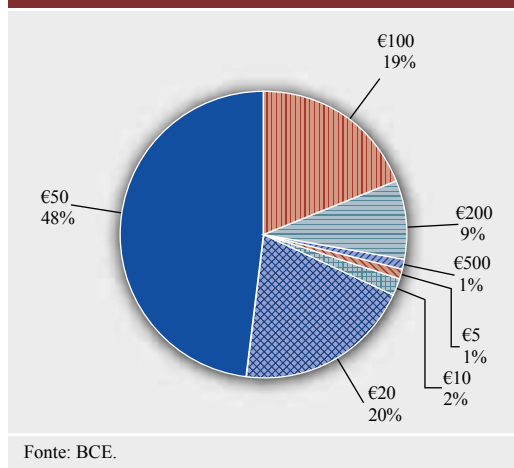
12 Definida como o número de notas identificadas como não sendo aptas para circulação num determinado período dividido pelo número total de notas processadas durante esse período.

13 Centros estabelecidos em cada Estado-Membro da UE para a análise inicial de contrafacções de notas de euro a nível nacional.

14 Este valor está sujeito a uma correcção muito ligeira devido a relatórios posteriores, em particular com origem fora da UE.



**Gráfico 49 Distribuição de contrafações de notas de euro por denominação**



O público pode ter confiança na segurança do euro: é uma moeda bem protegida, quer em termos da sofisticação dos seus elementos de segurança, quer da eficácia das autoridades responsáveis pela aplicação da lei a nível nacional e europeu. No entanto, esta confiança nunca deve dar lugar à complacência, e o BCE aconselha o público a estar atento à possibilidade de fraude e a não esquecer o teste de “toque-aspecto-inclinação”<sup>15</sup>.

### **DISSUAÇÃO DA CONTRAFAÇÃO**

Em 2007, o Eurosistema continuou a trabalhar em estreita colaboração com a Europol e a Comissão Europeia (em particular com o Organismo Europeu de Luta Antifraude – OLAF) no combate à contrafação do euro. O Eurosistema está activo, dentro e fora da UE, na formação de profissionais que operam com numerário para o reconhecimento e o tratamento de contrafações de notas.

O Eurosistema participa activamente nos trabalhos do Grupo de Dissuasão da Contrafação dos Bancos Centrais (CBCDG – *Central Bank Counterfeit Deterrence Group*), um grupo de 30 bancos centrais e autoridades de impressão de notas que colaboram entre si sob os auspícios do G10. O BCE acolhe o Centro Internacional de Dissuasão da Contrafação (ICDC – *International Counterfeit Deterrence Centre*),

que actua como centro técnico para todos os membros do CBCDG. O seu principal papel consiste em dar apoio técnico e gerir um sistema de comunicação centralizado ao serviço de todas as partes envolvidas na área dos sistemas de dissuasão da contrafação. O ICDC também tem um *site* público, que disponibiliza informação e orientação sobre a reprodução de imagens de notas, bem como ligações para *sites* específicos de cada país.

### **3.3 EMISSÃO E PRODUÇÃO DE NOTAS**

#### **QUADRO PARA A RECIRCULAÇÃO DE NOTAS**

No seguimento da transposição do quadro do BCE para a detecção de contrafações e para a selecção de notas aptas para circulação por instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário (“quadro para a recirculação de notas”) para acordos nacionais por todos os BCN da área do euro (à excepção de um, cujo processo está pendente), as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário beneficiam de um período transitório para ajustar os seus processos de tratamento de numerário.

Com a implementação do quadro para a circulação de notas, os BCN seguiram várias abordagens que tomam em consideração as diferentes situações nacionais (por exemplo, no que se refere ao enquadramento económico e jurídico, à estrutura bancária e ao papel do BCN no ciclo de numerário). Em alguns países, o quadro para a recirculação de notas foi aplicado através de um acto jurídico (complementado com contratos obrigatórios que devem ser assinados com o respectivo BCN), enquanto noutros países os BCN emitiram instruções obrigatórias (as quais em alguns casos apenas vinculam instituições de crédito) ou celebraram acordos contratuais bilaterais (segundo os quais as instituições de crédito concordam em aderir às regras do quadro para a recirculação de notas

<sup>15</sup> Para mais pormenores, ver <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.pt.html>

e em incluir essas regras em contratos com os seus fornecedores de serviços). Num parecer de Dezembro de 2007, o Conselho do BCE acolheu a proposta da Comissão Europeia no sentido de introduzir alterações ao Regulamento (CE) n.º 1338/2001 do Conselho relativo à protecção do euro contra a contrafacção. De acordo com esta proposta, o artigo 6.º do Regulamento incluiria a obrigação expressa das instituições de crédito e de outros profissionais que operam com numerário de verificar notas e moedas de euro que receberam e que tencionam recolocar em circulação, e também conteria uma referência aos procedimentos a serem definidos pelo BCE no que respeita ao método de verificar as notas recirculadas.

O BCE prosseguiu os seus esforços, em cooperação estreita com os BCN da área do euro, de modo a assegurar a interpretação uniforme das disposições do quadro para a recirculação de notas na área do euro, particularmente no que se refere aos procedimentos de teste comum do Eurosistema para máquinas de tratamento de notas.

Ao adoptarem as suas operações em conformidade com o quadro para a recirculação de notas, as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário reforçarão a sua capacidade de detectar potenciais contrafacções de notas de euro. Tal contribuirá efectivamente para o seu cumprimento da obrigação legal de retirar imediatamente de circulação potenciais contrafacções e entregá-las às autoridades responsáveis pela aplicação da lei para que procedam a uma investigação. Além disso, assegurará que as instituições de crédito fornecem aos clientes notas em boas condições físicas, ajudando-os a distinguir entre notas genuínas e contrafacções.

#### **O PROGRAMA PILOTO DE INVENTÁRIO DE CUSTÓDIA ALARGADO**

Em 2006, o Conselho do BCE decidiu lançar um programa piloto de inventário de custódia alargado (*Extended Custodial Inventory* – ECI) para notas de euro na Ásia. 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. Espera-se que o programa de inventário de custódia alargado facilite a distribuição internacional de notas de euro e forneça informação estatística sobre a sua circulação fora da área do euro, bem como informações sobre contrafacções. Em 2007, dois grandes bancos comerciais activos no mercado por grosso de notas começaram a operar, durante um ano, um ECI de notas de euro: um em Hong Kong e outro em Singapura.

Durante o programa piloto, os bancos ECI asseguraram que apenas as notas aptas para circulação fossem novamente colocadas em circulação e que as contrafacções fossem retiradas de circulação de acordo com os padrões especificados pelo quadro para a recirculação de notas. Os excedentes de notas e as notas não aptas para circulação foram enviados para o Deutsche Bundesbank, que actuou como contraparte logística e administrativa dos bancos ECI. As operações ECI e o reporte estatístico dos bancos ECI decorreram sem problemas.

Com base neste programa piloto, em 2008 o Conselho do BCE decidirá se um programa ECI deverá ser criado numa base permanente.

#### **PLANO PARA MAIOR CONVERGÊNCIA DOS SERVIÇOS EM NUMERÁRIO DOS BCN**

Em Fevereiro de 2007, o Conselho do BCE adoptou um plano com o objectivo de obter, no médio prazo, uma maior convergência dos serviços em numerário oferecidos pelo Eurosistema.

Uma maior convergência é importante, dado que permitirá aos intervenientes – em particular aqueles com actividades transfronteiras relacionadas com numerário significativas – beneficiar plenamente da moeda única, e assegurará um justo tratamento concorrencial. Tendo em conta as diferentes conjunturas económicas e geográficas nacionais, o Eurosistema não tem por objectivo um sistema de fornecimento de numerário único. O processo

de convergência exigirá alguma flexibilidade no que respeita aos requisitos dos clientes, à infra-estrutura de numerário e aos períodos transitórios de implementação.

Como parte do plano, desde Julho de 2007, os BCN proporcionaram serviços relacionados com numerário a instituições de crédito da área do euro com sede fora da sua jurisdição (“bancos não residentes”) e, desde o final de 2007, os depósitos de moedas de euro de clientes profissionais são aceites por todos os BCN da área do euro.

O Eurosistema está ainda a considerar um conjunto de novos passos, incluindo a troca de dados electrónicos com instituições de crédito referentes a depósitos e levantamentos de numerário, a disponibilização grátis por parte dos BCN de dispositivos de depósito e levantamento de notas que permitam todas as orientações de inserção possíveis, e normas comuns de embalagem de notas relativamente aos serviços relacionados com numerário proporcionados gratuitamente pelos BCN.

Dado que estas questões são relevantes para os intervenientes no ciclo de numerário e podem ter implicações operacionais e de custos, foram realizadas consultas a nível nacional e europeu.

#### ACORDOS DE PRODUÇÃO

Em 2007, foi produzido um total de 6.3 mil milhões de notas de euro, o que compara com 7.0 mil milhões em 2006. Esta redução do volume de produção ficou a dever-se principalmente a um aumento ligeiramente menor da circulação em

2006 face ao ano anterior e à produção, em 2006, de parte dos futuros requisitos relativos a notas.

A distribuição da produção de notas de euro continuou a basear-se no cenário de produção descentralizado com acordos de produção adoptado em 2002. Ao abrigo deste acordo, cada BCN da área do euro é responsável pela produção de uma percentagem que lhe é atribuída do total das necessidades de determinadas denominações (ver Quadro 13).

#### A SEGUNDA SÉRIE DE NOTAS DE EURO

Em Abril de 2005, o Conselho do BCE aprovou o plano de projecto global para o desenvolvimento e introdução da segunda série de notas de euro e o início da fase de validação industrial. Desde então, o BCE estabeleceu os requisitos funcionais e técnicos para as notas, tendo consultado vários intervenientes, por exemplo através de pesquisas qualitativas junto do público e de estudos científicos de percepção visual e táctil. Estas actividades resultaram numa lista de elementos de segurança de fácil utilização, que foram analisados como sendo potencialmente apropriados para a inclusão na segunda série de notas. Durante a fase de validação industrial, a lista foi reduzida com base no desempenho dos elementos de segurança numa conjuntura de produção em larga escala. Outros aspectos foram também tidos em consideração, como por exemplo a resistência dos elementos de segurança à contrafacção, os requisitos de controlo da qualidade, custos, direitos de propriedades intelectual, situações relacionadas com a cadeia de oferta, bem como questões relacionadas com saúde, segurança e ambiente.

Em Agosto de 2007, a fase de validação industrial estava praticamente concluída e teve como resultado um conjunto de elementos de segurança adoptados pelo Conselho do BCE em Outubro de 2007. Para além dos tradicionais elementos de segurança que demonstraram a sua eficácia, vários elementos de segurança inovadores visuais e legíveis através de máquinas serão integrados na segunda série de

**Quadro 13 Distribuição da produção de notas de euro em 2007**

Denominação	Quantidade (milhões de notas)	BCN responsáveis pela produção
€5	980.0	DE, ES, FR
€10	1 280.0	DE, GR, FR, NL, AT
€20	1 890.0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
€50	1 730.0	BE, DE, ES, IT
€100	230.0	IT, LU, NL
€200	-	-
€500	190.0	DE
Total	6 300.0	

Fonte: BCE.

notas, com o objectivo de contrariar eficazmente as técnicas de contrafacção modernas. Os elementos de segurança seleccionados foram incorporados no desenho artístico, que tem por base o tema “épocas e estilos” da série actual. A manutenção deste tema, não obstante a reformulação dos elementos gráficos, assegurará que as novas notas sejam imediatamente reconhecíveis como notas de euro, mas permitindo aos utilizadores de numerário distinguir com facilidade as duas séries de notas. Em Dezembro de 2007, o Conselho do BCE aprovou o projecto do desenho das novas séries de notas, criando as condições para a fase de originação<sup>16</sup>. A nova série será lançada ao longo de um período de vários anos, sendo que a primeira denominação deverá ser emitida dentro de alguns anos. O BCE informará previamente o público sobre as modalidades da introdução das novas notas.

<sup>16</sup> “Originação” abrange o processo de preparação de imagens de elevada qualidade e de transformação de desenhos em ferramentas de produção, tais como chapas de impressão.

## 4 ESTATÍSTICAS

O BCE, coadjuvado pelos BCN, desenvolve, recolhe, compila e divulga um amplo conjunto de estatísticas que apoiam a política monetária da área do euro e diversas atribuições do SEBC, sendo também cada vez mais utilizadas pelos mercados financeiros e pelo público em geral. Em 2007, tal como em anos anteriores, a disponibilização de estatísticas da área do euro decorreu de forma regular. Um marco importante na estratégia de médio prazo do BCE em termos de estatísticas foi alcançado em Junho de 2007, com a primeira publicação conjunta pelo BCE/Eurostat de um conjunto de contas trimestrais integradas financeiras e não financeiras para os sectores institucionais da área do euro. Além disso, o BCE, em estreita colaboração com os BCN, continuou a contribuir para uma maior harmonização dos conceitos estatísticos na Europa e para a revisão dos principais padrões estatísticos globais.

### 4.1 ESTATÍSTICAS NOVAS OU MELHORADAS NA ÁREA DO EURO

Em Junho de 2007, o BCE e o Eurostat publicaram conjuntamente, pela primeira vez, um conjunto de contas trimestrais integradas dos sectores financeiro e não financeiro da área do euro, com início a partir do primeiro trimestre de 1999. Estas contas da área do euro, que podem ser consideradas “contas nacionais” para a área do euro, são preparadas pelo Eurosistema, juntamente com o Eurostat e com os institutos nacionais de estatística. Permitem, nomeadamente, uma análise abrangente das ligações entre a evolução financeira e não financeira na economia e das inter-relações entre os diferentes sectores da economia (famílias, sociedades não financeiras, sociedades financeiras e administrações públicas) e entre estes sectores e o resto do mundo.

As contas da área do euro proporcionam também o quadro para uma análise mais abrangente dos dados de maior frequência. A este respeito, a publicação desde Novembro de 2007 de uma desagregação sectorial do agregado monetário largo M3 melhorou o âmbito da análise monetária.

Em Abril de 2007 as estatísticas mensais existentes relativas aos saldos de Instrumentos de Dívida de Curto Prazo Europeus (*Short-Term European Paper* (STEP)) foram complementadas com estatísticas diárias sobre taxas de rendibilidade, com desagregações por prazo inicial e sector do emitente (ser Secção 3 do Capítulo 4).

Em Julho de 2007 o BCE iniciou a publicação electrónica de curvas de rendimentos diárias, que reflectem as taxas de remuneração de mercado implícitas dos títulos de dívida emitidos pelas administrações centrais da área do euro denominadas em euro (com base na taxa de juro e no preço de mercado) para um vasto espectro de prazos, desde 3 meses até 30 anos. As curvas de rendimento da área do euro podem contribuir para aferir as expectativas de mercado quanto à actividade económica e financeira num horizonte de médio a longo prazo.

O BCE procedeu também à compilação e divulgação, numa base experimental, de estimativas mensais com base no IHPC dos preços administrados da área do euro, utilizando informação sobre os sub-índices do IHPC publicados pelo Eurostat e as definições acordadas no SEBC.

Desagregações geográficas adicionais<sup>17</sup> para os fluxos trimestrais da balança de pagamentos e para os dados anuais da posição de investimento internacional foram disponibilizadas através de comunicados regulares e das estatísticas online do BCE, no serviço *Statistical Data Warehouse* (SDW)<sup>18</sup>.

O enquadramento legal para a recolha de estatísticas monetárias e financeiras foi

<sup>17</sup> Para o Brasil, Rússia, Índia, China e Região Administrativa Especial de Hong Kong.

<sup>18</sup> A versão pública do SDW foi lançada na internet no final de 2006 e foi acolhida com agrado pelos utilizadores de estatísticas da área do euro. Devido à sua robustez e interfaces de fácil utilização, rapidamente se tornou um instrumento popular de pesquisa de dados da área do euro na internet. Cerca de 20 000 utilizadores visitam o SDW todos os meses a fim de consultar e descarregar dados relativos à área do euro, incluindo desagregações nacionais.

melhorado com um novo Regulamento do BCE relativo a estatísticas sobre os activos e passivos dos fundos de investimento (excepto fundos do mercado monetário), ao abrigo do qual os fundos de investimento passarão a apresentar dados harmonizados a partir do início de 2009. O Conselho do BCE adoptou também uma Orientação reformulada sobre estatísticas monetárias, de instituições financeiras e de mercado, que passou a incluir outras disposições relativas a estatísticas sobre os activos e passivos dos fundos de investimento e a estatísticas de pagamentos. Além disso, o Conselho do BCE alterou a Orientação e a Recomendação do BCE relativas às estatísticas de balança de pagamentos e posição de investimento internacional e do modelo de reservas internacionais.

Estão em curso trabalhos em diversos domínios com o objectivo de continuar a melhorar as estatísticas monetárias e financeiras da área do euro nos próximos anos. Em particular, foram iniciados os preparativos para uma abordagem integrada à titularização das IFM e às actividades das sociedades de titularização, criando assim as condições para uma disponibilidade bastante melhorada de dados sobre a venda e a titularização de créditos.

Além disso, o Eurosistema avalia a viabilidade de melhorar os dados estatísticos sobre as sociedades de seguros e os fundos de pensões. O quadro regulamentar para as estatísticas do balanço das IFM e as estatísticas de taxas de juro das IFM está a ser também alvo de revisão, tendo como objectivo acomodar as novas exigências dos utilizadores e os mercados financeiros em mudança de forma eficiente em termos de custos.

O BCE continuou a trabalhar no desenvolvimento de uma base de dados de títulos centralizada. Esta base, um projecto ao nível do SEBC, é uma base de dados simples que contém informações de referência relativas a títulos individuais relevantes para efeitos estatísticos do SEBC. O projecto desempenha um papel essencial na transição para a prestação de informação por título, o que tem potencial para aliviar

significativamente a carga associada à prestação de informação por parte dos inquiridos, melhorando a qualidade e a flexibilidade das estatísticas da área do euro. A base de dados está a ser já utilizada por alguns BCN na compilação de estatísticas financeiras nacionais.

## 4.2 OUTROS DESENVOLVIMENTOS ESTATÍSTICOS

Em 2007, o Eurosistema analisou em pormenor possíveis formas de aumentar a eficiência da produção de estatísticas do BCE, tendo também como objectivo manter a carga estatística num nível mínimo. Neste contexto, foram conduzidos novos trabalhos sobre a viabilidade da reutilização de microdados existentes, em particular relativos a centrais de risco de crédito e centrais de balanços. Além disso, prosseguiram os trabalhos com o objectivo de promover a harmonização dos conceitos e dados estatísticos e de supervisão, incidindo inicialmente sobre as exigências de informação das instituições de crédito.

Alguns documentos publicados em 2007 contribuíram para aumentar a transparência no que se refere aos padrões de governação e de qualidade actualmente aplicados à produção e divulgação de estatísticas do BCE e do SEBC. O documento intitulado “*The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics*” (“Estrutura de Governação do SEBC aplicada às respectivas estatísticas”) apresenta uma breve análise da estrutura de governação que regula a disponibilização de estatísticas pelo BCE e pelos BCN. Em “*Public commitment with respect to the ESCB’s statistical function*” (Compromisso público relativo à função estatística do SEBC), apresentado na primeira página da secção estatística do *site* do BCE, são expressos os compromissos assumidos pelo BCE e pelos BCN no desempenho das suas atribuições estatísticas, no que se refere aos princípios estatísticos e aos padrões éticos e de qualidade. Além disso, no “*ECB Statistics Quality Framework*” (Quadro de qualidade estatística do BCE) discorre-se sobre os princípios de qualidade subjacentes à produção de estatísticas do BCE. Avaliações qualitativas e indicadores



quantitativos, tais como os contidos no relatório anual de qualidade sobre as estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro, são fornecidos regularmente como parte deste quadro de qualidade.

A divulgação de estatísticas foi aperfeiçoada através da publicação de quadros adicionais relativos a estatísticas da área do euro e de todos os dados nacionais correspondentes nos *sites* do BCE e dos BCN. As estatísticas de pagamentos foram também melhoradas e a publicação “*Blue Book Addendum*” (Anexo ao Livro Azul) foi substituída por séries cronológicas e quadros que podem ser consultados no *site* do BCE (ver Secção 2 do Capítulo 2). Além disso, foram disponibilizados novos dados sobre transacções de títulos e contrapartes centrais.

Tal como em anos anteriores, a informação estatística divulgada nas publicações do BCE passou a ser mais abrangente. Exemplos disso incluem o vasto leque de indicadores apresentados no relatório anual intitulado “*Financial integration in Europe*” (Integração financeira na Europa) e o anexo à publicação “*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries*” (Mercados bolsistas e taxas de juro de longo prazo nos Estados-Membros da União Europeia não pertencentes à área do euro e nos países candidatos) (ver Secção 3 do Capítulo 4). Foram também melhorados os dados anuais sobre as estruturas bancárias e os dados trimestrais subjacentes ao “*Financial Stability Review*” (Relatório de Estabilidade Financeira). O “*Euro money market survey*” (Inquérito ao mercado monetário do euro) foi aperfeiçoado, em termos quer de qualidade quer de actualidade dos dados, e os conjuntos de dados subjacentes foram disponibilizados no *SDW*.

Um Documento de Trabalho Ocasional do BCE intitulado “*Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*” (Progressos realizados no sentido

de estatísticas harmonizadas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional – a experiência dos compiladores europeus), publicado em Julho de 2007, apresenta uma análise geral do quadro metodológico e de questões práticas relacionadas com a recolha, compilação e divulgação destas estatísticas.

O BCE prosseguiu a estreita cooperação com o Eurostat e outras organizações internacionais e tem desempenhado um papel importante na actualização em curso dos padrões estatísticos globais (com os trabalhos sobre o Sistema de Contas Nacionais (SCN 93) e o Manual da Balança de Pagamentos do FMI, que deverão ficar concluídos em 2008). O Eurostat, coadjuvado pelo BCE, começou recentemente a preparar a revisão do SEC 95, que aplicará a maioria das alterações ao SCN ao nível europeu. O BCE esteve também activamente envolvido na revisão do documento “*Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*” (Definição da referência do investimento directo estrangeiro) da OCDE. Por último, continuou a apoiar e a implementar padrões técnicos globais para a troca de dados<sup>19</sup>.

### 4.3 PREPARATIVOS PARA O ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO

As estatísticas desempenham também um papel importante no acompanhamento da convergência dos Estados-Membros da UE ainda não pertencentes à área do euro e, por conseguinte, na preparação dos relatórios de convergência (ver Secção 1.2 do Capítulo 5).

Os dados estatísticos necessários para avaliar os progressos alcançados pelo Estados-Membros no cumprimento dos critérios de convergência relativos à estabilidade de preços, posições orçamentais, taxas de câmbio e taxas de juro de longo prazo são fornecidos pelo Eurostat.

19 Por exemplo, a iniciativa *Statistical Data and Metadata Exchange* (SDMX) (intercâmbio de dados estatísticos e metainformação), apoiada pelo BIS, BCE, Eurostat, FMI, OCDE, Nações Unidas e Banco Mundial, com o objectivo de promover os padrões globais para a troca de informações estatísticas.

O BCE, juntamente com os BCN dos Estados-Membros em causa, apoia o Eurostat através da disponibilização de estatísticas de taxas de juro de longo prazo e recolhe e colige dados estatísticos adicionais que complementam os quatro principais indicadores de convergência.

Uma vez que a avaliação do processo de convergência depende essencialmente da qualidade e integridade das estatísticas subjacentes, o BCE acompanha de perto a evolução da recolha e apresentação destas estatísticas, em particular das estatísticas das finanças públicas.

## 5 ESTUDOS ECONÓMICOS

As principais funções dos estudos no BCE, bem como no Eurosistema no seu conjunto, consistem em: fornecer resultados de estudos relevantes para o aconselhamento no âmbito da política monetária e outras atribuições do Eurosistema, e elaborar e aplicar os respectivos modelos e instrumentos analíticos; manter e utilizar modelos econométricos para as previsões económicas e comparação dos efeitos de políticas alternativas; e comunicar com a comunidade académica, por exemplo através da publicação dos resultados dos estudos em jornais externos e da organização de conferências de investigação.

### 5.1 PRIORIDADES DOS ESTUDOS

No BCE, os estudos económicos são principalmente realizados pela Direcção-Geral de Estudos Económicos, mas também por várias outras áreas de trabalho. Um *Research Coordination Committee (RCC)* – Comité de Coordenação dos Estudos Económicos – coordena estes estudos, estabelecendo prioridades e juntando as áreas de trabalho que os solicitam ou produzem.

As principais prioridades dos estudos em 2007 foram nas seguintes áreas: desenvolvimento dos modelos de previsão; o papel da informação do sector financeiro, incluindo agregados monetários e de crédito, na análise da política monetária; compreensão dos mecanismos de transmissão da política monetária; estabilidade financeira; a eficiência do sistema financeiro europeu; e questões internacionais.

O desenvolvimento dos modelos de previsão incidiu sobre um maior desenvolvimento e utilização dos modelos estruturais dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral e sobre a implementação dos modelos dinâmicos de factores para efeitos de previsões de curto prazo. Os modelos estruturais dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral foram desenvolvidos e utilizados no passado no BCE para a análise de um número elevado e crescente de questões de política. Os trabalhos

prosseguiram em 2007, com particular enfoque sobre o impacto das mudanças estruturais (por exemplo, demográficas), factores externos (por exemplo, choques sobre os preços do petróleo), evolução da produtividade e questões financeiras (por exemplo, fricções no mercado de crédito). Além disso, prosseguiram os trabalhos sobre dois modelos de média escala e a sua utilização para efeitos de análise de política: o *New Area-Wide Model (NAWM)* (Novo Modelo para toda a Área do Euro) e o modelo de Christiano, Motto e Rostagno. O primeiro é um instrumento de previsão e simulação que está a ser desenvolvido para utilização, juntamente com outros modelos, no contexto dos exercícios de projecção do Eurosistema e do BCE. O segundo é um instrumento de simulação com especial incidência sobre os factores financeiros. No que se refere à evolução dos instrumentos de previsão, os modelos baseados em factores continuaram a ser desenvolvidos e cada vez mais utilizados para a avaliação a curto prazo dos desenvolvimentos económicos. Por último, o BCE apoiou activamente a *Euro Area Business-Cycle Network* (Rede sobre o Ciclo Económico da Área do Euro), uma associação entre os bancos centrais e a comunidade académica, gerida pelo *Centre for Economic Policy Research (CEPR)* (Centro de Estudos de Política Económica).

Os estudos sobre a análise de política monetária incidiram sobre a evolução e utilização de métodos quantitativos para a análise monetária, com ênfase sobre a disponibilização de instrumentos analíticos de elevada qualidade para a preparação de decisões de política. Os trabalhos focaram o desenvolvimento de modelos baseados em indicadores monetários para a inflação e a análise da procura de moeda, bem como a introdução dos modelos estruturais acima descritos no processo de análise de política.

O mecanismo de transmissão da política monetária foi investigado sob diversas perspectivas. A *Wage Dynamics Network (WDN)* (rede de investigação sobre dinâmica salarial), uma rede de investigadores do SEBC que



Relativamente ao segundo, os resultados dos trabalhos serão utilizados para melhorar o conteúdo analítico do documento anual

analisa as características e fontes da dinâmica salarial na área do euro e a sua relação com os preços, prosseguiu os trabalhos tanto a nível agregado como microeconómico. O grupo WDN lançou um inquérito *ad hoc* sobre salários, custos do trabalho e comportamento de fixação dos preços ao nível das empresas em 17 países. O inquérito colige informações sobre os salários e a fixação de preços, a rigidez descendente dos salários e o ajustamento dos salários e preços aos choques. O primeiro conjunto de resultados dos estudos será apresentado numa conferência prevista para 2008. Os mercados da habitação foram também analisados, bem como o papel dos bancos e do mercado de crédito no mecanismo de transmissão monetária. Prosseguiram os trabalhos sobre as finanças das famílias, com os planos para um inquérito ao nível de toda a área do euro a serem preparados pela *Eurosystem Household Finance and Consumption Network* (Rede sobre o Financiamento e Consumo das Famílias do Eurosistema). Outros tópicos analisados nesta área de pesquisa foram as políticas de comunicação dos bancos centrais, expectativas e prémios de risco na curva de rendimentos e os determinantes da dinâmica dos preços das acções.

Foram também exploradas questões relacionadas com a estabilidade financeira e o seu impacto sobre a política monetária, em particular no contexto dos trabalhos desenvolvidos para o *“Financial Stability Review”* (“Relatório de Estabilidade Financeira”) do BCE. O sistema financeiro foi analisado em duas dimensões: o seu grau de integração e a evolução dos mercados de capitais.

No que se refere às prioridades dos estudos relacionados com questões internacionais, as principais áreas de interesse foram os desequilíbrios mundiais e o papel internacional do euro. Quanto ao primeiro, será organizado, em 2008, um seminário ao mais alto nível.

*“Review of the international role of the euro”* (“Análise do papel internacional do euro”). No contexto desta prioridade dos estudos, foi desenvolvido um prolongamento internacional do NAWM.

## 5.2 PUBLICAÇÕES E CONFERÊNCIAS

Os resultados dos estudos do BCE foram publicados na respectiva série Documentos de Trabalho e, em certa medida, também através das séries Documentos de Trabalho Ocasionais e Documentos de Trabalho Jurídicos. Em particular, a série Documentos de Trabalho – um instrumento já bem estabelecido para a comunicação de estudos internos relevantes em termos de política – registou a publicação de mais de 140 documentos de trabalho em 2007. Destes, ligeiramente mais de 100 foram elaborados pelos especialistas do BCE, quer individualmente, quer em colaboração com co-autores externos, enquanto os restantes foram escritos por visitantes externos que participaram em conferências e encontros de trabalho, no contexto de redes de estudos ou após uma estadia prolongada no BCE para a conclusão de um projecto de investigação. Regra geral, espera-se que a maior parte dos trabalhos venha a ser publicada em importantes revistas académicas sujeitas a análise pelos pares. Em 2007, os especialistas do BCE publicaram mais de 50 artigos em revistas académicas.

A fim de divulgar as conclusões da série Documentos de Trabalho a uma audiência mais vasta, foi decidido publicar um *Research Bulletin* (Boletim de Estudos), que apresenta estudos relevantes em termos de política, incluindo artigos sobre questões centrais e resumos de documentos de estudo seleccionados. Os artigos publicados em 2007 incluíam discussões sobre os efeitos de informação imperfeita e

aprendizagem nos preços do mercado financeiro, a integração financeira e os fluxos de capital nos novos Estados-Membros da UE, e sobre o crescimento da produtividade na área do euro.

O BCE organizou ou participou na organização de mais de dez conferências ou encontros de trabalho sobre tópicos de investigação. Participou na organização de conferências envolvendo o CEPR e outros bancos centrais, internos e externos ao Eurosistema. Além disso, foram organizados diversos encontros de trabalho e seminários a fim de divulgar os estudos no contexto do BCE.

A maior parte das conferências e encontros de trabalho estiveram relacionadas com áreas específicas de prioridade de estudo. A área da evolução dos modelos de previsão continuou a receber em 2007 o mesmo grau de atenção que em anos anteriores. Em Setembro, foi organizado um encontro de trabalho pelo BCE, em conjunto com o CEPR e o Banque de France, no contexto da Rede sobre o Ciclo Económico da Área do Euro, com o objectivo de discutir as mudanças na dinâmica de inflação e as suas implicações para a elaboração de previsões. As conclusões do encontro deram um contributo útil para os trabalhos sobre a previsão de inflação em curso no BCE. Além disso, um encontro de trabalho sobre técnicas de previsão (evento organizado pelo BCE numa base bienal) discutiu a incerteza das previsões no contexto macroeconómico e das finanças e, mais especificamente, a forma de integrar as medidas de risco nas actividades de previsão, uma questão relevante para vários bancos centrais.

No que respeita à prioridade dos estudos de análise de política monetária, foi realizada em Novembro de 2007, no BCE, uma conferência organizada conjuntamente pelo Bank of Canada e pelo BCE sobre a definição de estabilidade de preços. A conferência abordou as opções teóricas e a experiência prática no contexto da definição da estabilidade de preços. Uma outra conferência foi realizada em Novembro de 2007 sobre a análise do papel, desafios e implicações para os mercados monetários de uma perspectiva

de política monetária mais avançada em termos da compreensão dos mecanismos de transmissão da política monetária. Em Maio de 2007, realizou-se uma conferência sobre as implicações das mudanças no sistema bancário e no financiamento de empresas para o mecanismo de transmissão da política monetária.

Em Junho de 2007, foi realizada uma conferência conjunta com o Bank of England – sobre pagamentos e estabilidade monetária e financeira – como parte dos trabalhos na área dos estudos de estabilidade financeira e, em Julho de 2007, teve lugar uma conferência sobre a globalização e a macroeconomia, no contexto dos trabalhos sobre questões internacionais.

Um mecanismo adicional para a divulgação de estudos foi a organização de uma série de seminários, dois dos quais de particular relevância: os *Joint Lunchtime Seminars* (Seminários conjuntos durante a hora do almoço), organizados em colaboração com o Deutsche Bundesbank e com o *Center for Financial Studies* (Centro de Estudos Financeiros), e os *Invited Speakers Seminars* (Seminários de Oradores Convidados). As duas séries compreendem seminários semanais nos quais investigadores externos são convidados a apresentar os seus trabalhos recentes. O BCE organiza também, numa base *ad hoc*, seminários de estudo fora do âmbito das duas séries acima referidas.





## 6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES

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

Nos termos da alínea d) do artigo 237.º do Tratado, compete ao BCE acompanhar o cumprimento, por parte dos 27 BCN da UE e pelo BCE, das proibições estipuladas nos artigos 101.º e 102.º do Tratado e nos Regulamentos (CE) n.º 3603/93 e n.º 3604/93 do Conselho. O artigo 101.º proíbe a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo BCE e pelos BCN em benefício de governos e de instituições ou organismos da Comunidade, bem como a compra directa de títulos de dívida a essas entidades. O artigo 102.º proíbe quaisquer medidas, não baseadas em considerações de ordem prudencial, que possibilitem o acesso privilegiado às instituições financeiras por parte dos governos e das instituições ou organismos da Comunidade. A par do Conselho do BCE, a Comissão Europeia acompanha o cumprimento por parte dos Estados-Membros das disposições atrás referidas.

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

Em 2007, o Conselho do BCE identificou dois casos de não cumprimento das referidas disposições do Tratado e dos regulamentos do Conselho associados.

Primeiro, o Národná banka Slovenska adquiriu instrumentos de dívida emitidos pelo Banco Europeu de Investimento (BEI) no mercado primário. Mais especificamente, em 6 de Fevereiro de 2007, o Národná banka Slovenska

adquiriu obrigações do BEI denominadas em dólares dos EUA no montante de USD 50 milhões, para efeitos da gestão de activos de reserva externa. Dado que o BEI é um organismo comunitário, estas aquisições 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. Em 22 de Maio de 2007, o Národná banka Slovenska vendeu os instrumentos de dívida emitidos pelo BEI adquiridos no mercado primário e tomou medidas imediatas no sentido de evitar a ocorrência de eventos deste tipo no futuro.

Segundo, o Banka Slovenije ultrapassou o limite de moedas detidas pelos BCN e creditadas ao sector público. Em 15 de Fevereiro de 2007, as detenções pelo Banka Slovenije de moedas emitidas pelo sector público e creditadas na conta do sector público nacional excederam, numa base média diária, o limite de 10% do valor das moedas em circulação estabelecido pelo artigo 6.º do Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho. Na mesma data, o valor das moedas detidas pelo Banka Slovenije e creditadas na conta do sector público alcançou 12.27% do valor das moedas em circulação. Este incumprimento foi uma consequência do elevado nível de devoluções de moedas ao Banka Slovenije na primeira metade de Fevereiro de 2007, após o fornecimento prévio aos bancos no Outono de 2006, antes da adopção do euro. A situação foi de imediato totalmente corrigida e as disposições do Tratado têm sido respeitadas desde essa data.

### 6.2 FUNÇÕES CONSULTIVAS

De acordo com o n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, o BCE deve ser consultado sobre qualquer proposta de legislação comunitária ou nacional, no domínio das suas atribuições<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Em conformidade com o Protocolo relativo a certas disposições relacionadas com o Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte, anexo ao Tratado, a obrigação de consultar o BCE não se estende ao Reino Unido (JO C 191, 29.7.1992, p.18).

Todos os pareceres do BCE são publicados no seu *site*.

O BCE adoptou 43 pareceres em 2007: 8 em resposta a consultas por instituições da UE e 35 em resposta a consultas por autoridades nacionais. Tal compara com 62 consultas em 2006. O presente Relatório Anual inclui, em anexo, uma lista dos pareceres adoptados em 2007.

São de realçar os pareceres do BCE que se seguem, emitidos a pedido do Conselho da UE.

Para além dos pareceres adoptados ao abrigo do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, de 5 de Julho de 2007, o BCE emitiu um parecer<sup>21</sup> nos termos do Artigo 48.º do Tratado relativo à abertura da Conferência Intergovernamental (CIG) que elaborou o novo Tratado de Lisboa<sup>22</sup>. O BCE congratulou-se em particular com a inclusão da estabilidade de preços e do estabelecimento de uma União Económica e Monetária cuja moeda é o euro entre os objectivos da UE e com o facto de a política monetária ser expressamente considerada como uma das competências exclusivas da UE (ver Secção 1.2 do Capítulo 5). Em 2 de Agosto de 2007, após a divulgação do projecto de texto do novo Tratado, o Presidente do BCE escreveu uma carta à Presidência da CIG<sup>23</sup> com algumas sugestões relativas ao estatuto institucional do BCE e do SEBC.

Após a revogação pelo Conselho da derrogação de Chipre e de Malta, o BCE emitiu um parecer<sup>24</sup> único sobre as propostas da Comissão Europeia de alteração do Regulamento (CE) n.º 974/98 do Conselho relativo à introdução do euro e do Regulamento (CE) n.º 2866/98 do Conselho relativo às taxas de conversão entre o euro e as moedas dos Estados-Membros que adoptam o euro<sup>25</sup>.

O BCE foi consultado sobre uma proposta de directiva do Conselho relativa à identificação e designação das infraestruturas críticas europeias<sup>26</sup>, com o objectivo de melhorar a coordenação em termos de reacção a ataques

terroristas. O BCE salientou que será necessário garantir a compatibilidade das disposições de direito nacional de aplicação da directiva proposta com as responsabilidades dos bancos centrais nacionais no domínio da superintendência dos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários e das câmaras de compensação e que deveria ser evitada a duplicação do trabalho já levado a cabo pelos bancos centrais nesta área. O BCE recomendou ainda que a lista das infraestruturas críticas seja confidencial.

Num parecer sobre uma proposta de regulamento do Conselho que altera o Regulamento n.º 1338/2001 do Conselho (que define medidas necessárias à protecção do euro contra a falsificação<sup>27</sup>), o BCE lembrou que o direito penal pode excepcionalmente ser da competência da Comunidade, caso tal se torne necessário para assegurar a eficácia do Direito Comunitário. O BCE salientou que o BCE e os BCN deverão, em princípio, poder receber amostras de notas, mesmo que retidas como elementos de prova no quadro de processos penais, e que as próprias competências do BCE para assegurar a integridade das notas de euro ao abrigo do n.º 1 do artigo 106.º do Tratado e do artigo 16.º dos Estatutos do SEBC deverão ser reflectidas de forma mais precisa na proposta. Quanto aos procedimentos a definir pelo BCE e pela Comissão no que se refere à obrigação de verificação da autenticidade das notas e moedas de euro recebidas, o parecer refere que estas instituições deverão estabelecer prazos para a implementação nacional.

No parecer sobre uma proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) do Conselho n.º 322/97 relativo às estatísticas europeias<sup>28</sup>,

21 CON/2007/20, de 5 de Julho de 2007, JO C 160, 13.7.2007, p. 2.

22 Para mais pormenores, ver Secção 1.2 do Capítulo 5.

23 Esta carta foi publicada nos *sites* da CIG e do BCE.

24 CON/2007/19 de 5 de Julho de 2007, JO C 160, 13.7.2007, p. 1.

25 Ver Secção 2 do Capítulo 3.

26 CON/2007/11 de 13 de Abril de 2007, JO C 116, 26.7.2007, p. 1.

27 CON/2007/42 de 17 de Dezembro de 2007, JO C 27, 31.1.2008, p. 1.

28 CON/2007/35 de 14 de Novembro de 2007, JO C 291, 5.12.2007, p. 1.

o BCE congratulou-se com o reconhecimento da necessidade de estreita colaboração entre o Sistema Estatístico Europeu e o SEBC no desenvolvimento, produção e divulgação de estatísticas europeias, e com as disposições relativas à troca de dados confidenciais.

Em Junho de 2007, um grupo de trabalho conjunto constituído por representantes da Comissão Europeia, do Secretariado do Conselho da UE e do BCE emitiu um relatório sobre a consulta do BCE relativa a propostas de legislação comunitária. O grupo de trabalho foi estabelecido na sequência de uma sugestão do Presidente do BCE. O relatório tem como objectivo assegurar que todas as partes acelerem os procedimentos internos de forma que o BCE possa ser consultado e apresente os seus pareceres o mais cedo possível no processo legislativo. Reconhece a obrigação de consulta ao BCE sobre medidas do nível 2 da abordagem Lamfalussy<sup>29</sup> no domínio das atribuições do BCE, e clarifica as competências consultivas do BCE em matéria de supervisão prudencial e estabilidade financeira. As discussões no seio do grupo de trabalho desenvolveram uma compreensão partilhada da necessidade de cooperação em prol do processo legislativo da Comunidade no seu conjunto. O relatório reflecte o consenso entre os membros do grupo de trabalho e não condiciona formalmente as respectivas instituições.

O BCE continuou a ser consultado por autoridades nacionais sobre questões relacionadas com os BCN, em particular sobre alterações aos estatutos dos BCN na Alemanha, Grécia, Hungria e Áustria<sup>30</sup>. O BCE foi também consultado pela República Checa, Hungria, Portugal e Roménia relativamente a questões que podem ter influência sobre a independência dos BCN enquanto membros do SEBC<sup>31</sup>.

O BCE foi consultado, na área da política monetária, pela Letónia, Malta, Polónia e Roménia sobre o regime de reservas mínimas<sup>32</sup>, e pelo Chipre, Polónia e Eslovénia sobre questões relacionadas com a moeda e os meios de pagamento<sup>33</sup>. O BCE foi também consultado

pela Áustria, Alemanha, Hungria e Roménia sobre questões estatísticas<sup>34</sup>.

Em termos de supervisão, a Bulgária, Alemanha, Grécia, Itália, Áustria, Polónia e Roménia<sup>35</sup> consultaram o BCE sobre propostas de legislação relacionadas com reformas significativas do quadro de supervisão financeira e sobre questões relacionadas com a estabilidade financeira. Neste contexto, nos pareceres sobre o projecto de lei que altera a Lei Bancária, a Lei Bancária sobre a Poupança, a Lei sobre a Autoridade de Supervisão Financeira e a Lei do Oesterreichische Nationalbank destinada a melhorar o quadro de supervisão das instituições de crédito na Áustria e a reforçar o papel do BCN, e em linha com anteriores pareceres nesta área, o BCE reafirmou que a cooperação (incluindo a partilha de informação) entre autoridades de supervisão e os bancos centrais é essencial para a condução do acompanhamento macroprudencial, a superintendência dos sistemas de pagamentos e a salvaguarda de outras infra-estruturas de mercado essenciais para a condução regular da política monetária. Em particular, na perspectiva de estabilidade financeira, o BCE é de opinião que os BCN deverão inevitavelmente ser envolvidos na gestão de crises do mercado financeiro.

Na área dos sistemas de pagamentos e de liquidação, o BCE foi consultado pelos Países Baixos, Hungria, Letónia, Grécia, Eslovénia, Roménia e Espanha<sup>36</sup>. Neste âmbito,

29 A abordagem Lamfalussy é um processo de quatro níveis para a aprovação de legislação no âmbito dos valores mobiliários, banca e seguros. Para mais pormenores, ver o relatório intitulado "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets" ("Relatório Final do 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 o Relatório Anual de 2003, do BCE, p. 122.

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 e CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 e CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 e CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 e CON/2007/5

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 e CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23, CON/2007/31 e CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 e CON/2007/27.

o Ministério das Finanças holandês solicitou o parecer do BCE sobre uma proposta de lei relativa à superintendência sistémica das sociedades de compensação e de liquidação. O BCE reiterou a sua opinião de que, uma vez que os sistemas de pagamentos se encontram interligados com os sistemas de compensação e de liquidação de títulos, existem fortes argumentos a favor da responsabilidade do BCN pela superintendência quer dos sistemas de pagamentos quer dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos. Repetiu também a sua recomendação de que a superintendência dos sistemas de pagamentos, incluindo a conduta de mercado, seja explicitamente atribuída ao De Nederlandsche Bank, o que deverá ser compatível com a sua participação no Eurosistema. O BCE salientou também que o BCN, na qualidade de superintendente prudencial e sistémico, deverá desempenhar um papel, avaliando se as normas das sociedades de compensação e de liquidação contêm critérios que limitem o acesso aos participantes por outros motivos que não o risco.

No que se refere ao enquadramento legal para a introdução do euro, o BCE foi consultado pelo Chipre<sup>37</sup>. A Eslováquia<sup>38</sup> consultou o BCE sobre uma proposta de legislação nacional que se destina a facilitar a futura introdução do euro e que altera a Lei do Národná banka Slovenska e 27 outras leis que regulamentam questões relacionadas com a competência do BCE, com relevância para a convergência legal com o Tratado e os Estatutos do SEBC.

A partir de 2008, passa a ser incluída no Relatório Anual informação relativa aos casos mais importantes de não cumprimento da obrigação de consulta ao BCE sobre propostas de legislação nacional e comunitária. Em 2007, verificaram-se seis casos de não consulta ao BCE. Num caso de não cumprimento, as autoridades polacas não solicitaram o parecer do BCE quanto a uma proposta de lei sobre divulgação de dados. A lei pretendia impor a alguns indivíduos a obrigação de declarar actividades desenvolvidas entre 1944 e 1990 que pudessem ser definidas como colaboração

com os serviços de segurança do estado. Algumas disposições do projecto de lei podiam ter afectado a independência do banco central e introduzido alterações em alguns aspectos do regime institucional do BCN previsto na Lei do Narodowy Bank Polski, com implicações para os membros dos órgãos de decisão e para o pessoal do Narodowy Bank Polski. Se o BCE tivesse sido consultado sobre este projecto de lei, teria levantado sérias objecções. O BCE estabeleceu contactos com o *Sejm Marshall* (o Presidente da Câmara dos Comuns do Parlamento polaco) relativamente à obrigação de consulta, mas as respostas recebidas contestavam a competência do BCE para ser consultado sobre o referido projecto de lei. Subsequentemente, algumas disposições da lei sobre divulgação de dados com relevância para o SEBC foram invalidadas pelo Tribunal Constitucional polaco.

Noutro caso de não consulta, as autoridades da Letónia não consultaram o BCE sobre uma proposta de disposição jurídica relativa a questões monetárias, como exige a lei comunitária. A proposta de disposição em causa, que foi adoptada em 18 de Dezembro de 2007, consistiu numa alteração ao Regulamento do Gabinete do Conselho de Ministros sobre a designação da moeda única da União Europeia em letão, inicialmente adoptado em 26 de Julho de 2005 e em relação ao qual as autoridades da Letónia também não tinham consultado o BCE. Se bem que o Regulamento original estabelecesse que o nome da moeda única em letão fosse “eiro”, esta disposição foi agora alterada de forma que a designação “euro” seja obrigatoriamente utilizada nos actos jurídicos na Letónia. À excepção dos actos jurídicos, a moeda única continua a ser oficialmente designada em letão por “eiro”. Após a adopção do Regulamento original em 2005, o BCE escreveu ao Ministro das Finanças letão em 1 de Setembro de 2005, indicando claramente que, de acordo com a jurisprudência do Tribunal de Justiça Europeu, os Estados-Membros não podem legislar sobre questões regulamentadas

37 CON/2007/1

38 CON/2007/43.

pela lei comunitária directamente aplicável e salientando que a Comunidade tem competência exclusiva para legislar sobre o euro e a sua designação.

inquérito à satisfação dos clientes, que confirmou a satisfação generalizada dos clientes quanto ao leque de serviços disponíveis no quadro dos serviços oferecidos e à sua qualidade.

### **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 2007, o BCE não realizou quaisquer atribuições administrativas desta natureza. Não existia qualquer saldo por liquidar no final de 2006 e não se iniciaram novas operações durante 2007.

### **6.4 SERVIÇOS DE GESTÃO DE RESERVAS DO EUROSISTEMA**

Em 2007, continuou a ser oferecido um conjunto abrangente de serviços, ao abrigo de um enquadramento adoptado em 2005, para a gestão dos activos de reserva denominados em euros de clientes do Eurosistema. O conjunto completo de serviços – que está ao dispor dos bancos centrais, autoridades monetárias e agências governamentais localizadas fora da área do euro, bem como de organizações internacionais – é disponibilizado ao abrigo de termos e condições harmonizados, de acordo com os padrões de mercado gerais, pelos bancos centrais individuais do Eurosistema (os prestadores de serviços do Eurosistema) que actuam como prestadores de serviços dedicados. O BCE desempenha um papel de coordenação global, garantindo o bom funcionamento do quadro. O número de clientes que estabeleceram uma relação negocial com o Eurosistema em 2007 manteve-se estável em comparação com 2006. Quanto aos próprios serviços, as disponibilidades de tesouraria totais e/ou detenções de títulos de clientes registaram um aumento. Em 2007 o Eurosistema realizou um







## **CAPÍTULO 3**

# **ENTRADA DE CHIPRE E MALTA NA ÁREA DO EURO**

## I EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA EM CHIPRE E MALTA

Em 10 de Julho de 2007, o Conselho ECOFIN adoptou uma decisão que permitiu a Chipre e Malta introduzir o euro como sua moeda a partir de 1 de Janeiro de 2008, aumentando o número de países da área do euro de 13 para 15. A decisão do Conselho teve por base os relatórios de convergência publicados pelo BCE e pela Comissão Europeia em Maio de 2007, e seguiu-se a uma discussão do Conselho da UE reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, um parecer do Parlamento Europeu e uma proposta da Comissão Europeia. No mesmo dia, o Conselho ECOFIN adoptou um regulamento com a fixação irrevogável das taxas de conversão da libra cipriota e da lira maltesa em relação ao euro. As taxas de conversão foram fixadas em CYP 0.585274 e MTL 0.429300 face ao euro, sendo semelhantes às taxas centrais acordadas com efeitos a partir de 2 de Maio de 2005, quando as moedas aderiram ao MTC II. A libra cipriota tinha-se mantido próximo da sua taxa central face ao euro do lado forte da banda de flutuação, enquanto a lira maltesa tinha permanecido na taxa central durante todo o período em que

participou no MTC II. Ambas as moedas foram transaccionadas à respectiva taxa de paridade central ou num nível próximo desta no dia em que as taxas de conversão foram fixadas.

Numa análise ao longo dos últimos dez anos, a inflação medida pelo IHPC tanto em Chipre como em Malta permaneceu relativamente contida, oscilando na maior parte do tempo entre 2% e 3% (ver Quadros 14 e 15). Esta evolução relativamente favorável da inflação deve ser vista no contexto de regimes de ligação cambial de longa data. Em Chipre, a inflação medida pelo IHPC situou-se em níveis mais elevados em 2000 e 2003, reflectindo em grande parte fortes aumentos dos preços dos produtos energéticos e alimentares, bem como os aumentos graduais, relacionados com a harmonização com a UE, dos impostos sobre o consumo de produtos energéticos e da taxa do IVA de 10% para 15% no período 2002-03. Em Malta, em 1997 e 1998, a taxa de inflação medida pelo IHPC foi ligeiramente mais elevada, em grande parte devido a aumentos relativamente acentuados dos preços dos hotéis, restaurantes e transportes.

**Quadro 14 Principais indicadores económicos de Chipre**

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crescimento do PIB real	5.0	4.8	5.0	4.0	2.1	1.9	4.2	4.0	4.0	4.4
<i>Contributo para o crescimento do PIB real</i>										
<i>(em pontos percentuais)</i>										
Procura interna excluindo stocks	5.9	3.2	4.0	5.1	3.3	2.7	4.7	4.3	5.5	..
Exportações líquidas	-0.5	2.7	-1.0	0.6	-2.2	0.1	-2.2	0.7	-1.2	..
Inflação medida pelo IHPC <sup>1)</sup>	2.3	1.1	4.9	2.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.3	2.2
Remuneração por empregado	3.1	4.5	6.0	3.7	4.8	7.7	1.9	1.8	2.7	..
Custos unitários nominais do trabalho										
<i>(conjunto da economia)</i>										
Deflador das importações (bens e serviços)	-0.3	1.5	2.7	1.9	4.8	9.7	1.5	1.4	0.5	..
Saldo conjunto das balanças corrente e de capital										
<i>(% do PIB)<sup>2)</sup></i>										
Total do emprego	3.1	-1.7	-5.2	-3.3	-3.6	-2.0	-4.2	-5.4	-5.8	-7.1
Taxa de desemprego (em % da população activa)	1.6	1.8	1.7	2.2	2.1	3.8	3.8	3.6	1.7	1.5
Excedente (+) / défice (-) das administrações públicas	4.3	4.6	4.9	3.8	3.6	4.1	4.6	5.2	4.6	3.9
Divida bruta das administrações públicas	-4.1	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	1.5
Taxa de juro a três meses (% por ano) <sup>1)</sup>	58.4	58.7	58.8	60.7	64.6	68.9	70.2	69.1	65.2	60.0
Taxa de rendibilidade a longo prazo das obrigações de dívida pública a dez anos (% por ano) <sup>1)</sup>	..	6.2	6.4	5.9	4.4	3.9	4.7	4.2	3.4	4.2
Taxa de câmbio em relação ao euro <sup>1),3)</sup>	..	..	..	7.6	5.7	4.7	5.8	5.2	4.1	4.5
	0.58	0.58	0.57	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58

Fontes: BCE e Eurostat.

1) Média dos valores para o período.

2) Os dados para 2007 referem-se à média de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2007.

3) Libras cipriotas por euro.

## Quadro 15 Principais indicadores económicos de Malta

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crescimento do PIB real	..	..	..	-1.6	2.6	-0.3	0.2	3.3	3.4	3.1
<i>Contributo para o crescimento do PIB real</i>										
<i>(em pontos percentuais)</i>										
Procura interna excluindo stocks	..	..	..	-2.1	-4.3	6.8	1.6	2.4	2.1	..
Exportações líquidas	..	..	..	6.7	5.4	-5.3	-1.5	-2.2	1.2	..
Inflação medida pelo IHPC <sup>1)</sup>	3.7	2.3	3.0	2.5	2.6	1.9	2.7	2.5	2.6	0.7
Remuneração por empregado	..	..	..	5.4	3.1	4.6	1.4	1.8	2.5	..
Custos unitários nominais do trabalho (conjunto da economia)	..	..	..	9.0	1.0	6.0	0.4	0.1	0.3	..
Deflator das importações (bens e serviços)	..	..	..	-6.7	0.8	-2.4	-0.8	4.8	7.5	..
Saldo conjunto das balanças corrente e de capital (% do PIB) <sup>2)</sup>	-5.3	-2.8	-12.0	-3.8	2.6	-2.8	-4.6	-5.5	-3.7	-3.2
Total do emprego	..	..	..	1.7	0.6	1.0	-0.8	1.6	1.1	1.4
Taxa de desemprego (em % da população activa)	..	..	6.7	7.6	7.5	7.6	7.4	7.3	7.3	6.3
Excedente (+) / défice (-) das administrações públicas	-9.9	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.8	-4.9	-3.1	-2.5	-1.6
Dívida bruta das administrações públicas	53.4	57.1	55.9	62.1	60.1	69.3	72.7	70.8	64.7	62.9
Taxa de juro a três meses (% por ano) <sup>1)</sup>	5.4	5.2	4.9	4.9	4.0	3.3	2.9	3.2	3.5	4.3
Taxa de rentabilidade a longo prazo das obrigações de dívida pública a dez anos (% por ano) <sup>1)</sup>	..	..	..	6.2	5.8	5.0	4.7	4.6	4.3	4.7
Taxa de câmbio em relação ao euro <sup>1), 3)</sup>	0.43	0.43	0.40	0.40	0.41	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43

Fontes: BCE e Eurostat.

1) Média dos valores para o período.

2) Os dados para 2007 referem-se à média de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2007.

3) Liras maltesas por euro.

Em 2007, em Chipre, a inflação média medida pelo IHPC situou-se em 2.2%, tendo as taxas de inflação homólogas aumentado de níveis moderados, na primeira metade do ano, para um valor superior a 3% no final de 2007, reflectindo principalmente a evolução dos preços dos produtos energéticos. Em Malta, a inflação medida pelo IHPC em 2007 foi, em média, inferior a 2006, reflectindo sobretudo uma queda acentuada dos preços dos produtos energéticos em relação aos níveis elevados registados no ano anterior, bem como uma descida dos preços do alojamento. Na segunda metade de 2007, as taxas de inflação homólogas aumentaram de forma constante, situando-se num valor ligeiramente superior a 3% em Dezembro, resultando numa taxa de inflação média de 0.7% no conjunto do ano. Quer em Malta quer em Chipre, os preços dos produtos alimentares contribuíram para o aumento da inflação ao longo de 2007. Em Malta, este aumento da inflação, que se tornou particularmente visível durante o último trimestre do ano, também reflectiu aumentos nos subíndices vestuário e calçado e hotéis e restaurantes.

A evolução da inflação deve ser analisada no contexto do sólido crescimento económico ao longo da última década em Chipre, tendo o crescimento sido mais fraco em Malta. Em Chipre, o PIB real cresceu aproximadamente 5% no início da década antes de registar uma moderação para cerca de 2% em 2002 e 2003, reflectindo o enfraquecimento da procura de turismo. Nos últimos anos, o crescimento do PIB real voltou a recuperar para cerca de 4%, em linha com o novo fortalecimento da procura interna. Em Malta, após um período de sólido crescimento económico até 2000, o crescimento do produto registou um abrandamento significativo, reflectindo o enfraquecimento externo, o aumento da concorrência nos mercados das exportações de Malta e operações de reestruturação no sector transformador. O crescimento do produto voltou a recuperar em anos posteriores, situando-se num valor próximo de 3%, principalmente impulsionado pela procura interna. No que respeita à evolução externa, Chipre e Malta, em média, registaram défices da balança corrente e de capital de cerca

de 3.5% e 4% do PIB, respectivamente, ao longo dos últimos dez anos. Em 2007, o défice da balança corrente e de capital aumentou para 7.1% do PIB em Chipre e desceu para 3.2% do PIB em Malta.

As condições no mercado de trabalho mantiveram-se relativamente estáveis ao longo da última década em ambos os países. Em Chipre, a taxa de desemprego oscilou entre 3% e 5%, enquanto em Malta se situou maioritariamente num valor próximo de 7%. O crescimento do emprego foi relativamente forte em Chipre, aumentando para quase 4% entre 2003 e 2005, enquanto em Malta o emprego aumentou de forma mais moderada ao longo deste período. Contudo, após a recuperação económica dos últimos anos, as condições no mercado de trabalho registaram um fortalecimento em ambos os países ao longo de 2007. As taxas de desemprego seguiram uma tendência descendente quer em Chipre quer em Malta, situando-se em 3.9% e 5.8%, respectivamente, no final de 2007. Os fluxos significativos de trabalhadores estrangeiros, incluindo trabalhadores sazonais, suportam a flexibilidade dos mercados de trabalho em ambos os países.

A política orçamental deu um maior contributo para a realização da estabilidade de preços nos últimos anos tanto em Chipre como em Malta, uma vez que as suas posições orçamentais melhoraram significativamente. Partindo de valores muito elevados, o rácio da dívida pública em relação ao PIB começou a descer em ambos os países em 2004. Em Chipre, o rácio do défice, situado em 6.5% do PIB em 2003, passou para um excedente de 1.5% em 2007, enquanto em Malta, o rácio do défice caiu de 9.8% do PIB em 2003 para 1.6% em 2007. Em ambos os países, a melhoria na situação orçamental da administração pública foi principalmente motivada por factores não cíclicos, embora medidas temporárias tenham igualmente desempenhado um papel importante nos últimos anos. O rácio da dívida pública em relação ao PIB é elevado em ambos os países, mas diminuiu nos últimos anos. Em Chipre, o rácio da dívida caiu de um valor máximo de 70.2% do PIB em 2004 para 60% em 2007, enquanto

em Malta, caiu de 72.7% do PIB para 62.9% no mesmo período. Em Malta, é necessária uma maior consolidação para o país conseguir cumprir o objectivo de médio prazo estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Para além disso, em ambos os países, é necessário criar espaço de manobra suficiente nas finanças públicas para fazer face à deterioração esperada da situação demográfica, a qual deverá originar um aumento da despesa pública relacionada com o envelhecimento da população.

A política monetária desempenhou um papel importante no processo de convergência em Chipre e Malta. Ambos os países têm uma tradição de longa data de regimes de ligação cambial, que remonta à década de 60. Além disso, a manutenção da estabilidade de preços como objectivo primordial da política monetária foi consagrada, em 2002, na Lei que rege o Central Bank of Cyprus e na Lei que rege o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. A libra cipriota foi ligada ao ECU em 1992 e ao euro em 1999, com uma banda de flutuação de  $\pm 2.25\%$ . A banda foi alargada para  $\pm 15\%$  em 2001, no contexto da liberalização gradual em curso dos movimentos de capital. Contudo, o Central Bank of Cyprus não utilizou a banda mais larga e a taxa de câmbio oscilou num intervalo estreito. A lira maltesa esteve ligada a um cabaz de moedas durante a maior parte do período após a independência de Malta em 1964, sendo atribuídos pesos elevados ao ECU/euro, libra esterlina e dólar dos EUA. Como o euro era a moeda com maior peso no cabaz (representando 70%), as flutuações na taxa de câmbio da lira maltesa face ao euro permaneceram bastante limitadas nos anos que antecederam a entrada no MTC II. Tanto a libra cipriota como a lira maltesa aderiram ao MTC II em 2 de Maio de 2005, com uma banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$ . Nessa ocasião, as autoridades de Malta manifestaram igualmente a sua intenção de manter a taxa de câmbio da lira à taxa central face ao euro como compromisso unilateral.

Ao longo de 2007, a política monetária dos bancos centrais de Chipre e Malta continuou a ser orientada no sentido de ser alcançada a estabilidade de preços. Os bancos centrais de



ambos os países apoiaram a ligação da respectiva taxa de câmbio, mantendo as suas taxas de juro directoras acima das taxas de juro directoras do BCE. O Central Bank of Cyprus manteve inalterada a sua taxa mínima de proposta em 4.5% durante a maior parte do ano, enquanto o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta aumentou a sua taxa de intervenção central em duas ocasiões, em Janeiro e Maio, num total de 50 pontos base para 4.25%. O alinhamento das taxas de juro oficiais com as do BCE ocorreu em 21 de Dezembro de 2007 em Chipre e em 28 de Dezembro de 2007 em Malta, concluindo o processo de convergência das taxas de juro oficiais. As taxas de juro do mercado monetário em Chipre e Malta acompanharam globalmente as taxas de juro oficiais em cada país, alcançando a convergência das taxas de juro do mercado em Dezembro 2007. As taxas de juro de longo prazo já se situavam próximo dos níveis da área do euro desde o início de 2006. Tal reflectiu a confiança do mercado na evolução económica geral em ambos os países e a credibilidade das respectivas políticas monetário e cambial.

Após a adopção do euro, o principal desafio de política para Chipre e para Malta consiste em assegurar a condução de políticas económicas nacionais adequadas, a fim de manter um elevado grau de convergência sustentável. É particularmente importante para ambos os países prosseguir uma trajectória sustentável e credível de consolidação orçamental, baseada em medidas estruturais, e melhorar o desempenho orçamental reduzindo de forma clara o rácio da dívida. É igualmente importante que seja mantida uma evolução salarial moderada, que tenha em conta o crescimento da produtividade do trabalho, as condições no mercado de trabalho e a evolução nos países concorrentes. Em ambos os países, o aumento da concorrência nos mercados do produto e a melhoria no funcionamento do mercado de trabalho são elementos essenciais. Em Chipre, por exemplo, o mecanismo de indexação dos salários e de alguns benefícios sociais (como subsídios de custo de vida) deve ser revisto a fim de reduzir os riscos associados à inércia da inflação. Em Malta, é igualmente importante tentar ultrapassar as restrições estruturais ao crescimento económico e à criação de emprego, nomeadamente promovendo a participação no mercado de trabalho.

## Caixa 10

### IMPLICAÇÕES ESTATÍSTICAS DO ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO PARA INCLUIR CHIPRE E MALTA

O alargamento da área do euro para incluir Chipre e Malta a partir de 1 de Janeiro de 2008 foi a terceira ocasião em que foi necessário introduzir alterações nas séries estatísticas para a área do euro para incluir novos Estados-Membros. A preparação das estatísticas para a área do euro alargada foi coordenada, sempre que necessário, com a Comissão Europeia.

A entrada de Chipre e Malta para a área do euro significa que os residentes nestes países passaram a ser residentes na área do euro. Isso afecta as estatísticas para as quais os agregados da área do euro não são uma simples soma de dados nacionais, tais como as estatísticas monetárias, da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, bem como as contas financeiras, uma vez que as transacções entre os residentes em Chipre e Malta e outros residentes na área do euro devem agora ser consolidadas.

A partir de Janeiro de 2008, Chipre e Malta foram, portanto, obrigados a cumprir todos os requisitos estatísticos do BCE, ou seja, a fornecer dados nacionais comparáveis e totalmente



harmonizados<sup>1</sup>. Visto que a preparação de novas estatísticas requer um longo período de antecedência, os bancos centrais de Chipre e Malta e o BCE deram início aos preparativos estatísticos com bastante avanço em relação à adesão de Chipre e Malta à UE. Depois de se tornarem membros do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta intensificaram os seus preparativos para o cumprimento dos requisitos do BCE na área das estatísticas monetárias, bancárias, da balança de pagamentos, finanças públicas, contas financeiras e outras estatísticas financeiras. Em algumas áreas estatísticas foi desenvolvido um plano de acção com estes dois países, a fim de assegurar o cumprimento gradual de todos os requisitos estatísticos do BCE no decurso de 2008. Além disso, os bancos centrais de Chipre e Malta tiveram de proceder aos preparativos necessários para a integração das instituições de crédito cipriotas e maltesas no sistema de reservas mínimas do BCE e de preencher os requisitos estatísticos relevantes.

Para as entidades que reportam dados e para os BCN dos outros países da área do euro, o alargamento da área do euro significou que, a partir de Janeiro de 2008, tiveram de reportar transacções (ou fluxos) e posições com residentes de Chipre e Malta como parte dos dados da área do euro, em vez de como transacções e posições com não residentes na área do euro.

Além disso, Chipre, Malta e os outros países da área do euro tiveram de apresentar dados retrospectivos com suficiente detalhe geográfico e sectorial, desde pelo menos 2004, o ano que Chipre e Malta aderiram à UE.

No que se refere à publicação de estatísticas da área do euro, o BCE concedeu aos utilizadores acesso directo (*online*) a dois conjuntos de séries temporais, um que contém dados relativos à actual área do euro (ou seja, incluindo Chipre e Malta), abrangendo todo o período disponível, e um que liga as várias composições da área do euro, começando com os 11 países em 1999.

<sup>1</sup> Os requisitos estatísticos do BCE encontram-se resumidos no documento “Estatísticas do BCE: apresentação geral”, Abril de 2006.



## 2 ASPECTOS JURÍDICOS DA INTEGRAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS DE CHIPRE E DE MALTA NO EUROSISTEMA

Nos termos do n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, o BCE analisou os estatutos do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta e outra legislação cipriota e maltesa relevante para o cumprimento do artigo 109.º do Tratado. O BCE fez uma avaliação favorável da compatibilidade da legislação cipriota e maltesa com o Tratado e os Estatutos do SEBC, conforme indicado no seu relatório de convergência sobre Chipre e Malta publicado em Maio de 2007.

O BCE, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta adoptaram vários instrumentos jurídicos com o objectivo de assegurar a integração dos bancos centrais cipriota e maltês no Eurosistema em 1 de Janeiro de 2008. O quadro jurídico do Eurosistema foi adaptado em consequência da decisão tomada pelo Conselho ECOFIN em 10 de Julho de 2007 no sentido de revogar a derrogação de Chipre e de Malta<sup>1</sup>. A introdução do euro em Chipre e Malta e a integração dos respectivos bancos centrais no Eurosistema também tornaram necessárias alterações a alguns instrumentos jurídicos cipriotas e malteses.

Em Março de 2007, os estatutos do Central Bank of Cyprus foram tornados compatíveis com as recomendações expressas nos relatórios de convergência elaborados pelo BCE em 2004 e 2006. Chipre consultou o BCE, em três ocasiões, sobre a proposta de alteração dos estatutos do Central Bank of Cyprus. O BCE adoptou três pareceres propondo alterações<sup>2</sup>, as quais se reflectiram na versão final dos estatutos. No decurso de 2007, o BCE também foi consultado sobre alterações a outra legislação cipriota, relativa à emissão de moeda<sup>3</sup>.

Malta consultou o BCE sobre a proposta de alteração dos estatutos do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta em 30 de Março de 2006. O BCE adoptou um parecer<sup>4</sup> propondo várias alterações, que foram tomadas em consideração nas modificações feitas nos estatutos. O banco central maltês consultou igualmente o BCE em 21 de Novembro de 2006 sobre novas alterações aos respectivos estatutos

para reflectir as recomendações contidas no relatório de convergência elaborado pelo BCE em 2006. O BCE adoptou um parecer<sup>5</sup> sobre as alterações, que também se reflectiu na versão final dos estatutos do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Em 28 de Maio de 2007, o BCE foi também consultado sobre alterações à Directiva n.º 1 do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relativa a reservas mínimas e adoptou um parecer sobre essas alterações<sup>6</sup>.

A decisão do Conselho ECOFIN de 10 de Julho de 2007 conduziu a alterações ao Regulamento (CE) n.º 974/98 do Conselho no sentido de permitir a introdução do euro em Chipre<sup>7</sup> e em Malta<sup>8</sup> e à adopção do Regulamento (CE) n.º 1135/2007<sup>9</sup> e do Regulamento (CE) n.º 1134/2007<sup>10</sup> que alteram o Regulamento (CE) n.º 2866/98, os quais determinaram a taxa de conversão irrevogável face ao euro da libra cipriota e da lira maltesa, respectivamente. O Conselho consultou o BCE sobre as propostas relativas a ambos os regulamentos, tendo o BCE emitido parecer sobre as mesmas<sup>11</sup>. O BCE foi também consultado sobre legislação nacional relativa à transição para o euro em Chipre e Malta<sup>12</sup>.

1 Decisão 2007/503/CE do Conselho, de 10 de Julho de 2007, nos termos do n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, relativa à adopção da moeda única por Chipre em 1 de Janeiro de 2008, JO L 186, 18.7.2007, p. 29, e Decisão n.º 2007/504/CE do Conselho, de 10 de Julho de 2007, nos termos do n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, relativo à adopção da moeda única por Malta em 1 de Janeiro de 2008, JO L 186, de 18.7.2007, p. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 e CON/2006/50.

3 CON/2007/39 e CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2007/58.

6 CON/2007/16.

7 Regulamento (CE) n.º 835/2007 do Conselho, de 10 de Julho de 2007, que altera o Regulamento (CE) n.º 974/98 relativo à introdução do euro em Chipre, JO L 186, 18.07.2007, p. 1.

8 Regulamento (CE) n.º 836/2007 do Conselho, de 10 de Julho de 2007, que altera o Regulamento (CE) n.º 974/98 relativo à introdução do euro em Malta, JO L 186, 18.07.2007, p. 3.

9 Regulamento (CE) n.º 1135/2007 do Conselho, de 10 de Julho de 2007, que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98 relativo à taxa de conversão para o euro da libra cipriota, JO L 256, 2.10.2007, p. 2.

10 Regulamento (CE) n.º 1134/2007 do Conselho, de 10 de Julho de 2007, que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98 relativo à taxa de conversão para o euro da lira maltesa, JO L 256, 2.10.2007, p. 1.

11 CON/2007/19, JO C 160, 13.07.2007, p. 1.

12 CON/2006/10 e CON/2007/1.



No que respeita aos preparativos jurídicos para a integração do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta no Eurosistema, o BCE adoptou os instrumentos jurídicos necessários para cada um dos dois bancos centrais proceder à realização do capital remanescente e à transferência de reservas externas para o BCE<sup>13</sup>. Nos termos do artigo 27.º-1 dos Estatutos dos SEBC, o Conselho do BCE adoptou recomendações sobre os auditores externos das contas anuais do Central Bank of Cyprus<sup>14</sup> e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta<sup>15</sup> a partir do exercício de 2008. O BCE procedeu igualmente a uma revisão do seu quadro jurídico e, quando necessário, introduziu alterações decorrentes da entrada para o Eurosistema do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Tal incluiu uma revisão da legislação cipriota e maltesa relativa à implementação do quadro jurídico para a política monetária e ao TARGET2. Deste modo, as contrapartes cipriotas e maltesas puderam participar nas operações de mercado aberto do Eurosistema a partir de 2 de Janeiro de 2008. O BCE adoptou também um regulamento relativo às disposições transitórias referentes à aplicação das reservas mínimas pelo BCE na sequência da introdução do euro em Chipre e Malta<sup>16</sup>. Por último, cessou o acordo do MTC II<sup>17</sup> para o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta.

13 Decisão BCE/2007/22, de 31 de Dezembro de 2007, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do BCE pelo Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO L 28, 1.2.2008, p. 36.

14 Recomendação BCE/2007/12 de 15 de Novembro de 2007 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Central Bank of Cyprus, JO C 277, 20.11.2007, p. 1.

15 Recomendação BCE/2007/17 de 29 de Novembro de 2007 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO C 304, 15.12.2007, p. 1.

16 Regulamento BCE/2007/11 de 9 de Novembro de 2007 relativo às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo BCE na sequência da introdução do euro em Chipre e Malta, JO L 300, 17.11.2007, p. 44.

17 Acordo de 14 de Dezembro de 2007 entre o BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros não participantes na área do euro que altera o Acordo de 16 de Março de 2006 entre o BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros não participantes na área do euro que estabelece os procedimentos operacionais relativos ao mecanismo de taxas de câmbio na terceira fase da união económica e monetária, JO C 319, 29.12.2007, p. 7.

### 3 ASPECTOS OPERACIONAIS DA INTEGRAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS DE CHIPRE E DE MALTA NO EUROSISTEMA

Na sequência da decisão do Conselho ECOFIN de 10 de Julho de 2007 relativa à adopção do euro por Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008, o BCE procedeu a preparativos técnicos tendo em vista a integração plena do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta no Eurosistema. Em conformidade com as disposições do Tratado, ambos os bancos centrais aderiram ao Eurosistema exactamente com os mesmos direitos e obrigações do que os BCN dos Estados-Membros da UE que já tinham adoptado o euro.

Os preparativos técnicos para a integração dos bancos centrais de Chipre e de Malta no Eurosistema foram levados a cabo em estreita cooperação entre o BCE e o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta e, sempre que adequado, de modo multilateral com os 13 BCN da área do euro. Estes preparativos englobaram um vasto conjunto de domínios, nomeadamente reporte financeiro e contabilidade, operações de política monetária, gestão de reservas externas e operações cambiais, sistemas de pagamentos, estatísticas e produção de notas. No domínio das operações, os preparativos envolveram testes exaustivos aos instrumentos e procedimentos para a implementação de operações de política monetária e cambiais.

#### 3.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

Com a adopção do euro por Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008, as instituições de crédito localizadas nesses dois países passaram a estar sujeitas ao regime de reservas mínimas do Eurosistema a partir dessa data. Contudo, dado que o dia 1 de Janeiro de 2008 praticamente coincidiu com o meio do período de manutenção de reservas regular do Eurosistema de 12 de Dezembro de 2007 a 15 de Janeiro de 2008, foram necessárias disposições transitórias para a aplicação de reservas mínimas em Chipre e Malta durante esse período de manutenção. Foram também necessárias disposições transitórias para o cálculo da base de incidência das respectivas contrapartes. A lista das instituições de crédito,

215 cipriotas e 22 maltesas, sujeitas às reservas mínimas do Eurosistema foi publicada no *site* do BCE, pela primeira vez, em 31 de Dezembro de 2007.

A entrada de Chipre e Malta para a área do euro aumentou as reservas mínimas agregadas das instituições de crédito da área do euro em menos de 1% (€1.1 mil milhões e €0.4 mil milhões, respectivamente). Os factores de liquidez autónomos no balanço dos dois bancos centrais reduziram a necessidade de liquidez do conjunto do sector bancário da área do euro, em média, em €2.7 mil milhões no período de 1 a 15 de Janeiro de 2008. No cálculo deste valor, foram também tratadas como factores autónomos as operações de política monetária destinadas a absorver liquidez lançadas pelo Central Bank of Cyprus e pelo Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta antes da adesão à área do euro, as quais venceram todas em 4 de Janeiro. Assim, tendo em consideração as reservas mínimas e os factores autónomos, a entrada de Chipre e Malta para a área do euro reduziu a necessidade total de liquidez do sector bancário da área do euro em €1.2 mil milhões, o equivalente a 0.3% das necessidades de liquidez agregadas.

Em geral, este excedente de liquidez de €1.2 mil milhões foi canalizado sem problemas através do mercado interbancário para bancos em outros países da área do euro, com vista a ser utilizado para o cumprimento de reservas mínimas nesses países. No entanto, em 15 de Janeiro, uma média diária de cerca de €0.3 mil milhões foi também colocada na facilidade de depósito pelas contrapartes cipriotas.

O BCE teve em conta o impacto sobre as condições de liquidez na área do euro, ajustando os montantes de colocação nas suas operações principais de refinanciamento já a partir da operação liquidada em 28 de Dezembro e que venceu em 4 de Janeiro. Dado o excedente de liquidez, as contrapartes de Chipre e Malta apresentaram apenas um montante irrisório de propostas nas operações principais de refinanciamento no início de 2008. Todavia, participaram nas operações de regularização

destinadas à absorção de liquidez que foram conduzidas em 2 e 3 de Janeiro, depositando €0.3 mil milhões e €0.5 mil milhões no Eurosistema.

Ao aderirem à área do euro, os bancos centrais de Chipre e Malta também adoptaram o quadro de activos de garantia do Eurosistema. O Central Bank of Cyprus reportou €4.2 mil milhões de activos localizados em Chipre e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta €3.1 mil milhões localizados em Malta, elegíveis para utilização nas operações de crédito do Eurosistema a partir de 1 de Janeiro de 2008.

agruparam as suas actividades operacionais no âmbito da gestão das respectivas parcelas nos activos de reserva externa do BCE, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta decidiram agrupar as suas actividades operacionais no mesmo âmbito com, respectivamente, o Bank of Greece e o Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. No quadro da transferência de activos de reserva para o BCE, foram atribuídos ao Central Bank of Cyprus e ao Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta activos sobre o BCE denominados em euros.

### **3.2 CONTRIBUTO PARA O CAPITAL, RESERVAS E ACTIVOS DE RESERVA EXTERNA DO BCE**

Aquando da adesão ao SEBC em 1 de Maio de 2004, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta realizaram 7% da respectiva subscrição do capital do BCE como um contributo para os custos operacionais do BCE. Nos termos do artigo 49.º dos Estatutos do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta realizaram o remanescente da sua subscrição em 1 de Janeiro de 2008. O total da respectiva participação ascendeu a €7.2 milhões e €3.6 milhões, respectivamente, o equivalente a 0.1249% e 0.0622% do capital subscrito do BCE, no montante de €5.761 mil milhões a partir de 1 de Janeiro de 2008.

No início de 2008, de acordo com o disposto nos artigos 30.º e 49.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta transferiram para o BCE activos de reserva externa (no valor de, respectivamente, €73.4 milhões e €36.6 milhões) proporcionalmente, com base na sua participação no capital subscrito do BCE, aos activos de reserva externa já transferidos para o BCE pelos outros BCN. Do contributo total, 15% foi efectuado sob a forma de ouro e 85% sob a forma de activos denominados em dólares dos EUA. Seguindo o precedente estabelecido em 2007 pelo Banka Slovenije e o Banque centrale du Luxembourg, que



## 4 A TRANSIÇÃO PARA O EURO FIDUCIÁRIO EM CHIPRE E MALTA

Seis anos após a introdução com êxito das notas e moedas de euro, simultaneamente, em 12 países da área do euro e um ano após a adesão da Eslovénia ao Eurosistema, as notas e moedas de euro foram introduzidas com sucesso em Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008. Após um período de dupla circulação de um mês, o euro substituiu na totalidade a libra cipriota e a lira maltesa.

Tal como nas anteriores transições para o euro fiduciário, uma preparação atempada e abrangente foi essencial para a introdução bem sucedida das notas e moedas de euro. Quer Chipre quer Malta estabeleceram planos de transição, a nível nacional, muito antes do dia da introdução do euro. Entre outros, estes planos tinham por base o quadro jurídico adoptado pelo Conselho do BCE em Julho de 2006 relativo a determinados preparativos com vista à passagem para o euro fiduciário e ao fornecimento e subfornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro.

No seguimento da decisão do Conselho ECOFIN, de 10 de Julho de 2007, relativa à adopção da moeda única por Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta adquiriram elegibilidade para solicitar um empréstimo de notas do Eurosistema em preparação para os requisitos de notas e a transição para o euro fiduciário em 2008.

O Eurosistema, de forma a cobrir os requisitos de lançamento, forneceu ao Central Bank of Cyprus um total de 79.1 milhões de notas de euro, com um valor facial de €1730.0 milhões, que faziam parte dos seus *stocks*, enquanto o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta recebeu um total de 72.0 milhões de notas de euro, com um valor facial de €1566.0 milhões. Por motivos geográficos e logísticos, a entrega física das notas foi efectuada em nome do Eurosistema pelo Bank of Greece, Banca d'Italia e Banco de Portugal.

Relativamente às moedas de euro, as autoridades competentes de ambos os países optaram por

um concurso público para obter as quantidades necessárias. No caso de Chipre, 395.0 milhões de moedas de euro, com um valor facial de €100.3 milhões, foram produzidas pela Casa da Moeda da Finlândia, enquanto a Monnaie de Paris cunhou para Malta 200.0 milhões de moedas de euro, com um valor facial de €56.1 milhões.

Em 22 de Outubro de 2007, o Central Bank of Cyprus começou a fornecer previamente moedas de euro às instituições de crédito, tendo o fornecimento prévio de notas de euro começado em 19 de Novembro de 2007. O subfornecimento prévio a retalhistas e à indústria de máquinas de venda automática começou ao mesmo tempo que a operação de fornecimento prévio. A distribuição prévia generalizada de moedas de euro foi assegurada através da preparação de cerca de 40 000 conjuntos iniciais pré-embalados de moedas, cada um com um valor de €172, acessível às empresas e retalhistas a partir de 3 de Dezembro de 2007. Nessa mesma data, começaram a ser vendidos 250 000 *mini-kits* ao público em geral, cada um com um valor de CYP 10.

Em Malta, o fornecimento prévio de moedas de euro teve início no final de Setembro de 2007, enquanto o fornecimento prévio de notas de euro começou no final de Outubro. Em 1 de Dezembro de 2007, teve início o subfornecimento prévio de notas e moedas a empresas e retalhistas, incluindo a distribuição de conjuntos iniciais de moedas, cada um com um valor de €131. A partir de 10 de Dezembro de 2007, foi oferecida ao público em geral a oportunidade de comprar um dos 330 000 *mini-kits* no valor de €11.65.

As operações de fornecimento e subfornecimento prévio em ambos os países, que contribuíram para uma distribuição ampla de notas e moedas de euro antes do lançamento, foram efectuadas de acordo com o planeado, tendo sido essenciais para assegurar que o processo decorresse, em geral, sem problemas. O processo de transição em Chipre e Malta beneficiou igualmente da rápida conversão dos caixas automáticos,

os quais foram convertidos antes do dia da introdução do euro ou no decurso de 1 de Janeiro de 2008. Além disso, os retalhistas deram trocos exclusivamente em notas e moedas de euro desde o primeiro dia.

Em ambos os países, o euro foi colocado em circulação num cenário “*big bang*”, ou seja, as notas e moedas de euro foram introduzidas fisicamente ao mesmo tempo que o euro adquiriu curso legal. O Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta irão trocar as respectivas notas das antigas denominações nacionais do euro durante um período de dez anos e as moedas durante um período de dois anos.

Na sequência da introdução do euro em Chipre e Malta, os BCN da área do euro começaram a trocar as notas de libras cipriotas e liras maltesas por euros ao seu valor nominal a partir do primeiro dia útil de 2008, tendo continuado a prestar este serviço gratuitamente até 29 de Fevereiro de 2008<sup>18</sup>. Foi estabelecido um limite máximo para o montante trocado de €1000 para cada parte/transacção por dia.

### **A CAMPANHA DE INFORMAÇÃO SOBRE A INTRODUÇÃO DO EURO**

O BCE, em cooperação com o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta, concebeu e implementou amplas campanhas de informação em preparação para a introdução do euro em Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008. O objectivo destas campanhas conjuntas de informação sobre o euro era familiarizar o público com o aspecto gráfico e os elementos de segurança das notas e moedas de euro, bem como com as modalidades de transição para o euro fiduciário. Foi dada particular atenção aos profissionais que operam com numerário e aos deficientes visuais, para os quais foram concebidas sessões e material especiais de formação.

O logótipo “€ a NOSSA moeda”, baseado no logótipo utilizado na campanha de informação para a introdução das notas e moedas de euro em 2002, faz parte de todas as actividades conjuntas

de comunicação relativas à transição em Chipre e Malta.

As campanhas conjuntas de informação sobre o euro adoptaram um conjunto de medidas de comunicação incluindo actividades de investigação, publicações, um programa de imprensa e relações públicas e um programa de parcerias, bem como *sites* específicos. Após a pesquisa qualitativa pan-europeia efectuada em 2006, foi utilizado um forte elemento humano na comunicação sobre o euro fiduciário. Foram utilizadas nos materiais informativos imagens de cidadãos cipriotas e malteses a lidar com numerário, com o objectivo de aproximar o euro das pessoas. As campanhas tomaram também em consideração as lições retiradas da campanha de informação sobre o euro na Eslovénia, onde as várias acções de comunicação efectuadas foram validadas por um inquérito realizado em Fevereiro de 2007.

O BCE produziu quase 1.8 milhões de publicações, em grego, maltês, inglês e turco, as quais foram distribuídas pelo Central Bank of Cyprus e pelo Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta. Todas as famílias de Chipre e Malta receberam um dos 560 000 “folhetos informativos”. Para além desses folhetos, as famílias de Chipre receberam igualmente um conversor do euro e dois cartões das notas de euro, enquanto as de Malta receberam dois cartões de conversão do euro. Trata-se de cartões do tamanho de uma carteira que, ao serem inclinados, apresentam duas imagens alternadas. Em Malta, os cartões apresentavam uma tabela de conversão para montantes fixos em euros e na lira maltesa e, no verso, a nota de €20 e os seus elementos de segurança. Em Chipre, foram apresentadas quer a nota de €20 quer a de €50, bem como os respectivos elementos de segurança.

Foi prestada especial atenção aos cidadãos deficientes visuais. O “€ *talking card*”

<sup>18</sup> O artigo 52.º dos Estatutos do SEBC exige que o Conselho do BCE tome as medidas necessárias para assegurar que as notas denominadas em moedas com taxas de câmbio irrevogavelmente fixadas em relação ao euro sejam trocadas pelos BCN da área do euro ao seu valor nominal. Neste contexto, o Conselho do BCE adoptou uma orientação relativa ao câmbio das referidas notas em 24 de Julho de 2006.

(“€ cartão falado”), um produto inovador com base no princípio dos cartões de aniversário musicais, continha um *chip* electrónico com uma mensagem de três minutos pré-gravada, a qual descrevia os principais elementos do euro e as modalidades locais da transição.

Diversas actividades de relações públicas e eventos destinados à imprensa desencadearam uma ampla cobertura por parte da imprensa: faixas alusivas ao euro nos edifícios do Central Bank of Cyprus e do Bank Ċentrali ta’ Malta/ Central Bank of Malta, uma conferência sobre o euro em Malta para promoção do diálogo sobre os aspectos económicos e práticos do euro, uma comunicação em Chipre para o mundo académico, bem como celebrações relativas ao euro em 12 e 18 de Janeiro de 2008 em Malta e Chipre, respectivamente. Em Setembro de 2007, foi organizado um seminário de dois dias para jornalistas cipriotas e malteses no BCE, em Frankfurt, de forma a divulgar informações fidedignas sobre a organização, responsabilidades e actividades do BCE/ Eurosistema.





## CAPÍTULO 4

# ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS



# I ESTABILIDADE FINANCEIRA

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

## I.1 ACOMPANHAMENTO DA ESTABILIDADE FINANCEIRA

O BCE, em colaboração com o Comité de Supervisão Bancária (BSC) do SEBC, procura salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro<sup>1</sup>. As principais actividades consistem no acompanhamento dos riscos para a estabilidade financeira e na avaliação da capacidade de absorção de choques do sistema financeiro. O enfoque primordial é sobre os bancos, uma vez que estes ainda são os intermediários principais de fundos e também o principal canal potencial de propagação de riscos no sistema financeiro. Ao mesmo tempo, a crescente importância dos mercados financeiros e de outras instituições e das suas interligações com os bancos implica o acompanhamento pelo SEBC da vulnerabilidade destas componentes do sistema financeiro.

### EVOLUÇÃO CÍCLICA

As perturbações nos mercados financeiros internacionais na segunda metade de 2007 levantaram uma série de questões relativamente à estabilidade financeira na área do euro. Os principais desenvolvimentos, a respectiva dinâmica e as lições que se podem retirar deste episódio são tratados noutra secção do presente relatório (ver Secção 2 do Capítulo 1), bem como em diversas publicações do BCE sobre o assunto, nomeadamente o “*Financial Stability Review*” (“Relatório de Estabilidade Financeira”). Em termos gerais, e apesar das perturbações, o sistema financeiro da área do euro manteve-se sólido e resistente em 2007. Contudo, a sua capacidade de absorção de choques foi seriamente posta à prova durante um período prolongado no segundo semestre.

Embora o enquadramento macroeconómico se tenha mantido largamente favorável à estabilidade do sistema financeiro ao longo do ano, houve uma inversão abrupta das condições favoráveis dos mercados financeiros em Julho e Agosto. Este episódio de turbulência nos mercados financeiros, desencadeado por uma subida acentuada das taxas de incumprimento no crédito hipotecário de alto risco (*sub-prime*) nos EUA, envolveu uma reavaliação do risco de crédito em diversos mercados, levando em última instância a perturbações no funcionamento dos principais mercados de financiamento.

Antes do início da turbulência nos mercados, o sistema financeiro da área do euro encontrava-se numa situação financeira robusta, resultado de vários anos de forte rentabilidade no sector bancário, que se manteve no primeiro semestre de 2007. Isto proporcionou ao sistema bancário um amplo amortecedor para absorver as perturbações. A melhoria da rentabilidade dos bancos de grande dimensão da área do euro no primeiro semestre de 2007 foi motivada sobretudo pelo forte crescimento dos rendimentos excluindo receitas de juros, enquanto os resultados líquidos de juros continuaram a estar sob pressão, no contexto de uma curva de rendimentos horizontal, apesar do crescimento robusto, embora em desaceleração, dos empréstimos ao sector privado. A rentabilidade dos grandes bancos da área do euro também foi apoiada pela continuação de baixos encargos por imparidade dos empréstimos. Contudo, os níveis de rentabilidade foram negativamente afectados na segunda metade do ano pela reavaliação do risco de crédito e por condições de mercado mais difíceis para o financiamento de liquidez. Este impacto negativo ficou, em parte, a dever-se a variações na valorização dos títulos de crédito hipotecário de alto risco e estruturado, bem

1 Desde o final de 2004 que o BCE tem publicado um relatório semestral sobre a estabilidade do sistema financeiro da área do euro, intitulado “*Financial Stability Review*” (“Relatório de Estabilidade Financeira”). Em 2007, publicou também as sextas edições dos relatórios sobre “*EU banking sector stability*” (“Estabilidade do sector bancário da UE”) e “*EU banking structures*” (“Estruturas bancárias da UE”). Estas publicações apresentam as principais conclusões do acompanhamento regular pelo BSC da estrutura e estabilidade do sector bancário, encontrando-se disponíveis no *site* do BCE.

como a compromissos de crédito envolvendo um elevado endividamento. A turbulência nos mercados de crédito teve implicações, em particular, para as fontes de rendimento excluindo receitas de juros dos bancos, enquanto os bancos recorrendo a fontes de financiamento por grosso também enfrentaram desafios para aumentar as suas fontes de resultados líquidos de juros.

Embora a continuação da forte rentabilidade no primeiro semestre de 2007 tenha contribuído positivamente para o capital dos bancos, os rácios de solvabilidade diminuíram ligeiramente uma vez que o crescimento dos activos ponderados pelo risco foi a uma taxa mais elevada do que o das bases de capital dos bancos. Não obstante, os níveis de solvabilidade mantiveram-se confortavelmente acima dos requisitos regulamentares mínimos no primeiro semestre de 2007. Apesar dos desenvolvimentos adversos na rentabilidade na segunda metade do ano, as implicações directas da turbulência nos mercados financeiros provavelmente não afectarão significativamente os rácios de solvabilidade dos bancos de grande dimensão da área do euro para 2007, o que indica que estes bancos mantiveram uma capacidade de absorção de choques adequada.

Para além das consequências possíveis da turbulência nos mercados de crédito, os riscos futuros para o sistema bancário da área do euro relacionam-se sobretudo com a possibilidade de desenvolvimentos adversos no ciclo de crédito, com implicações negativas para a qualidade dos activos dos bancos e os respectivos encargos por imparidade dos empréstimos. Além disso, a possibilidade de uma correcção desordenada dos desequilíbrios mundiais permanece uma fonte de risco a médio prazo para a estabilidade financeira mundial.

As condições financeiras no sector dos seguros da área do euro continuaram a melhorar no primeiro semestre de 2007, consolidando os avanços observados desde 2004. Esta robustez foi apoiada pelo maior crescimento dos prémios, bem como pela contenção de custos e evolução moderada das perdas. O reforço dos rendimentos



do investimento, resultante da evolução favorável dos mercados accionistas no primeiro semestre de 2007, também contribuiu para a melhoria da rentabilidade. Contudo, continua a haver riscos no sector dos seguros, os quais poderão ter aumentado. Os riscos do mercado financeiro continuam a figurar entre os maiores que as seguradoras enfrentam. Embora as sociedades de seguros da área do euro pareçam ter uma exposição limitada ao crédito hipotecário de alto risco e a produtos de crédito estruturados, os efeitos secundários de um ambiente mais difícil do mercado de crédito podem ser motivo de alguma preocupação. Poderão surgir novos riscos provenientes do aumento da concorrência, em particular no segmento não vida do sector dos seguros, o que poderá exercer pressões descendentes sobre o crescimento dos prémios.

O sector mundial dos fundos de cobertura (*hedge funds*) continuou a crescer ao longo de 2007, embora a evolução das entradas líquidas tenha variado de forma significativa durante o ano. As entradas líquidas apresentaram-se bastante fortes no primeiro semestre, não obstante um episódio pontual de turbulência no mercado financeiro no final de Fevereiro e início de Março. No segundo semestre, contudo, as entradas líquidas de investimento no sector dos fundos de cobertura foram afectadas

negativamente pelas perturbações nos mercados de crédito e por perdas generalizadas em Agosto, com impacto em todas as estratégias de investimento prosseguidas pelos fundos em questão. Não obstante, os rendimentos do ano até ao final do terceiro trimestre de 2007 mantiveram-se positivos para o sector dos fundos de cobertura no seu conjunto.

### **EVOLUÇÃO ESTRUTURAL**

A evolução estrutural no sector bancário, que decorre tipicamente durante longos períodos de tempo, pode ter consequências importantes para a estabilidade do sistema financeiro. Em 2007, prosseguiram as principais tendências de longo prazo de consolidação e intermediação. A estrutura dos mercados bancários continuou a registar variações significativas nos vários Estados-Membros da UE.

O processo de consolidação, que se reflecte na redução do número de instituições de crédito, continuou a nível agregado, embora a uma taxa descendente. No final de 2006, o número de instituições de crédito na UE25 era 2% mais baixo do que em 2005. Ao mesmo tempo, a intermediação bancária, medida pelo total dos activos bancários, continuou a exceder o crescimento do PIB nominal. A combinação de um número decrescente de instituições de crédito e um aumento dos activos bancários aponta para a importância crescente das instituições de maior dimensão.

A redução do número de instituições de crédito esteve estreitamente relacionada com a actividade sobretudo doméstica de fusões e aquisições no sector bancário da UE. Ao mesmo tempo, a tendência descendente do número de transacções de fusões e aquisições observada desde 2000 continuou em 2007. As transacções transfronteiras entre instituições de crédito dentro e fora da UE são a excepção a esta tendência, por terem aumentado, especialmente durante os dois últimos anos. No entanto, o valor das fusões e aquisições aumentou em 2007, principalmente devido a grandes transacções domésticas em alguns Estados-Membros. Com a aquisição do ABN Amro pelo consórcio entre o Royal Bank of Scotland, o Santander e

o Fortis, as transacções transfronteiras na UE atingiram uma nova escala, o que enfatiza a predominância de um número relativamente reduzido de transacções de larga escala, que têm ocorrido todos os anos desde 2004.

No que respeita aos canais de distribuição usados na banca a retalho, podem identificar-se alguns desenvolvimentos recentes. As redes de sucursais estão a ser reestruturadas a nível de localização e serviços, para que se tornem mais eficientes em termos de custos e mais bem integradas nos novos canais de distribuição usados pelas instituições de crédito. Além disso, estão a ser rapidamente desenvolvidos canais electrónicos, não só para a prestação de serviços de informação e transacção, mas também para a promoção e venda de produtos bancários. Num esforço de fazer face à concorrência feroz na área do crédito ao consumo, os bancos estão também a aumentar a cooperação com terceiros, como retalhistas, empresas financeiras e grupos de agentes/serviços financeiros. Estes desenvolvimentos, e em particular a crescente utilização de canais electrónicos, poderão envolver diferentes tipos de risco, como o risco operacional, de reputação, de liquidez, legal e estratégico. Contudo, não foram identificadas, até à data, preocupações significativas relativamente à estabilidade financeira, uma vez que os canais electrónicos ainda têm uma importância limitada para a maioria dos bancos.

### **1.2 ACORDOS DE ESTABILIDADE FINANCEIRA**

Os principais desenvolvimentos na área dos acordos de estabilidade financeira em 2007 prenderam-se com o acompanhamento das conclusões do exercício de simulação de crise financeira a nível de toda a UE, realizado em Abril de 2006<sup>2</sup>. O *Ad Hoc Working Group on EU Financial Stability Arrangements* (Grupo de

<sup>2</sup> Este exercício foi organizado pelo Comité Económico e Financeiro com o objectivo de testar o Memorando de Acordo sobre cooperação em situações de crise financeira entre autoridades de supervisão bancárias, bancos centrais e ministérios das finanças. Para mais pormenores, ver o Relatório Anual de 2006 do BCE, p. 138-139.

Trabalho *Ad Hoc* sobre Acordos de Estabilidade Financeira da UE) do Comité Económico e Financeiro (CEF), ao qual foi conferido o mandato de considerar algumas das principais questões resultantes do exercício e no qual o BCE esteve representado, apresentou o seu relatório final em Setembro de 2007, com diversas recomendações posteriormente aprovadas pelo CEF. Ao longo desta discussão, o BCE sublinhou que a prevenção de crises financeiras deveria ser o principal foco de atenção dos trabalhos, sem contudo negligenciar as questões pertinentes relacionadas com a gestão de crises, caso estas ocorram, e sua possível resolução. Como parte deste esforço, o BSC, em cooperação com o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS), desenvolveu um enquadramento analítico comum para avaliar as implicações sistémicas de uma crise financeira, com o propósito de fornecer uma linguagem comum para as discussões entre as autoridades dos Estados-Membros afectados por uma crise financeira transfronteiras. Tal permitirá às respectivas autoridades nacionais abordar de uma forma mais eficiente o impacto de uma crise nos respectivos sistemas financeiros nacionais e economias reais.

Em resultado das recomendações do CEF, em Outubro de 2007, o Conselho ECOFIN acordou num plano estratégico para o aperfeiçoamento dos acordos de estabilidade financeira da UE, a nível nacional e da UE. Numa primeira fase, o Conselho adoptou um conjunto de princípios comuns para a gestão de crises financeiras transfronteiras, que serão incluídos num Memorando de Acordo (MdA) entre bancos centrais, autoridades de supervisão e ministérios das finanças dos Estados-Membros da UE, o qual será assinado na Primavera de 2008 como um alargamento do MdA da UE assinado em 2005. O MdA alargado incluirá também o enquadramento analítico comum acima mencionado. Além disso, irá conter orientações práticas para a gestão de crises que reflectam um entendimento comum das medidas que é necessário tomar em caso de uma crise transfronteiras. O Conselho ECOFIN também incentivou os Estados-Membros com

preocupações comuns em termos de estabilidade financeira a desenvolver e assinar “acordos de cooperação voluntária específicos” que sejam consistentes com o MdA alargado a toda a UE e tenham por base acordos de supervisão transfronteiras para a prevenção de crises. A Comissão Europeia foi convidada, em estreita cooperação com os Estados-Membros, a considerar melhorias possíveis e, sempre que necessário, a propor alterações regulamentares no que diz respeito, em particular, à troca de informação, transferência transfronteiras de activos, liquidação de grupos bancários e acordos relativos a sistemas de garantia de depósitos. A Comissão Europeia está já em processo de revisão da Directiva 2001/24/CE relativa ao saneamento e à liquidação das instituições de crédito, tendo em consideração o contributo técnico do BCE, com o objectivo de apresentar propostas em 2008 para uma nova melhoria dos acordos de resolução e gestão de crises dos grupos bancários da UE.



## 2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

### 2.1 QUESTÕES GERAIS

Assegurar a eficiência e eficácia do enquadramento regulamentar e de supervisão para os serviços financeiros da UE tem sido uma prioridade fundamental nos últimos anos. O quadro Lamfalussy<sup>3</sup> para a regulamentação e supervisão financeiras, estabelecido no sector dos valores mobiliários em 2002 e alargado ao sector bancário e dos seguros em 2005, foi concebido para fornecer o enquadramento institucional adequado a este nível.

Os progressos feitos no sentido da convergência e cooperação ao abrigo do quadro Lamfalussy têm sido acompanhados de perto. Foi efectuada uma primeira revisão total do quadro Lamfalussy para a regulamentação e supervisão financeiras nos vários sectores financeiros durante a segunda metade de 2007, culminando com a adopção pelo Conselho ECOFIN das respectivas conclusões na reunião de 4 de Dezembro de 2007. A revisão beneficiou da avaliação de diversas instituições e fóruns da UE, incluindo a Comissão Europeia, o Grupo de Acompanhamento Interinstitucional, o Comité dos Serviços Financeiros (CSF) e o Parlamento Europeu. O Eurosistema, que tem apoiado activamente a abordagem Lamfalussy desde o início e seguido de perto o seu desenvolvimento enquanto parte da sua missão de contribuir para a condução regular de políticas relacionadas com a supervisão prudencial das instituições de crédito e a estabilidade do sistema financeiro, publicou o seu contributo a 30 de Novembro de 2007.

Neste contributo, o Eurosistema referiu que a evolução dos mercados – nomeadamente os progressos na integração bancária, a importância crescente dos grupos bancários da UE com actividades transfronteiras significativas e a crescente centralização das funções de negócio – fez realçar a urgência do reforço da convergência e cooperação transfronteiras na supervisão dos bancos da UE. Tal asseguraria o eficiente acompanhamento e resposta aos riscos financeiros transfronteiras, fornecendo ao mesmo tempo uma interface de supervisão uniformizada e igualdade nas condições de concorrência para

os participantes no mercado. Para atingir estes objectivos, serão necessárias melhorias em cada etapa do processo regulamentar e de supervisão.

O Eurosistema considera ainda que o papel do CEBS no enquadramento institucional da UE deverá ser reforçado e mais realçadas as responsabilidades dos membros desde Comité na promoção da convergência e cooperação na UE. Paralelamente, os objectivos de política da UE deverão ser especificados de forma mais clara. No que diz respeito ao enquadramento regulamentar, o Eurosistema considera necessário um maior reforço da convergência na legislação bancária da UE. Embora a principal prioridade na área da cooperação entre as autoridades de supervisão de origem e de acolhimento seja a implementação diária efectiva do enquadramento regulamentar reforçado proporcionado pela Directiva relativa aos requisitos de capital<sup>4</sup>, dever-se-á considerar outras clarificações. Os acordos de cooperação entre autoridades de origem e de acolhimento para sucursais no exterior merecem atenção particular neste contexto, nomeadamente com vista a assegurar o envolvimento adequado do país de origem no que respeita às grandes sucursais no exterior. A fim de estimular a convergência dos requisitos de supervisão, o Eurosistema sublinha a importância do aperfeiçoamento dos processos de decisão para

3 A abordagem Lamfalussy é composta por quatro níveis. No Nível 1, os princípios básicos da legislação são estabelecidos através do processo legislativo normal: um procedimento de decisão conjunta que envolve o Parlamento Europeu e o Conselho da UE, deliberando com base numa proposta da Comissão Europeia. No Nível 2, as medidas para a implementação de legislação de Nível 1 são adoptadas e alteradas através de procedimentos rápidos. O Nível 3 tem a ver com o trabalho dos Comités do Nível 3 para o reforço da convergência e cooperação a nível de supervisão. O Nível 4 prende-se com as medidas da Comissão para o reforço da aplicação da legislação da UE. Para mais pormenores, ver o *“Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets”* (“Relatório final preparado pelo Comité de Sábios sobre a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários”), de 15 de Fevereiro de 2001, disponível no *site* da Comissão Europeia. Ver também o Relatório Anual de 2003 do BCE, p. 122.

4 A Directiva relativa aos requisitos de capital compreende duas Directivas reformuladas de 14 de Junho de 2006: a Directiva 2006/48/CE relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício e a Directiva 2006/49/CE relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito.

o CEBS, juntamente com a implementação numa base de “cumprir ou explicar” (“*comply or explain*”), e de eficácia na divulgação em termos de supervisão e análise pelos pares. Por último, foram recentemente introduzidas diversas medidas para fomentar a convergência dos processos de supervisão. Estas prendem-se sobretudo com a implementação consistente de normas e orientações do CEBS numa base diária, a “constituição de redes operacionais” a nível dos órgãos de supervisão responsáveis pelos grupos bancários da UE, a delegação de tarefas e mediação entre autoridades de supervisão, e esforços de promoção de uma cultura comum de supervisão. O Eurosistema considera importante que estas medidas sejam efectivamente implementadas e mais desenvolvidas num futuro próximo.

## 2.2 SECTOR BANCÁRIO

OBCE, em cooperação com o BSC, tem realizado trabalhos no que respeita à gestão do risco de liquidez dos bancos. No primeiro trimestre de 2007, foi finalizado um relatório sobre gestão de risco de liquidez para grupos bancários transfronteiras na UE, o qual deu um contributo atempado para o trabalho regulamentar da Comissão Europeia na área do risco de liquidez. O relatório foi também apresentado ao Comité de Basileia de Supervisão Bancária e ao CEBS como contribuição para os seus trabalhos sobre o assunto.

Em Outubro de 2007, foi publicada uma versão simplificada do relatório acima referido como parte especial do relatório do BCE, “*EU banking structures*” (“Estruturas bancárias da UE”). Este incide sobre questões relacionadas com regulamentação da liquidez e desenvolvimentos na organização da gestão do risco de liquidez dos bancos transfronteiras, bem como sobre potenciais implicações para a estabilidade financeira. As principais conclusões do relatório podem ser sintetizadas da seguinte forma. Primeiro, os bancos transfronteiras não têm a percepção que a fragmentação da regulamentação do risco de liquidez na UE impõe restrições desnecessárias

à gestão da liquidez dentro do grupo entre países. Contudo, os bancos indicaram que outros regulamentos relacionados com acordos entre autoridades de origem e de acolhimento e grandes limites de exposição podem colocar obstáculos potenciais à gestão do risco de liquidez. Segundo, embora os bancos transfronteiras reconheçam a utilidade das iniciativas dos bancos centrais para fazer face aos problemas relacionados com fluxos de liquidez internacionais e a utilização transfronteiras de garantias, referem que podem permanecer certos obstáculos no que respeita à constituição de fundos comuns de liquidez e à utilização transfronteiras de garantias. Terceiro, apesar das diferenças que persistem na gestão do risco de liquidez dos bancos transfronteiras, confirmou-se a tendência no sentido da centralização de políticas e procedimentos de gestão de liquidez, e a descentralização da gestão diária de liquidez. Quarto, ainda não se verifica um recurso generalizado a abordagens sofisticadas de gestão interna de risco de liquidez, mas os bancos de maior dimensão que as desenvolveram também pretendem utilizá-las para efeitos regulamentares. Por outro lado, actualmente os bancos de menor dimensão utilizam rácios de liquidez regulamentar também para efeitos de gestão interna. Por último, o encurtamento do horizonte temporal para as obrigações de pagamento dos bancos, a utilização de fontes de financiamento mais baseadas no mercado e potencialmente mais voláteis e a necessidade crescente de garantias de elevada qualidade estão entre os principais desenvolvimentos de mercado identificados com efeitos na gestão do risco de liquidez dos bancos.

Em termos prospectivos, o BCE, em cooperação com o BSC, continuará o trabalho que tem desenvolvido nesta importante área. Neste contexto, o BSC analisará as práticas correntes no que respeita aos testes de esforço de risco de liquidez e aos planos de financiamento de contingência dos bancos da UE.

O BCE também está a desenvolver trabalhos em relação aos efeitos pró-cíclicos potenciais da directiva relativa aos requisitos de capital. Nos termos desta directiva, foi atribuído à Comissão



Europeia, em cooperação com os Estados-Membros, e tendo em conta a contribuição do BCE, o mandato de acompanhar de forma periódica se os requisitos mínimos de capital têm efeitos significativos no ciclo económico, e de propor medidas reparadoras caso seja necessário. Com este fim, o BSC e o CEBS estão a desenvolver conjuntamente um enquadramento analítico para a avaliação do impacto pró-cíclico potencial do novo quadro regulamentar de capital.

juntamente com a prossecução das melhores práticas pelos participantes no mercado, tem o total apoio do BCE. O FSF acompanha de perto a implementação das suas recomendações às autoridades de supervisão, contrapartes, investidores e o sector dos fundos de cobertura, tendo já apresentado aos governadores e ministros das finanças do G10 os progressos feitos até ao momento nesta área.

### 2.3 VALORES MOBILIÁRIOS

O BCE contribuiu para o trabalho regulamentar da UE na área dos valores mobiliários através da sua participação no Comité Europeu de Valores Mobiliários. Também participou, com estatuto de observador, nos trabalhos do *European Securities Market Expert Group* (ESME – Grupo de Especialistas dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários), estabelecido pela Comissão Europeia como órgão consultivo para o sector dos valores mobiliários.

No geral, em 2007 as autoridades públicas centraram a sua atenção na correcta implementação pelos Estados-Membros quer da directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros, quer da directiva relativa à transparência, bem como na avaliação da necessidade de maior intervenção regulamentar.

Mais especificamente, o BCE participou activamente em fóruns internacionais e europeus de debate sobre medidas regulamentares possíveis para fundos de cobertura, dado o seu papel crescente no sistema financeiro e as possíveis implicações para a estabilidade financeira. No seguimento de um relatório sobre instituições altamente endividadas, preparado pelo Fórum de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Forum - FSF*), confirmou-se o consenso internacional sobre a abordagem regulamentar indirecta prevalecente, baseada na observação cuidadosa dos fundos de cobertura pelas respectivas contrapartes – sobretudo os bancos – e investidores. A abordagem indirecta,

### 3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

O Eurosistema tem um grande interesse na integração financeira na Europa, uma vez que um sistema financeiro bem integrado reforça a transmissão regular e efectiva dos impulsos de política monetária na área do euro, tendo implicações para a atribuição do Eurosistema de salvaguarda da estabilidade financeira. A integração financeira também contribui para o funcionamento eficiente e regular dos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos. Além disso, a integração financeira – um objectivo prioritário da UE – pode ajudar a promover o desenvolvimento do sistema financeiro, aumentando o potencial de crescimento económico.

O Eurosistema faz a distinção entre quatro tipos de actividades através das quais contribui para a melhoria da integração financeira europeia: i) aumentar a consciencialização e o acompanhamento da integração financeira, ii) actuar como catalisador para as actividades do sector privado, ao facilitar a acção colectiva, iii) fornecer aconselhamento sobre o quadro regulamentar e legislativo do sistema financeiro e o estabelecimento directo de regras, e iv) prestar serviços de banca central também conducentes à integração financeira. O BCE prosseguiu as suas actividades em todas estas quatro áreas ao longo de 2007.

#### AUMENTAR A CONSCIENCIALIZAÇÃO E O ACOMPANHAMENTO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Em Março de 2007, o BCE lançou uma nova publicação anual, intitulada “*Financial integration in Europe*” (“Integração financeira na Europa”). O principal objectivo deste relatório é contribuir para o avanço da integração financeira europeia e aumentar a sensibilização do público para o papel do Eurosistema no apoio ao processo de integração financeira. O relatório encontra-se dividido em três capítulos. O primeiro define a avaliação do BCE acerca do estado da integração financeira na área do euro. Esta avaliação tem por base um conjunto de indicadores quantitativos – apresentando análises pormenorizadas num anexo estatístico – abrangendo diversos aspectos importantes do sistema financeiro (como os mercados

monetários, obrigacionistas, accionistas e bancários, bem como infra-estruturas de mercado), publicados numa base semestral no *site* do BCE e numa base anual neste novo relatório. O segundo capítulo, intitulado *Special features* (Características especiais), contém análises aprofundadas de questões seleccionadas. Os tópicos são geralmente escolhidos com base na sua importância para a agenda de integração financeira da UE e na sua relevância para a prossecução das atribuições do BCE. O segundo capítulo do primeiro relatório abrange os seguintes tópicos: política monetária e integração financeira, reforço do enquadramento da UE para os bancos transfronteiras e a iniciativa da Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA) e suas implicações para a integração financeira. Por último, o terceiro capítulo dá uma panorâmica do contributo do Eurosistema ao longo do último ano no sentido de atingir mercados financeiros mais integrados e desenvolvidos na Europa.

Em 2007, o BCE continuou a estar envolvido na Rede de Investigação sobre Mercados de Capitais e Integração Financeira na Europa, a qual gere juntamente com o *Center for Financial Studies* (Centro de Estudos Financeiros) na Universidade de Frankfurt. A rede continuou a série de conferências com académicos, participantes no mercado e decisores de política, com a participação activa dos BCN. A sua nona conferência, organizada pelo Central Bank and Financial Services Authority da Irlanda, em Dublin, nos dias 8 e 9 de Outubro de 2007, centrou-se em “Gestão de activos, empresas de capitais privados e fluxos de capitais internacionais: o seu papel na integração financeira e eficiência”. No contexto da rede, o BCE atribui, todos os anos, a jovens investigadores, cinco “*Lamfalussy Fellowships*” (“Bolsas de Estudo Lamfalussy”). Dado que se prevê que a integração financeira tenha implicações no desenvolvimento do sistema financeiro e no crescimento económico, o trabalho do BCE sobre integração financeira está estreitamente relacionado com a sua análise mais alargada dos factores que apoiam o funcionamento adequado dos sistemas financeiros. Os trabalhos nesta área

prossegiram em 2007, tendo como objectivo definir um enquadramento conceptual para medir o desenvolvimento do sistema financeiro.

### **ACTUAÇÃO COMO CATALISADOR PARA AS ACTIVIDADES DO SECTOR PRIVADO**

O progresso na integração financeira europeia depende em larga medida das iniciativas do sector privado visando aproveitar as oportunidades existentes de negócio transfronteiras. As autoridades públicas apoiam este tipo de esforços privados.

Em 2007, o Eurosistema continuou a apoiar a iniciativa da SEPA. A implementação do projecto atingiu a sua fase mais importante em 2007, na preparação do lançamento da SEPA em Janeiro de 2008. O Eurosistema reforçou o seu papel de catalisador ao manter um diálogo constante com os bancos e outros participantes e ao intensificar os esforços de coordenação com a Comissão Europeia. Em Julho de 2007, o Eurosistema apresentou a sua posição sobre todos os tópicos relevantes no seu quinto relatório intercalar sobre a SEPA, o qual aborda o estatuto e as recomendações no que respeita aos instrumentos e infra-estruturas da SEPA, apresenta as opiniões do Eurosistema sobre medidas de implementação e migração para a SEPA, e trata o enquadramento legal da SEPA e a gestão dos esquemas e enquadramentos relacionados. O Eurosistema trabalhou em estreita colaboração com a Comissão Europeia, especialmente no apoio à adopção da Directiva relativa aos serviços de pagamento<sup>5</sup>, aprovada pelo Parlamento Europeu em 24 de Abril de 2007 e pelo Conselho da UE em 15 de Outubro de 2007. O BCE e a Comissão emitiram uma declaração conjunta congratulando-se pela adopção da Directiva relativa aos serviços de pagamento enquanto passo decisivo no sentido da realização da SEPA. No que respeita ao processo de implementação da SEPA, os BCN estão directamente envolvidos no trabalho dos órgãos nacionais responsáveis pela migração para a SEPA. A nível europeu, o BCE forneceu um enquadramento analítico que permitiu comparações entre os planos de implementação nacionais. O Eurosistema organizou diversos fóruns para facilitar um diálogo aberto com os

bancos, utilizadores e fornecedores de infra-estruturas, tendo apoiado iniciativas semelhantes dos bancos e da Comissão Europeia. Também forneceu informações a todos os participantes em brochuras e nos *sites* do BCE e dos BCN, estando a disponibilizar uma área de conteúdos que reúne informação relacionada com a SEPA.

Os sistemas de cartões em euros em funcionamento na Europa têm necessitado de respeitar o quadro SEPA para os cartões desde o início de 2008, tendo as transferências a crédito SEPA sido lançadas a 28 de Janeiro de 2008. Para assinalar este marco importante, o BCE, a Comissão Europeia e o Conselho de Pagamentos Europeu organizaram um evento de alto nível de lançamento da SEPA para participantes e meios de comunicação social a 28 de Janeiro.

O BCE apoiou a iniciativa STEP (*Short-Term European Paper* – Instrumentos de Dívida de Curto Prazo Europeus) desde o seu início, em 2001. Após o lançamento bem sucedido do mercado STEP em Julho de 2006, o Eurosistema continuou a contribuir para a iniciativa em duas áreas principais. Na primeira, o BCE e nove BCN da área do euro continuarão a prestar assistência técnica ao Secretariado do STEP no processo de classificação STEP até Junho de 2008. Contudo, cabe ao Secretariado do STEP, em última instância, a responsabilidade de conceder e retirar a classificação STEP. Na segunda, o BCE publica regularmente no seu *site* estatísticas de taxas de rendibilidade e volumes no mercado STEP. Prevê-se que as estatísticas STEP desempenhem um papel importante na promoção da integração deste mercado ao contribuir para uma maior transparência. Desde Setembro de 2006, o BCE tem publicado estatísticas STEP de saldos mensais, e desde Abril de 2007 tem divulgado estatísticas STEP de taxas de rendibilidade numa base diária para fornecedores de dados seleccionados. Está

5 Directiva 2007/64/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Novembro de 2007, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno, que altera as Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE e revoga a Directiva 97/5/CE (JO L 319 de 5.12.2007, p. 1).



prevista a publicação de estatísticas diárias para todos os fornecedores de dados a partir de 2008.

#### **ACONSELHAMENTO SOBRE O QUADRO REGULAMENTAR E LEGISLATIVO DO SISTEMA FINANCEIRO E ESTABELECIMENTO DIRECTO DE REGRAS**

O Eurosistema contribui regularmente para o aperfeiçoamento do quadro regulamentar e legislativo da UE, fornecendo aconselhamento sobre os principais desenvolvimentos de política e iniciativas em curso.

A actividade respeitante ao quadro de supervisão financeira da UE centrou-se, em 2007, na revisão generalizada do quadro Lamfalussy, para o qual o Eurosistema deu o seu contributo (ver a Secção 2 do presente capítulo). Além disso, como parte da sua função consultiva, nos termos do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, o BCE é regularmente consultado sobre propostas da Comissão para legislação do nível 2 (ver também a Secção 2).

O BCE prosseguiu o seu trabalho na integração dos mercados hipotecários europeus, no seguimento do contributo do Eurosistema, no final de 2005, para o Livro Verde da Comissão Europeia sobre este assunto. O BCE presta especial atenção ao reforço da integração e desenvolvimento dos mercados hipotecários, por diversas razões. Estes mercados são relevantes para a transmissão da política monetária na área do euro, podendo ter

implicações marcantes para a estabilidade financeira. Além disso, os títulos hipotecários são importantes para a implementação da política monetária através do quadro do Eurosistema para as garantias elegíveis. No seguimento da sua consulta do Livro Verde, a Comissão Europeia publicou um Livro Branco em 18 de Dezembro de 2007. O BCE contribui para os trabalhos neste campo através da sua participação em diversos grupos de especialistas da Comissão e no *European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG – Grupo de Juristas dos Mercados Financeiros Europeus). Em 7 de Maio de 2007, este Grupo publicou um relatório sobre os obstáculos jurídicos à titularização transfronteiras na UE<sup>6</sup>.

O BCE prestou aconselhamento sobre questões relacionadas com a integração dos sistemas de liquidação de títulos e dos sistemas de pagamentos. Em particular, esteve bastante envolvido no trabalho relacionado com o *Code of Conduct for Clearing and Settlement* (“Código de Conduta no domínio da compensação e liquidação”). O código visa, essencialmente, permitir aos utilizadores escolher livremente o prestador de serviços da sua preferência em cada fase da cadeia de transacção. Para tal, o código contém compromissos em três áreas: transparência de preços; acesso e interoperabilidade; diferenciação de serviços e separação de contas. Dado que o código constitui uma ferramenta de auto-

<sup>6</sup> Disponível em [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org).



-regulamentação, foi estabelecido um mecanismo de acompanhamento rigoroso para assegurar que todas as medidas sejam implementadas de forma adequada e atempada. Em princípio, o mecanismo baseia-se em auditores externos e num Grupo de Acompanhamento *ad hoc* composto pela Comissão Europeia, o Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários e o BCE. Dado que o código de conduta pretende, em última instância, estabelecer a liberdade de escolha, deverá ser complementado pela remoção total das “barreiras Giovannini” à liquidação e compensação eficientes (o nome provém do grupo que as identificou em 2001), que resultam de diferenças nos padrões técnicos e práticas de negócio, incerteza jurídica e diferenças nos procedimentos fiscais. A remoção do primeiro conjunto de barreiras é tratada no contexto do *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group* (CESAME – Grupo consultivo e de acompanhamento em matéria de compensação e liquidação). As barreiras orçamentais estão a ser abordadas pelo *Fiscal Compliance Expert Group* (Grupo de cumprimento orçamental), enquanto o *Legal Certainty Group* (Grupo de certeza jurídica) está a trabalhar nas barreiras legais. O BCE continuou a participar no CESAME e no Grupo de Certeza Jurídica. Por último, o BCE continuou a contribuir para as diversas vertentes de trabalho que estão a ser prosseguidas neste domínio a nível mundial (por exemplo, pelo Unidroit), com vista a assegurar que as iniciativas da UE em matéria de liquidação e compensação de títulos não só complementam como são consistentes com as abordagens desenvolvidas pelos órgãos internacionais.

Nos termos do n.º 1 do Artigo 65.º da directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros, a Comissão Europeia deve apresentar ao Parlamento Europeu e ao Conselho da UE um relatório sobre a possível extensão das disposições relativas às obrigações de transparência definidas na directiva para outras categorias de instrumentos financeiros diferentes das acções, em particular obrigações. Os participantes no mercado e autoridades

de regulamentação têm debatido amplamente as implicações do reforço da transparência nas transacções de instrumentos financeiros diferentes das acções, em especial as obrigações de empresas. O BCE é da opinião de que não existe evidência sólida de que a transparência limitada no mercado obrigacionista após a realização de transacções esteja actualmente a causar qualquer falha do mercado. Ao mesmo tempo, também não há evidência que esta transparência limitada se traduza num funcionamento eficiente do mercado. O BCE sugeriu, na audição pública da Comissão de 11 de Setembro de 2007 e em reuniões do ESME durante 2007, que esta falta de experiência na Europa fosse tratada através de um ensaio controlado, liderado pelo mercado, nos mercados retalhistas e por grosso, para avaliar o efeito da introdução gradual de transparência pós-transacção nos mercados, para certas obrigações.

#### **PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE BANCA CENTRAL CONDUENTES À INTEGRAÇÃO FINANCEIRA**

O lançamento bem sucedido do TARGET2 no dia 19 de Novembro de 2007 deu um novo ímpeto ao processo de integração financeira na Europa. O TARGET2 apresenta uma única infra-estrutura técnica que permite a prestação de um nível de serviços harmonizado e assegura igualdade nas condições de concorrência para os bancos em toda a Europa. Às transacções domésticas e transfronteiras é aplicada uma estrutura única de preços. O TARGET2 também presta um conjunto harmonizado de serviços de liquidação financeira em moeda do banco central para todos os sistemas periféricos. As novas funcionalidades do TARGET2 permitem aos bancos com operações multinacionais consolidar os seus processos internos, tais como as funções de tesouraria e *back office*, e proceder a uma maior integração da sua gestão de liquidez em euros. Além disso, os utilizadores do TARGET2 têm acesso uniforme a informação *online* abrangente e a medidas de controlo de liquidez (ver Secção 2.2 do Capítulo 2).

Além disso, com vista a beneficiar em pleno do TARGET2, o Eurosistema continuou a explorar,

em estreita cooperação com os participantes no mercado, a possibilidade de oferecer um novo serviço, denominado TARGET2-Títulos-T2T, para fornecer uma infra-estrutura técnica comum para a liquidação em euros de transacções de títulos em moeda do banco central por centrais de depósito de títulos e para o processamento de liquidações financeiras e de títulos numa única plataforma técnica (ver Secção 2.3 do Capítulo 2).

Por último, na área da gestão de garantias, será desenvolvida uma plataforma partilhável única (CCBM2) em paralelo e em estreita colaboração com os participantes no mercado (ver Secção 2.4 do Capítulo 2).



## 4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO

A superintendência dos sistemas de pagamentos é uma das principais atribuições do Eurosistema. Ao exercer a superintendência dos sistemas de pagamentos, em particular os que são sistemicamente importantes<sup>7</sup>, o Eurosistema contribui para a segurança e eficiência das infra-estruturas financeiras e, conseqüentemente, para a eficiência dos fluxos de pagamentos de bens, serviços e activos financeiros na economia. A relação estreita entre os sistemas de pagamentos e os sistemas de compensação e de liquidação de títulos significa que os bancos centrais em geral e o Eurosistema em particular têm também um forte interesse na compensação e liquidação de títulos. O objectivo geral do Eurosistema é minimizar o risco sistémico.

É essencial que, nos seus esforços no sentido de promover a solidez e a eficiência dos sistemas de pagamentos e sistemas de compensação e de liquidação de títulos, os bancos centrais disponham de informação completa sobre estes sistemas. Por esta razão, o BCE publica, periodicamente, uma descrição completa dos principais sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos nos Estados-Membros da UE. A quarta edição deste relatório, conhecido como “Livro Azul”, foi publicada em 14 de Agosto de 2007.

O BCE publica também anualmente dados estatísticos sobre pagamentos e transacções, compensação e liquidação de títulos. No passado, estas estatísticas eram publicadas num anexo ao “Livro Azul”. Desde a publicação dos dados relativos a 2006, em 16 de Novembro de 2007, foi interrompida a publicação em papel do Anexo ao Livro Azul, uma vez que as séries temporais referentes a estes dados podem agora ser descarregadas do *site* do BCE através da *Statistical Data Warehouse*, em <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

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

O Eurosistema superintende todos os sistemas de pagamentos e infra-estruturas que processam

e/ou procedem à liquidação de transacções em euros, incluindo os que são geridos pelo próprio Eurosistema. O Eurosistema aplica os mesmos padrões de superintendência quer aos seus próprios sistemas, quer aos sistemas operados a nível privado. Estes padrões são os Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes, definidos pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação (CPSS) do G10 e adoptados pelo Conselho do BCE em 2001. São complementados pelas expectativas de superintendência de continuidade operacional para sistemas de pagamentos sistemicamente importantes, adoptadas pelo Conselho do BCE em 2006.

Com base nos Princípios Fundamentais e nas expectativas de superintendência de continuidade operacional, o Eurosistema desenvolveu em 2007 uma metodologia comum para a avaliação de superintendência de sistemas de pagamentos em euros sistémicos e proeminentemente importantes. A metodologia comum tem como objectivo proporcionar aos superintendentes dos sistemas de pagamentos do Eurosistema orientações claras e completas para a avaliação de sistemas relevantes e para a preparação de relatórios de superintendência. Além disso, proporciona aos autores e operadores dos sistemas de pagamentos uma visão mais aprofundada das preocupações dos superintendentes em termos de segurança e eficiência, confere aos operadores incentivos adicionais para que prossigam os esforços no sentido de atenuar ou limitar os diversos riscos que os seus sistemas podem enfrentar e, por fim, contribui para assegurar o funcionamento regular dos seus sistemas. Após uma consulta pública sobre a metodologia comum de avaliação de superintendência, foram publicadas em 12 de Novembro de 2007 as versões finais dos “*Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important payment systems against the Core Principles*” (“Termos

<sup>7</sup> Um sistema de pagamentos é considerado sistemicamente importante se uma sua ruptura desencadear ou transmitir novas rupturas entre os participantes, acabando por afectar o sistema financeiro a um nível mais alargado.

de referência para a avaliação de superintendência de sistemas de pagamentos em euros sistémicos e proeminentemente importantes face aos Princípios Básicos”<sup>8</sup> e do “*Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS*” (“Guia para a avaliação face às expectativas de superintendência de continuidade operacional para os SPSI”).

O Eurosistema deve deter o controlo final sobre o euro. Assim, tanto numa perspectiva de política geral, como de risco sistémico, o Eurosistema não pode, por princípio, permitir que infra-estruturas de pagamentos para transacções em euros localizadas fora da área do euro tenham potencial para se desenvolver em importantes infra-estruturas de pagamentos em euros, especialmente se tal colocar em risco o controlo do Eurosistema sobre o euro. O BCE publicou, em 19 de Julho de 2007, os “*Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*” (“Princípios de política do Eurosistema sobre a localização e funcionamento das infra-estruturas que procedem à liquidação de transacções de pagamentos denominados em euros”). Estes princípios não constituem uma nova orientação de política, mas apresentam em maior detalhe a posição do Eurosistema descrita, em 1998, na declaração de política sobre os sistemas de pagamentos e liquidação em euros localizados fora da área do euro e, em 2001, na linha de política do Eurosistema no que se refere à consolidação da compensação pela contraparte central. Os princípios são aplicáveis a qualquer infra-estrutura de pagamentos existente ou potencial localizada fora da área do euro que proceda à liquidação de transacções em euros.

### **TARGET**

De acordo com os objectivos e o quadro de superintendência comuns do TARGET, o BCE e os BCN desempenham actividades de superintendência regulares e desencadeadas por alterações no âmbito quer dos sistemas de liquidação por bruto em tempo real nacionais que participam no TARGET ou estão a este

ligados, quer do mecanismo de pagamentos do BCE. Tendo em vista a implementação do TARGET2 em Novembro de 2007, as alterações ao TARGET foram de natureza bastante limitada, e a superintendência do TARGET incidiu, portanto, em actividades regulares, tais como a participação e acompanhamento de incidentes.

Antes da sua entrada em funcionamento, em 19 de Novembro de 2007, o TARGET2 foi sujeito a uma avaliação de superintendência completa, concluída no terceiro trimestre de 2007. Foram retiradas várias conclusões em termos de supervisão relativamente aos Princípios Básicos individuais. Estas conclusões serão abordadas com base num plano de acção estabelecido pelos operadores do TARGET2 e acordado com os superintendentes. Contudo, apenas será possível explorar em maior pormenor alguns aspectos logo que seja adquirida maior experiência com o TARGET2 em funcionamento. De acordo com as actuais políticas do Eurosistema, pretende-se que a avaliação de superintendência do TARGET2 seja publicada ao longo de 2008.

### **EURO1**

O EURO1 é o maior sistema de pagamentos operado por uma entidade privada para as transferências de crédito em euros na área do euro. É operado pela sociedade de compensação da Agência Bancária do Euro, a EBA CLEARING. O EURO1 funciona numa base líquida multilateral. As posições em fim de dia dos participantes no EURO1 são finalmente liquidadas em moeda do banco central através do sistema TARGET. Dado que não se verificaram alterações significativas no sistema EURO1 em 2007, as actividades de superintendência do BCE incidiram sobre o acompanhamento do funcionamento regular do sistema. O BCE concluiu que não ocorreram em 2007 situações que afectassem negativamente a continuação do

<sup>8</sup> Um sistema de pagamentos é considerado proeminentemente importante se desempenhar um papel proeminente no processamento e liquidação de pagamentos de retalho e se a sua falha tiver efeitos económicos significativos e comprometer a confiança do público nos sistemas de pagamentos e na moeda em geral.

cumprimento dos Princípios Básicos por parte do sistema EURO1.

### SISTEMA DE LIQUIDAÇÃO EM CONTÍNUO

O Sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement (CLS)*) foi criado em 2002 com o objectivo de proporcionar serviços de liquidação de transacções cambiais em múltiplas moedas. O CLS procede actualmente à liquidação em 15 importantes moedas em todo o mundo. Gerido pelo CLS Bank, este sistema elimina um nível significativo de risco de liquidação cambial ao liquidar em simultâneo as duas componentes de moeda envolvidas nas transacções cambiais, ou seja, numa base de pagamento-contra-pagamento, e apenas quando estão disponíveis fundos suficientes.

O CLS é regulamentado pelo Sistema da Reserva Federal, que é também o principal superintendente, uma vez que o CLS Bank está localizado nos Estados Unidos. O Sistema da Reserva Federal coopera com os bancos centrais de todas as moedas elegíveis para a liquidação no CLS, incluindo o BCE. Neste acordo de superintendência de colaboração, o BCE (em estreita cooperação com os BCN da área do euro) é o principal superintendente para a liquidação de transacções em euros. Em 2007, o CLS preparou uma auto-avaliação com base nos Princípios Básicos.

Em 2007, foi concedida aprovação regulamentar ao CLS Bank pelo Sistema da Reserva Federal para alargar os seus serviços à liquidação de instruções de pagamento numa moeda única (que não pagamento-contra-pagamento) associados a contratos a prazo sem entrega (*non-deliverable forwards*) e para actuar como fornecedor central de todas as instruções de pagamento associadas a derivados de crédito *over-the-counter* calculados ou verificados pelo *DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse*. O Eurosistema aceita que o CLS Bank inclua a liquidação de contratos a prazo sem entrega e de derivados de crédito *over-the-counter* em euros como parte deste serviço, tendo em conta a continuação do cumprimento pelo sistema CLS dos Princípios Básicos e dos

princípios de política do Eurosistema sobre a localização e funcionamento das infra-estruturas que procedem à liquidação de transacções de pagamentos denominados em euros.

A segurança e eficácia contínuas do CLS, bem como o seu cumprimento dos princípios de política do Eurosistema são de primordial importância para o Eurosistema, uma vez que o sistema CLS é, em termos de valor, o maior sistema de pagamentos que liquida transacções em euros fora da área do euro. Em Dezembro de 2007, o CLS liquidou uma média de 381 436 transacções cambiais por dia, com um valor de liquidação médio diário de €2 900 mil milhões<sup>9</sup>. Com uma percentagem de 20% de todas as transacções liquidadas em CLS, o euro continuou a ser a segunda moeda de liquidação mais importante, depois do dólar dos EUA (45%). O valor médio diário das transacções liquidadas em euros no CLS foi de €564 mil milhões.

Em 2007, o BIS publicou um relatório consultivo intitulado “*Progress in reducing foreign exchange settlement risk*” (“Progressos na redução do risco de liquidação cambial”), para o qual recebeu o contributo do Eurosistema. O relatório apresenta os resultados de um inquérito entre os principais participantes nos mercados cambiais acerca da dimensão, duração, concentração e controlo de riscos de liquidação cambial, realizado em 2006 pelos bancos centrais cujas moedas são liquidadas em CLS. O relatório indica serem necessárias mais iniciativas por parte das instituições individuais, grupos sectoriais e bancos centrais a fim de abordar os riscos colocados à estabilidade financeira, ao nível de todo o sistema, pelas exposições à liquidação cambial. A versão final do relatório será publicada em 2008.

### CONTINUIDADE OPERACIONAL

Na conferência do BCE sobre continuidade operacional para infra-estruturas de mercado,

9 A liquidação em numerário de cada transacção consiste em duas transacções de pagamento, uma em cada uma das moedas envolvidas. Assim, em Dezembro de 2007, o CLS liquidou 190 718 transacções com um valor médio diário equivalente a cerca de €1 500 mil milhões.

realizada em Setembro de 2006, os participantes no mercado solicitaram ao Eurosistema/SEBC a organização de exercícios de continuidade operacional a nível transfronteiras e entre sistemas. Nessa sequência, o Eurosistema/SEBC desenvolveu um quadro e uma metodologia para a organização de exercícios de continuidade operacional e realizou os primeiros testes de comunicação de crises internas em 2007. Para 2008 estão previstos exercícios mais complexos de continuidade operacional. Além disso, o SEBC desenvolveu uma proposta sobre a forma como os bancos centrais da UE poderão partilhar informação pública relativa à continuidade operacional com os participantes no mercado, e sobre a forma como poderão trocar informação confidencial entre si. Neste contexto, o SEBC realizou vários exercícios de apuramento de factos a fim de obter informações sobre diversas questões, tais como padrões e iniciativas nacionais e internacionais, e exercícios nacionais de continuidade operacional. As informações não confidenciais serão disponibilizadas junto do público numa área dedicada à continuidade operacional no *site* de cada banco central. O BCE deverá disponibilizar esta área dedicada no seu *site* em 2008.

### SWIFT

A superintendência da SWIFT incide sobre os objectivos de segurança, fiabilidade operacional, continuidade operacional e resistência da infra-estrutura da SWIFT. A fim de determinar se a SWIFT prossegue estes objectivos, os superintendentes avaliam regularmente se a SWIFT implementou acordos de gestão, estruturas, processos, procedimentos de gestão de risco e controlos adequados, que lhe permitam gerir eficazmente os potenciais riscos que possam ser colocados à estabilidade financeira e à solidez das infra-estruturas financeiras. No contexto da sua participação na superintendência cooperativa da SWIFT, o BCE colaborou com os bancos centrais do G10, em 2006, com o objectivo de estabelecer um conjunto de expectativas de superintendência de elevado nível adequadas para a avaliação da SWIFT, tendo em consideração a estrutura, processos, controlos e procedimentos actuais da SWIFT.

As cinco expectativas de superintendência ficaram concluídas em Junho de 2007 e foram integradas na metodologia de superintendência com base no risco do grupo de superintendência. São as seguintes:

- 1 Identificação e gestão de risco: a SWIFT deverá identificar e gerir os riscos operacionais e financeiros que possam afectar os serviços críticos e assegurar que os processos de gestão de risco são eficazes.
- 2 Segurança da informação: a SWIFT deverá implementar políticas e procedimentos adequados e dedicar recursos suficientes a fim de assegurar a confidencialidade e integridade da informação e a disponibilidade dos serviços críticos.
- 3 Fiabilidade e resistência: de forma compatível com o seu papel no sistema financeiro global, a SWIFT deverá implementar políticas e procedimentos adequados e dedicar recursos suficientes a fim de assegurar a disponibilidade, fiabilidade e resistência dos seus serviços críticos e garantir que a gestão da continuidade operacional e os planos de recuperação em caso de desastre salvaguardam a recuperação atempada dos seus serviços críticos em caso de indisponibilidade.
- 4 Planeamento tecnológico: a SWIFT deverá adoptar métodos robustos para planear todo o ciclo de vida da utilização de tecnologias e a selecção de padrões tecnológicos.
- 5 Comunicação com os utilizadores: a SWIFT deverá ser transparente para os seus utilizadores e proporcionar-lhes informação suficiente que permita a boa compreensão dos respectivos papéis e responsabilidades na gestão de riscos relacionados com a sua utilização da SWIFT.

A SWIFT está em vias de finalizar uma auto-avaliação com base nestas elevadas expectativas e reportará aos bancos centrais informação sobre a sua capacidade para cumprir

as expectativas dos superintendentes. As cinco expectativas proporcionam um quadro no qual os superintendentes organizam as suas actividades e a partir do qual é preparado o planeamento de superintendência com base no risco. As elevadas expectativas e os fundamentos subjacentes ao quadro foram apresentados em pormenor no “*Financial Stability Review*” do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, publicado em Junho de 2007.

#### 4.2 SERVIÇOS DE PAGAMENTO DE RETALHO

A superintendência do Eurosistema abrange também os sistemas e instrumentos de pagamentos de retalho. Em 2007, o BCE continuou a acompanhar o funcionamento regular da primeira câmara de compensação automática pan-europeia para pagamentos avultados em euros, o STEP2, que é gerido e operado pela EBA CLEARING.

No contexto do acompanhamento da evolução do sector dos pagamentos de retalho, o BCE realizou, em parceria com o Banco da Reserva Federal de Kansas City, um estudo comparativo sobre o papel dos não bancos nos pagamentos de retalho nos Estados Unidos e em alguns países europeus.

#### 4.3 SISTEMAS DE PAGAMENTO COM CARTÕES

Nos termos da sua atribuição estatutária de promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos na área do euro, o Eurosistema desenvolveu um quadro de superintendência para os sistemas de pagamento com cartões que processam pagamentos em euros. O seu objectivo é contribuir para a manutenção da confiança do público nos pagamentos com cartões e promover a igualdade nas condições de concorrência para todos os sistemas de cartões que funcionam em toda a área do euro.

Foi realizada uma consulta pública com base num relatório intitulado “*Draft oversight framework for card payment schemes – requirements*”

(“Projecto de quadro de superintendência para os sistemas de pagamento com cartões – requisitos”). Foi depois produzida uma versão revista deste relatório, considerando os comentários recebidos durante a consulta pública. O relatório define o âmbito pretendido das actividades de superintendência a realizar pelo Eurosistema face aos sistemas de pagamento com cartões e propõe padrões que, caso se concretizem, possam contribuir para a solidez dos referidos sistemas. Estes padrões têm por base uma análise de risco realizada pelo Eurosistema. O quadro será aplicável a todos os sistemas de pagamento com cartões que prestam serviços envolvendo cartões de débito ou de crédito.

A versão final dos padrões de superintendência do Eurosistema para os sistemas de pagamento com cartões foi aprovada pelo Conselho do BCE em Janeiro de 2008 e será implementada ao longo de 2008.

#### 4.4 COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O Eurosistema tem um forte interesse no bom funcionamento dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos, dado que falhas durante a compensação, liquidação e guarda de activos poderiam pôr em perigo a execução da política monetária, o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos e a manutenção da estabilidade financeira.

Na sua qualidade de utilizador dos sistemas de liquidação de títulos (SLT), o Eurosistema avalia o cumprimento por parte dos SLT da área do euro, bem como das ligações entres esses SLT, 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>10</sup>.

As ligações tornam-se elegíveis para operações de crédito do Eurosistema se cumprirem os

<sup>10</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.

nove padrões do utilizador do Eurosistema. O Eurosistema avalia quaisquer novas ligações ou melhorias de ligações elegíveis com base nestes padrões. Em 2007, três ligações elegíveis existentes foram melhoradas e avaliadas positivamente. Além disso, foi avaliada a utilização de cinco ligações encadeadas, ou seja, em que estão envolvidos mais do que dois SLT. Não foram identificados riscos específicos durante esta avaliação. Assim, o Conselho do BCE considera que as cinco ligações encadeadas avaliadas poderão ser elegíveis para participar no processo de garantia das operações de crédito do Eurosistema.

Nos preparativos para a adesão de Chipre e de Malta à área do euro em 1 de Janeiro de 2008, o Conselho do BCE avaliou os SLT dos dois países. A análise pormenorizada revelou que ambos os sistemas cumpriam, no geral, os padrões do utilizador, sendo por conseguinte elegíveis para utilização em operações de política monetária e operações de crédito intra-diário do Eurosistema.

Em Março de 2007, o CPSS publicou um relatório intitulado “*New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*” (“Novos desenvolvimentos nos acordos de compensação e de liquidação de derivados de crédito *over-the-counter*”) que contou com a contribuição do BCE. O relatório, para o qual foram conduzidas várias entrevistas com bancos, analisou as seguintes seis questões: os riscos criados por atrasos na documentação e confirmação de transacções, as implicações da utilização de garantias para atenuar o risco de crédito, a utilização de contrapartes centrais para reduzir o risco de contraparte, os riscos envolvidos para os principais corretores, os riscos decorrentes de novações de contratos de crédito inválidas e o potencial de perturbação do mercado devido à liquidação de todos os débitos e créditos após incumprimento por parte de uma ou mais contrapartes relevantes.

### **DESENVOLVIMENTO DOS PADRÕES PARA A COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS NA UNIÃO EUROPEIA**

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. Um grupo de trabalho do SEBC-CESR elaborou em 2004 um relatório preliminar sobre “*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*” (“Padrões para a compensação e liquidação de títulos na União Europeia”), com o objectivo de adaptar as recomendações da CPSS-IOSCO para os SLT ao contexto da UE. Nos dois anos seguintes, o grupo de trabalho do SEBC-CESR prosseguiu os trabalhos nesta área a fim de desenvolver uma “metodologia de avaliação” que possa fornecer orientações sobre a implementação efectiva dos padrões. Durante este período, o grupo trabalhou em paralelo na adaptação das recomendações da CPSS-IOSCO para as contrapartes centrais. Várias questões em aberto travaram os progressos desde os finais de 2005. Contudo, em 2007, a Comissão Europeia deu um novo impulso nas discussões em reuniões do Conselho ECOFIN, do Comité Económico e Financeiro e do Comité dos Serviços Financeiros. Após estas discussões, o Conselho ECOFIN reconheceu “que a protecção dos investidores e a segurança prudencial do sector pós-negociação, incluindo os aspectos de gestão de riscos, são questões importantes a debater, e que devem ser estudadas acções concretas, nomeadamente a aprovação de normas ou de medidas de regulação, como complemento ao Código de Conduta sobre riscos e estabilidade financeira”. Além disso, o Conselho ECOFIN solicitou ao Comité dos Serviços Financeiros que aprofundasse “os trabalhos sobre o âmbito, a base jurídica e o conteúdo das normas, tendo na devida conta a importância de serem asseguradas condições de concorrência equitativas; e, juntamente com a comissão, proponha pistas sobre esta matéria que deverão ser apresentadas ao Conselho no início da Primavera de 2008”<sup>11</sup>. O BCE tem contribuído para estes trabalhos.

<sup>11</sup> Conclusões do Conselho ECOFIN sobre Compensação e Liquidação, reunião n.º 2822 do Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros, Luxemburgo, 9 de Outubro de 2007.





## CAPÍTULO 5

# RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS

## I QUESTÕES EUROPEIAS

Em 2007, o BCE continuou os contactos regulares com instituições e fóruns europeus, em particular com o Parlamento Europeu, o Conselho ECOFIN, o Eurogrupo e a Comissão Europeia (ver Capítulo 6). O Presidente do BCE participou em reuniões do Conselho ECOFIN quando foram discutidas questões relacionadas com os objectivos e as atribuições do SEBC, bem como nas reuniões do Eurogrupo. O Presidente do Eurogrupo e o Comissário para os Assuntos Económicos e Monetários estiveram presentes em reuniões do Conselho do BCE, sempre que o consideraram adequado.

### I.1 QUESTÕES DE POLÍTICA

#### O PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

Em 2007, a conjuntura macroeconómica favorável apoiou a melhoria dos saldos orçamentais na maior parte dos países e, deste modo, a revogação de procedimentos relativos aos défices excessivos em alguns casos. O número de Estados-Membros em situação de défice excessivo diminuiu de onze no final de 2006 para seis no final de 2007. Em Janeiro de 2007, o Conselho ECOFIN concluiu o procedimento relativo aos défices excessivos contra a França, tendo tomado a mesma decisão em relação à Alemanha, Grécia e Malta em Junho de 2007. Relativamente a este último país foi, assim, removido um importante obstáculo à adopção do euro em 2008. Por último, em Outubro de 2007 o Conselho ECOFIN revogou o procedimento relativo aos défices excessivos contra o Reino Unido. Após a correcção dos défices excessivos, é agora fundamental que os Estados-Membros prossigam a sua consolidação orçamental estrutural em linha com as disposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento de modo a alcançar o seu objectivo de médio prazo. Tal também ajudará a evitar que o valor de referência para o défice, de 3% do PIB, seja novamente ultrapassado em resultado de variações cíclicas normais da actividade económica. Dois países da área do euro (Itália e Portugal) e quatro países não pertencentes à área do euro (República Checa,

Hungria, Polónia e Eslováquia) estavam ainda sujeitos a procedimentos relativos aos défices excessivos no final de 2007.

A evolução orçamental na República Checa constituiu motivo de preocupação. Em Julho de 2007, o Conselho ECOFIN decidiu, por recomendação da Comissão Europeia, que as medidas tomadas pela República Checa se tinham revelado desadequadas face ao objectivo de reduzir o seu défice abaixo do limite de 3% até 2008. Em particular, o programa de convergência actualizado da República Checa de Março indicava que o limite de 3% do PIB para o défice seria ultrapassado não apenas em 2008, mas também em 2009. Em Outubro de 2007, o Conselho recomendou novamente ao abrigo do n.º 7 do artigo 104.º do Tratado que a República Checa reduza o défice abaixo de 3% do PIB pelo menos até 2008, com uma melhoria estrutural de 0.75% do saldo orçamental entre 2007 e 2008. De acordo com as previsões do Outono de 2007 da Comissão Europeia, o défice diminuirá efectivamente abaixo de 3% do PIB em 2008.

Não foram tomadas novas medidas no que respeita aos procedimentos relativos aos défices excessivos contra a Itália (que, segundo a recomendação do Conselho ECOFIN, deveria ter corrigido o seu défice excessivo até 2007), Hungria (2009), Polónia (2007), Portugal (2008) e Eslováquia (2007) dado que, no geral, novos dados e projecções apontavam para progressos na correcção de défices excessivos em linha com as mais recentes recomendações do Conselho.

Em Outubro de 2007, o Conselho ECOFIN discutiu a eficácia da componente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento, com base em propostas da Comissão Europeia incluídas no comunicado que acompanhou o relatório intitulado “Finanças públicas na UEM – 2007”. Os ministros concluíram que todos os países que ainda não tinham atingido o seu objectivo de médio prazo deveriam aumentar o ritmo de redução do défice e da dívida e atribuir receitas superiores ao previsto para a prossecução deste objectivo. Também reiteraram a importância

de quadros orçamentais nacionais plurianuais com base em regras e de um envolvimento adequado por parte dos parlamentos nacionais. Além disso, foi pedido aos Estados-Membros que especificassem nos seus programas de estabilidade e convergência o modo como pretendem prosseguir os seus objectivos de médio prazo, incluindo informação sobre as novas medidas necessárias para que sejam alcançados. Foi pedido à Comissão que continuasse a trabalhar na avaliação das posições orçamentais subjacentes. No que respeita à sustentabilidade das finanças públicas a longo prazo, o Conselho ECOFIN convidou a Comissão a apresentar propostas para discussão em 2008 sobre como incluir os encargos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população na definição dos objectivos de médio prazo.

### **A ESTRATÉGIA DE LISBOA**

A estratégia de Lisboa – o programa a nível comunitário de reformas económicas, sociais e ambientais – continuou no centro do debate sobre políticas económicas da UE. O Conselho da UE manteve inalteradas as Orientações Integradas adoptadas em 2005 por um período de três anos, apelando a uma maior incidência na aplicação da estratégia de modo a alcançar o objectivo global de um maior crescimento económico e emprego mais elevado<sup>1</sup>. Paralelamente, na Primavera de 2007, o Conselho da UE complementou estas orientações com recomendações específicas para cada Estado-Membro e com uma directriz horizontal dirigida aos países da área do euro. No Outono de 2007, os Estados-Membros submeteram os seus segundos relatórios intercalares, tendo por objecto os respectivos programas nacionais de reformas para 2005-08. Esses relatórios analisam os progressos alcançados até à data pelos Estados-Membros relativamente à aplicação das suas estratégias de reforma estrutural. Estas incluem assegurar a sustentabilidade e a qualidade das finanças públicas, melhorar a conjuntura regulamentar da actividade empresarial, investir em investigação e desenvolvimento, e tomar medidas no sentido de aumentar a taxa de participação e melhorar a

flexibilidade do mercado de trabalho (ver também Capítulo 1). Os relatórios intercalares sobre os programas de reforma nacionais foram avaliados pelo Conselho ECOFIN e pela Comissão Europeia, a qual publicou um “Relatório estratégico” em Dezembro de 2007. Estas avaliações antecederam a adopção de um novo conjunto de orientações integradas em 2008 para o novo ciclo político de 2008-10. Paralelamente, o Programa Comunitário de Lisboa, que foi actualizado no final de 2007, estabeleceu algumas prioridades fundamentais no campo das acções a nível comunitário para o período de 2008-10, em linha com as quatro áreas prioritárias de reforma identificadas pelo Conselho Europeu da Primavera de 2006 (conhecimento e inovação, potencial das empresas, mercados de trabalho e energia).

O BCE sublinhou repetidamente a importância da adopção de reformas estruturais e congratulou-se com a determinação da Comissão e dos Estados-Membros em aplicar a estratégia de Lisboa renovada a nível comunitário e nacional. É particularmente importante que os países da área do euro adoptem medidas de reforma abrangentes, dado que partilham a responsabilidade de assegurar o bom funcionamento da UEM.

## **1.2 QUESTÕES INSTITUCIONAIS**

### **O TRATADO DE LISBOA**

Em 13 de Dezembro de 2007, os Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros da UE assinaram o Tratado de Lisboa que altera o Tratado da União Europeia e o Tratado que institui a Comunidade Europeia. Está em curso o processo de ratificação do novo Tratado por parte de todos os 27 Estados-Membros e está previsto que entre em vigor em 1 de Janeiro de 2009, desde que o processo de ratificação esteja concluído até essa data. Caso contrário, o Tratado de Lisboa entrará

<sup>1</sup> De acordo com a revisão intercalar da estratégia de Lisboa em 2005, as Orientações Integradas são determinadas por um período de três anos e subsequentemente actualizadas anualmente durante esse período (ver o Relatório Anual de 2005 do BCE, p. 152).





em vigor no primeiro dia do mês após a ratificação pelo último Estado-Membro.

O novo Tratado altera o Tratado que institui a Comunidade Europeia e o Tratado da União Europeia. Ambos os Tratados continuarão a ser a base do funcionamento da UE. Nos termos do novo Tratado, a Comunidade é sucedida e substituída pela União, a qual terá personalidade jurídica. O BCE acolhe com agrado esta simplificação do quadro jurídico e institucional da UE.

O BCE considerou essencial que a estabilidade de preços permanecesse não só o objectivo primordial do BCE e do SEBC, mas também um objectivo declarado da UE. O novo Tratado prevê esta questão, e torna uma União Económica e Monetária, com o euro como a sua moeda, um objectivo da UE.

O BCE, que actualmente detém o estatuto de órgão comunitário, será dotado com o estatuto de uma instituição da União. O BCE considerou indispensável para o desempenho eficaz das suas atribuições que as características institucionais específicas do BCE e do SEBC fossem preservadas. O novo Tratado fá-lo ao confirmar as atribuições e a composição do SEBC e a independência do BCE e dos BCN, bem como a personalidade jurídica, os poderes regulamentares e a independência financeira do BCE. Ao abrigo do novo Tratado, os membros da Comissão Executiva do BCE são nomeados pelo Conselho Europeu, deliberando por maioria qualificada, substituindo o actual requisito de uma nomeação, de comum acordo, pelos governos dos Estados-Membros a nível de Chefes de Estado ou de Governo. A pedido do BCE, é introduzido nos Tratados o termo “Eurosistema”.

O novo Tratado também introduz várias inovações no campo da governação económica, incluindo o reconhecimento do Eurogrupo,

o qual mantém o seu estatuto informal. O Presidente do Eurogrupo terá um mandato de dois anos e meio. Além disso, o papel dos países da área do euro é reforçado. Embora o Conselho da UE ainda delibere sobre a adopção do euro por um Estado-Membro, mediante proposta da Comissão, os países da área do euro apresentarão uma recomendação numa fase anterior a essa decisão. Do mesmo modo, as decisões relativas ao incumprimento por países da área do euro do procedimento relativo aos défices excessivos e das Orientações Gerais para as Políticas Económicas apenas serão tomadas por países da área do euro, sem a participação do Estado-Membro em causa. Por último, uma nova disposição permite aos países da área do euro, deliberando por maioria qualificada, adoptar novas medidas no sentido de reforçar a coordenação e a supervisão da respectiva disciplina orçamental e elaborar orientações de política económica específicas para os países da área do euro.

O BCE considera que o novo Tratado confirma, em termos gerais, a actual disposição da UEM e, deste modo, acolherá com agrado a conclusão com êxito do processo de ratificação.

### **RELATÓRIOS DE CONVERGÊNCIA**

Após os pedidos de Chipre e Malta, o BCE e a Comissão Europeia, nos termos do artigo 122.º do Tratado, prepararam individualmente relatórios de convergência sobre os progressos alcançados por estes dois países no cumprimento das condições para a adesão à área do euro. Com base nestes relatórios de convergência, publicados em 16 de Maio de 2007, e numa proposta da Comissão, o Conselho ECOFIN adoptou, em 10 de Julho de 2007, uma decisão que permitiu a Chipre e Malta introduzir o euro como moeda legal a partir de 1 de Janeiro de 2008 (ver Capítulo 3).

### **1.3 EVOLUÇÃO E RELAÇÕES COM OS PAÍSES CANDIDATOS À UE**

O BCE continuou a sua cooperação com os bancos centrais dos países candidatos com o

objectivo de criar as condições para um processo regular de integração monetária na UE, quando as condições institucionais e económicas estiverem preenchidas. Esta cooperação foi desenvolvida em paralelo com o diálogo institucional global entre a UE e estes países.

As negociações de adesão com a Croácia tiveram início em Outubro de 2005. A abertura de negociações relativas a cada capítulo do acervo comunitário teve lugar em Junho de 2006 e decorreu de forma regular em 2007, tendo sido conduzidas negociações relativamente a um número significativo dos 35 capítulos até ao final do ano. O BCE continuou a reforçar as suas relações bilaterais com o banco central nacional da Croácia, tendo realizado uma visita de funcionários do BCE a Zagreb em Abril de 2007 e recebido o seu Governador em Frankfurt para o diálogo anual pré-adesão ao mais alto nível, em Outubro de 2007.

Após a abertura das negociações de adesão com a Turquia em Outubro de 2005, a Comissão Europeia iniciou as negociações relativas a cada capítulo do acervo comunitário em Junho de 2006. Em Dezembro de 2006, o Conselho Europeu decidiu suspender as negociações relativamente a oito dos 35 capítulos do processo de adesão à UE, devido à ausência de progressos ao nível do alargamento da união aduaneira aos Estados-Membros da UE. Cinco capítulos – relativos à política empresarial e industrial, estatísticas, controlo financeiro, redes transeuropeias, e protecção da saúde e defesa dos consumidores – foram abertos ao longo de 2007. As instituições da UE continuam a verificar a compatibilidade da legislação turca com o acervo comunitário e estão em curso os preparativos para a possível abertura dos outros capítulos. O BCE prosseguiu o diálogo de política de longa data ao mais alto nível com o banco central nacional da República da Turquia, incluindo uma visita do Presidente do BCE a Ankara em 1 de Junho de 2007, por ocasião do 75.º aniversário do banco central turco. Os debates incidiram sobre a recente evolução macroeconómica e financeira na Turquia, a política monetária do banco central nacional da

República da Turquia e a situação económica e monetária na área do euro. Ao longo de 2007, foi proporcionada assistência técnica a pedido do banco central turco, por exemplo, nas áreas das finanças internas e dos sistemas de pagamentos.

A antiga República jugoslava da Macedónia obteve o estatuto de país candidato em Dezembro de 2005. No entanto, o Conselho Europeu decidiu que as negociações não seriam abertas até que fossem cumpridas várias condições, incluindo a aplicação efectiva do Acordo de Estabilização e de Associação assinado com a UE, não tendo sido ainda especificada uma data exacta. A Comissão acompanha de perto os progressos alcançados e, embora reconheça que foram tomadas medidas na direcção certa, enumerou várias áreas onde devem ser intensificados esforços. Foram fortalecidos os contactos entre funcionários do BCE e do banco central nacional da República da Macedónia.



## 2 QUESTÕES INTERNACIONAIS

### 2.1 PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

#### SUPERVISÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS NA ECONOMIA MUNDIAL

Dado o ritmo rápido da integração económica e financeira, a conjuntura económica mundial tornou-se cada vez mais relevante para a condução da política económica na área do euro. Como resultado, o Eurosistema acompanha de perto e analisa as políticas macroeconómicas e a evolução subjacente em países fora da área do euro. Desempenha também um papel importante no processo de supervisão multilateral internacional das políticas macroeconómicas, que decorre principalmente nas reuniões de organismos internacionais, tais como o BIS, o FMI e a OCDE, bem como em fóruns como os dos ministros das finanças e dos governadores dos bancos centrais do G7 e do G20. Em todas as instituições e fóruns relevantes, o BCE tem o estatuto de membro (por exemplo, no G20) ou de observador (por exemplo, no FMI). O BCE avalia a evolução internacional com o objectivo de contribuir para uma conjuntura macroeconómica estável e para políticas macroeconómicas e financeiras sólidas.

Em 2007, a conjuntura económica internacional continuou a ser dominada por elevados desequilíbrios das balanças correntes a nível mundial, tendo sido registados alguns ajustamentos nos Estados Unidos e nos países exportadores do petróleo<sup>2</sup>. Nos Estados Unidos, o défice da balança corrente diminuiu ligeiramente, para 5.7% do PIB, face a 6.2% em 2006, reflectindo principalmente um padrão mais equilibrado do crescimento da procura mundial e uma evolução cambial favorável. Paralelamente, as correcções nos Estados Unidos não se reflectiram directamente nas posições da balança corrente das economias asiáticas, as quais continuaram a beneficiar de excedentes significativos, atingindo, em média, cerca de 6.1% do PIB, em comparação com 5.3% em 2006. Em particular, os excedentes das balanças correntes aumentaram para 11.7% na China e 4.5% no Japão. Porém, as economias exportadoras de petróleo – também uma

contraparte importante do défice da balança corrente dos Estados Unidos – reduziram o seu excedente da balança corrente, para 11.9% do PIB, face a 16.1% em 2006. Algumas economias asiáticas e exportadoras de petróleo continuaram a acumular níveis significativos de activos de reserva. A acumulação de reservas continuou a ser particularmente significativa no caso da China, onde as reservas cambiais ascenderam a níveis muito acima de USD 1000 mil milhões. O aumento das reservas cambiais em economias excedentárias contribuiu para um acréscimo da importância dos fundos soberanos de riqueza nos mercados financeiros mundiais.

Em várias ocasiões, o Eurosistema continuou a dar ênfase aos riscos e distorções relacionados com a persistência desses desequilíbrios e a apoiar integralmente uma abordagem cooperativa a esta questão, segundo a qual todas as economias afectadas deverão adoptar as políticas necessárias para assegurar uma correcção ordeira dos desequilíbrios mundiais. Uma correcção gradual e regular dos desequilíbrios suportaria e reforçaria as perspectivas de crescimento e estabilidade a nível mundial. A agenda de política internacional inclui políticas destinadas a aumentar a poupança privada e pública nos países com défices da balança corrente, recomenda a aplicação de novas reformas estruturais em economias maduras com crescimento potencial relativamente baixo e sublinha a necessidade de aumentar a procura interna e melhorar a afectação de capital em economias de mercados emergentes. Dado que as taxas de câmbio devem reflectir os fundamentos económicos, a flexibilidade cambial nos principais países e regiões que revelem falta dessa flexibilidade continua a ser uma prioridade. Na China, é desejável um avanço no sentido de uma maior flexibilidade, e tendo em conta o aumento do seu excedente da balança corrente e da inflação interna, ainda é necessário permitir uma rápida apreciação da sua taxa de câmbio efectiva. Em termos gerais, diversos desenvolvimentos e medidas

<sup>2</sup> As estimativas para 2007 apresentadas nesta secção baseiam-se nas projecções contidas no “*World Economic Outlook*” do FMI, de Setembro de 2007.

de política estavam na direcção certa em 2007, mas são ainda necessárias outras correcções para que os desequilíbrios mundiais se reduzam significativamente.

As condições nos mercados de crédito mundiais deterioraram-se no segundo semestre de 2007, dado que a reavaliação do risco de crédito relacionado com tensões no mercado hipotecário de alto risco (*sub-prime*) norte-americano levou a picos nas taxas de rendibilidade e a perturbações das condições de liquidez em segmentos do mercado interbancário. Apesar de as economias emergentes também terem sido afectadas por estes desenvolvimentos, o impacto sobre estas foi muito menos grave do que em episódios anteriores de turbulência financeira a nível mundial. Esta resistência reflecte em parte o melhor enquadramento de política nestes países, embora uma outra explicação possível resida no facto de a turbulência financeira se ter centrado em mercados de instrumentos de crédito inovadores que estão menos generalizados nas economias emergentes do que nas economias maduras com sistemas financeiros desenvolvidos.

Por último, a própria área do euro encontra-se sujeita a exercícios internacionais de supervisão de políticas. Em 2007, o FMI e o Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento da OCDE realizaram análises regulares das políticas monetárias, financeiras e económicas da área do euro, em complemento das suas análises dos países da área do euro a nível individual. As consultas ao abrigo do Artigo IV do FMI e a análise do Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento da OCDE proporcionaram uma oportunidade para um intercâmbio proveitoso de opiniões entre estas organizações internacionais e o BCE, a presidência do Eurogrupo e a Comissão Europeia. Na sequência destas discussões, o FMI e a OCDE produziram os respectivos relatórios que avaliam as políticas da área do euro<sup>3</sup>. A área do euro também participou no primeiro exercício de consulta multilateral do FMI, que se centrou nos



desequilíbrios mundiais (ver a secção seguinte para mais pormenores).

### ARQUITECTURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

Ao longo do ano, prosseguiram os esforços no sentido de reformar o FMI em linha com a sua estratégia de médio prazo. Os progressos nas várias iniciativas avançaram a ritmos diferentes, sendo o resultado mais notável a introdução de uma nova decisão sobre supervisão bilateral<sup>4</sup>. Outras áreas importantes de reforma incluíram a governação do FMI (quotas e representação), o quadro de rendimento e despesa do Fundo e o seu papel nas economias de mercados emergentes. Estas questões são discutidas no âmbito do FMI e de outros fóruns, tais como o G7 e o G20, e o SEBC desempenha um papel relevante ao acompanhar e contribuir para os debates sobre estas questões, sempre que necessário.

Um dos resultados recentes mais notáveis do FMI foi a melhoria da supervisão. Em meados de 2007, foi introduzida uma nova decisão relativa à supervisão bilateral das políticas dos países membros, destinada a substituir a decisão relativa à supervisão datada de há 30 anos e a melhorar a clareza, transparência, equidade e responsabilização. A nova decisão procura prestar mais atenção às repercussões entre países, usando a estabilidade externa como princípio organizador da supervisão. A estabilidade

3 “Euro area policies: 2007 Article IV consultation – staff report” (“Políticas da área do euro: Relatório do Corpo Técnico da consulta ao abrigo do Artigo IV – 2007”), FMI, Julho de 2007, e “Economic survey of the euro area” (“Análise económica da área do euro”), OCDE, Janeiro de 2007.

4 A decisão do Directório Executivo relativa à supervisão bilateral sobre as políticas dos membros adoptada em 15 de Junho de 2007 substitui a decisão de 1977 relativa à supervisão sobre as políticas cambiais.

externa é definida com referência à taxa de câmbio, cuja análise se torna conseqüentemente uma componente fundamental do processo de supervisão. Dada a existência de uma moeda única na área do euro, a sua estabilidade externa deverá ser avaliada ao nível do conjunto da área do euro, enquanto a supervisão bilateral por país, centrada nas políticas nacionais dos Estados-Membros a nível individual, continua a ser importante também neste contexto. Estão em curso esforços no sentido de assegurar a aplicação efectiva da nova decisão, tendo em conta os desafios técnicos e conceptuais.

Além disso, o primeiro processo de consulta multilateral avançou para a fase de acompanhamento. As consultas multilaterais são uma nova abordagem à supervisão e têm por objectivo promover um diálogo franco entre as principais contrapartes, num contexto confidencial, de modo a facilitar a adopção de acções de política adequadas relativamente a problemas com importância sistémica ou regional. A primeira consulta multilateral procurou fazer face aos desequilíbrios mundiais e contou com a participação da China, área do euro, Japão, Arábia Saudita e Estados Unidos. O fórum foi uma plataforma útil para a troca de ideias e opiniões sobre as causas e as soluções para os desequilíbrios. A ênfase transferiu-se agora do diálogo para a execução de políticas, e os especialistas do FMI acompanham os progressos e comunicam as suas conclusões através de relatórios bilaterais e multilaterais.

Foram também alcançados progressos quanto a outros elementos da estratégia de médio prazo. Relativamente à reforma das quotas e representação, os debates centraram-se numa nova fórmula para o cálculo das quotas, uma segunda ronda de aumentos *ad hoc* das quotas para uma gama mais alargada de países e um aumento dos votos básicos. Os dois principais objectivos das reformas são a realização de progressos significativos no realinhamento das percentagens das quotas com o peso e o papel dos membros na economia mundial e uma melhor representação e participação dos países de baixo rendimento no FMI. Prevê-se que

seja alcançado um acordo sobre os elementos principais do pacote até às reuniões da Primavera de 2008. Também estão a ser envidados esforços no sentido de conduzir a instituição a uma situação financeira mais sólida. Do lado do rendimento, as recomendações apresentadas no relatório do *Committee of Eminent Persons* (um órgão nomeado para estudar o financiamento de longo prazo sustentável do FMI) servem de base a propostas específicas. Do lado das despesas, a consideração do mandato principal do Fundo e o rigoroso estabelecimento de prioridades servem de base às propostas para um novo enquadramento de despesas, o qual tem por objectivo reduções significativas dos orçamentos. Por último, prosseguem ainda os trabalhos em matéria do envolvimento do Fundo com as economias de mercados emergentes. O Fundo melhorou a sua assistência na identificação de vulnerabilidades e na gestão da dívida, e continuou a ponderar a opção de um novo instrumento de liquidez como medida de prevenção de crises.

Para além das reformas do FMI, a agenda da comunidade financeira internacional continuou a centrar-se na promoção de mecanismos de prevenção e resolução organizada de crises. Neste contexto, foram alcançados progressos na aplicação dos princípios para fluxos de capitais estáveis e reestruturação justa da dívida em mercados emergentes, aprovados pelo G20 em 2004. O objectivo destes princípios, que são baseados no mercado e voluntários, consiste em proporcionar orientações para o comportamento de emitentes soberanos e os seus credores privados relativamente à partilha de informação, diálogo e cooperação estreita. Um número crescente de instituições financeiras e países emitentes expressaram o seu apoio aos princípios e mostraram um interesse particular em avançar com a sua aplicação. Em 2006, foi criado um Grupo de Mandatários, que compreende importantes líderes no âmbito das finanças mundiais, para orientar a aplicação e evolução dos princípios. Na sua última reunião em Washington, D.C., em Outubro de 2007, o Grupo de Mandatários analisou os progressos alcançados no campo da aplicação dos

princípios no contexto da arquitectura financeira internacional.

Ao longo de 2007, foram realizadas várias outras iniciativas relacionadas com os mercados financeiros. Com base no exemplo proporcionado pelo sector privado relativamente aos princípios acima mencionados, um código de conduta para os fundos de cobertura (*hedge funds*) foi apresentado por um grupo de fundos de cobertura sediado em Londres. O código, que é voluntário, tem por objectivo melhorar a transparência e a gestão de riscos. Além disso, o G8 chegou a acordo quanto a um plano de acção para desenvolver mercados obrigacionistas locais nas economias de mercados emergentes e em países em desenvolvimento. Este plano especificava várias questões de política fundamentais que deveriam ser examinadas com mais pormenor, incluindo o fortalecimento das infra-estruturas de mercado e políticas de gestão da dívida pública, o alargamento e a diversificação da base de investidores, o desenvolvimento dos mercados de derivados e de *swap*, a melhoria das bases de dados e a promoção de iniciativas regionais. O objectivo consiste no aumento da profundidade e eficiência dos mercados obrigacionistas locais, para que estes possam desempenhar integralmente o seu papel em termos de intermediação financeira, estabilidade financeira e crescimento económico sustentável. Por último, sublinhando o crescente interesse no papel e nas operações de fundos soberanos, o Comité Monetário e Financeiro Internacional pediu ao FMI que inicie um diálogo com os gestores de activos soberanos e de reservas. A primeira ronda de discussões teve lugar em Novembro de 2007.

## 2.2 COOPERAÇÃO COM PAÍSES FORA DA UE

Como parte das suas actividades internacionais, o Eurosistema continuou a desenvolver contactos no seio da comunidade de bancos centrais fora da UE, principalmente através da organização de seminários e encontros de trabalho. Além disso, a cooperação técnica tornou-se um importante instrumento no apoio

ao estabelecimento de instituições e na melhoria do cumprimento efectivo dos padrões europeus e internacionais por instituições fora da UE.

O Eurosistema realizou o seu quarto seminário bilateral ao mais alto nível com o banco central nacional da Federação da Rússia (Banco da Rússia), em Outubro de 2007, em Moscovo. Os participantes no seminário trocaram impressões sobre os desafios que actualmente se colocam às políticas monetária e cambial na Rússia, bem como o processo de aprofundamento financeiro e as suas implicações para o mecanismo de transmissão da política monetária na Rússia e noutras economias maduras e de mercados emergentes. Além disso, depois de analisar os desafios e as perspectivas do alargamento da UE e da área do euro, a discussão incidiu sobre as implicações para a Rússia. Serão organizados eventos semelhantes com regularidade, ocorrendo o próximo em Viena, na Primavera de 2009.

No seguimento das discussões no âmbito do seminário ao mais alto nível entre o Eurosistema e o Banco da Rússia, em Outubro de 2006, em Dresden, o Banco da Rússia organizou um encontro de trabalho para especialistas sobre as perspectivas de crescimento da economia russa no longo prazo, em 14 de Junho de 2007, em Tula. Especialistas do Banco da Rússia, bem como do governo e da comunidade financeira da Rússia, trocaram impressões com economistas do Eurosistema sobre os determinantes do crescimento na economia russa e suas perspectivas. No encontro de trabalho, foram discutidos alguns tópicos, incluindo “Desafios para a economia russa no longo prazo: dependência do preço do petróleo e ‘doença holandesa’” e “Previsão do crescimento do PIB na Rússia e o papel das políticas”.

Prossegue a cooperação técnica com o Banco da Rússia. Por exemplo, em Outubro de 2007, o BCE organizou duas visitas de estudo ao mais alto nível na área das operações de mercado e finanças internas. O Banco da Rússia, o BCE e os BCN da área do euro também cooperaram de perto no seguimento do programa de formação em matéria de supervisão bancária em larga



escala implementado entre 2003 e 2005. Um novo programa de cooperação entre bancos centrais, financiado pela Comissão Europeia, deverá ter início em 1 de Abril de 2008, com fim previsto para Dezembro de 2010. Um dos objectivos do programa consiste em melhorar a capacidade em matéria de auditoria interna do Banco da Rússia através da transferência de conhecimentos e experiência da UE na área das auditorias internas baseadas no risco. Um outro objectivo consiste em assegurar uma implementação gradual dos princípios de Basileia II relativos à supervisão bancária na Rússia através de consultas e da partilha da experiência da UE com a implementação da Directiva comunitária relativa aos requisitos de capital. Também foi prestado aconselhamento na área dos sistemas de pagamentos à Comunidade de Estados Independentes através de um seminário organizado pelo banco central nacional do Cazaquistão em Setembro de 2007.

O quarto seminário ao mais alto nível do Eurosistema com os governadores dos bancos centrais dos parceiros mediterrânicos da UE realizou-se em Valência em 28 de Março de 2007 e o quinto deverá realizar-se no Cairo em 26 de Novembro de 2008. As discussões em Valência centraram-se, nomeadamente, na política orçamental dos países mediterrânicos e no comércio euro-mediterrânico. Funcionários do BCE efectuaram várias visitas aos bancos centrais dos países do Magreb, por exemplo, o Banque d'Algérie (Fevereiro de 2007), o Bank Al-Maghrib (Novembro de 2007) e o Banque Centrale de Tunisie (Novembro de 2007).

O BCE continuou a aprofundar as suas relações com os bancos centrais e as agências monetárias dos países membros do Conselho de Cooperação dos Estados Árabes do Golfo (CCG)<sup>5</sup>. O BCE também prestou aconselhamento ao CCG na área dos sistemas de pagamentos e notas. Em conjunto com o Deutsche Bundesbank, o BCE organizará um seminário ao mais alto nível no âmbito do Eurosistema com os bancos centrais e as autoridades monetárias do CCG em 11 e 12 de Março de 2008 em Mainz. Em 25 de Novembro de 2007, o BCE, em conjunto com

quatro BCN da área do euro (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France e Banca d'Italia), concluiu um programa de cooperação de dois anos com o banco central nacional do Egipto, financiado pela Comissão Europeia. O programa apoiou este banco central ao nível da sua agenda de reformas abrangente, centrando-se na introdução de uma abordagem com base no risco à supervisão bancária e melhorando as suas capacidades de supervisão. Para este efeito, foram criados seis projectos na área da supervisão directa, inspecções e controlos, supervisão macroprudencial, questões jurídicas e fixação de padrões, formação e tecnologias de informação, onde cada um dos quatro BCN assumiu a liderança e cooperou de perto com um líder de equipa do banco central nacional do Egipto.

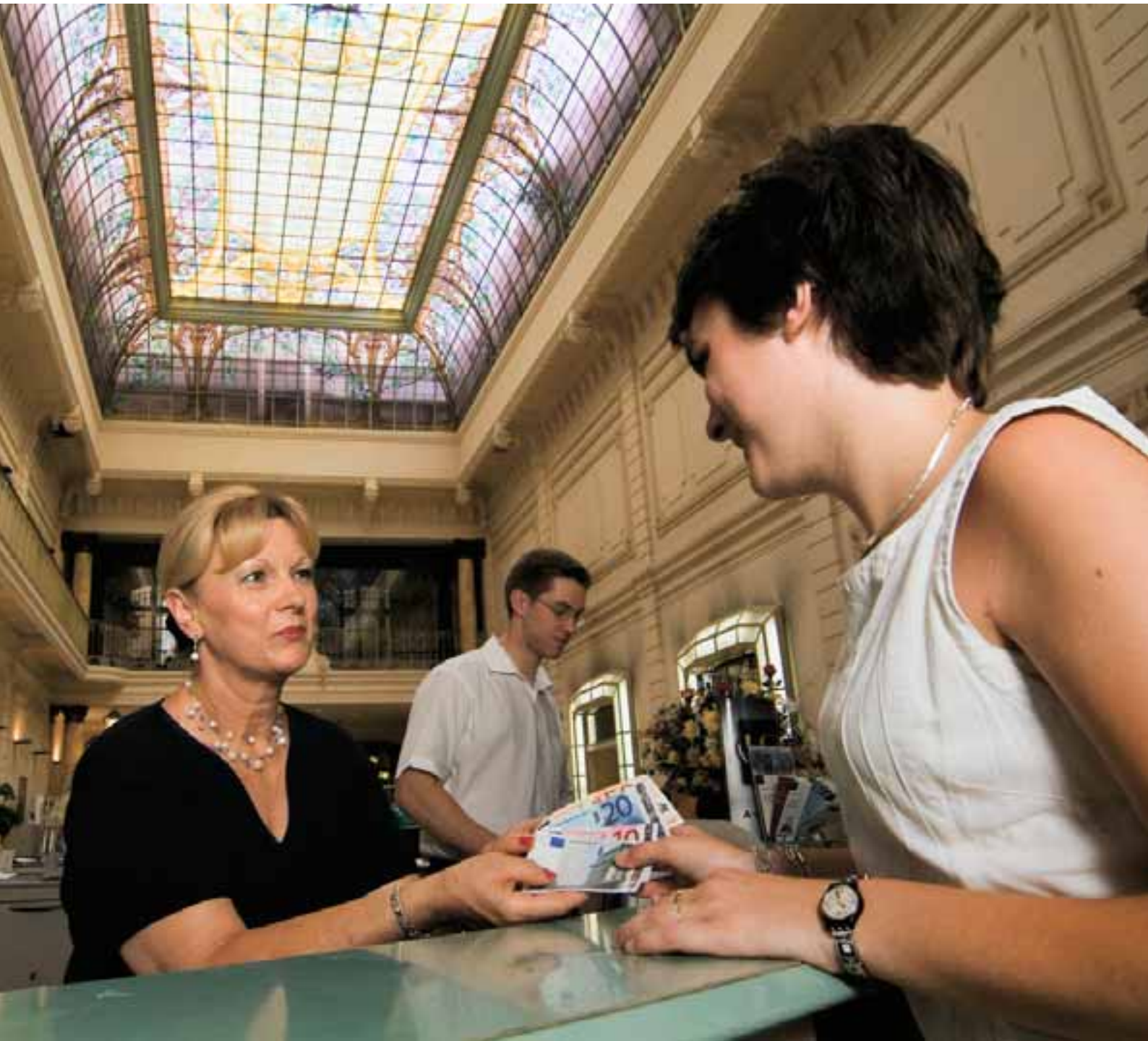
O BCE e alguns BCN continuaram a aprofundar as suas relações com países dos Balcãs Ocidentais. Em 1 e 2 de Outubro de 2007, o BCE organizou, em Frankfurt a segunda conferência económica sobre a região, ampliando a sua incidência a todos os países da Europa Central, de Leste e do Sudeste. Técnicos dos bancos centrais dos Estados-Membros da UE e dos países do sudeste da Europa, bem como representantes da Comissão Europeia, organizações internacionais e académicos, discutiram alguns aspectos da convergência real na região e os desafios fundamentais a enfrentar.

O BCE, em conjunto com oito BCN (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e Banka Slovenije), entregou ao banco central nacional da Bósnia e Herzegovina um relatório sobre avaliação das necessidades, incidindo sobre os progressos a alcançar em áreas da banca central como preparação para a adesão à UE. O relatório, que concluiu uma missão iniciada em 1 de Março de 2007, foi oficialmente entregue pelo Eurosistema em 12 de Setembro de 2007. Contém recomendações sobre as

5 Barém, Koweit, Omã, Catar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos.

áreas onde o banco central nacional da Bósnia e Herzegovina deverá alcançar progressos nos próximos anos, de modo a aproximar os seus padrões dos adoptados pelo SEBC. O programa foi financiado pela Comissão Europeia através do Programa de Assistência Comunitária à Reconstrução, Desenvolvimento e Estabilização (CARDS, na sigla em inglês) e foi coordenado pelo BCE.





## CAPÍTULO 6

# RESPONSABILIZAÇÃO

## I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU

Ao longo das últimas décadas, a independência dos bancos centrais surgiu como uma componente fundamental dos quadros de política monetária das economias industrializadas e emergentes. A decisão de conferir aos bancos centrais independência está firmemente fundamentada na teoria económica e na evidência empírica, mostrando ambas que o seu estabelecimento conduz à manutenção da estabilidade de preços. Ao mesmo tempo, é um princípio fundamental das sociedades democráticas que as autoridades públicas têm de ser responsabilizadas face ao público em geral, do qual, em última instância, provém o seu mandato. No caso de um banco central independente, a responsabilização pode ser entendida como uma obrigação de explicar a forma como os seus poderes são usados e de justificar as suas decisões perante os cidadãos e os seus representantes eleitos.

O BCE sempre reconheceu a importância fundamental da responsabilização pelas suas decisões de política, mantendo, para esse efeito, um diálogo regular com os cidadãos da UE e o Parlamento Europeu. O BCE excede os requisitos de reporte estatutários previstos no Tratado, uma vez que publica, por exemplo, um Boletim Mensal, e não apenas um relatório trimestral, como exigido. Realiza também uma conferência de imprensa após a primeira reunião do mês do Conselho do BCE. O compromisso assumido pelo BCE para com o princípio de responsabilização traduz-se na divulgação de numerosas publicações do BCE e no grande número de discursos proferidos pelos membros do Conselho do BCE em 2007, explicando as suas decisões.

A nível institucional, o Parlamento Europeu – o órgão cuja legitimidade provém directamente dos cidadãos da UE – desempenha um papel determinante na responsabilização do BCE. Em 2007, em conformidade com o disposto no Tratado, o Presidente apresentou o Relatório Anual de 2006 do BCE 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 dos Assuntos Económicos e Monetários. O Presidente foi convidado para uma audiência adicional nesta comissão, destinada a explicar as operações do BCE no mercado monetário em resposta à turbulência no mercado financeiro durante a segunda metade de 2007 e a discutir potenciais lições a tirar para o quadro da regulamentação, supervisão e estabilidade financeiras. O Presidente esteve igualmente presente numa reunião conjunta do Parlamento Europeu e dos parlamentos nacionais para uma troca de opiniões sobre a convergência económica na área do euro.

Em várias ocasiões, outros membros da Comissão Executiva foram igualmente convidados a comparecer perante o Parlamento Europeu. O Vice-Presidente apresentou o Relatório Anual de 2006 do BCE à Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários. Gertrude Tumpel-Gugerell compareceu duas vezes perante a Comissão para disponibilizar informação sobre os desenvolvimentos recentes no que respeita à compensação e liquidação de títulos e ao projecto do Eurosistema denominado TARGET2-Títulos.

À semelhança de anos anteriores, uma delegação da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários visitou o BCE para uma troca de opiniões com os membros da Comissão Executiva. O BCE também continuou a sua prática voluntária de responder a questões escritas apresentadas por membros do Parlamento Europeu sobre assuntos da área de competência do BCE.

## 2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU

Durante as várias trocas de opinião entre o Parlamento Europeu e o BCE foram discutidas diversas questões. As principais questões abordadas pelo Parlamento Europeu durante estas trocas de opinião são apresentadas a seguir.

### QUADRO DA UE PARA A REGULAMENTAÇÃO, SUPERVISÃO E ESTABILIDADE FINANCEIRAS

O Parlamento Europeu e o BCE continuaram o seu diálogo estreito relativamente a questões relacionadas com a integração e estabilidade financeiras. Na sua resolução sobre a política de serviços financeiros (2005-2010), o Parlamento, embora reconhecendo que os fundos de cobertura (*hedge funds*) podem proporcionar uma fonte adicional de liquidez e diversificação do mercado e oferecer a possibilidade de melhorar a eficiência da gestão das sociedades, partilhou da preocupação de alguns bancos centrais e autoridades de supervisão segundo a qual aqueles podem ser uma fonte de riscos sistémicos. Assim, solicitou uma maior cooperação entre as autoridades de supervisão quanto à aplicação das recomendações do Fórum de Estabilidade Financeira e instou os investidores, principais intermediários e autoridades públicas a avaliarem os potenciais riscos de contraparte representados pelos referidos fundos. O Parlamento Europeu também destacou o elevado grau de concentração no sector das agências de notação de crédito e recomendou maior transparência relativamente aos métodos de trabalho dessas entidades. No que respeita à supervisão financeira, o Parlamento manifestou preocupação com o facto de o actual quadro poder não permitir acompanhar a dinâmica do mercado financeiro e salientou que este deve ser suficientemente dotado de recursos e coordenado e estar legalmente apto a dar respostas adequadas e rápidas nos casos de crises sistémicas transfronteiras graves. Assim, considerou que é necessário dar tempo suficiente aos relativamente recentes acordos dos Níveis 2 e 3 do quadro Lamfalussy<sup>1</sup> para se implantarem e, ao mesmo tempo, averiguar a conveniência e viabilidade da execução a nível da UE da supervisão

prudencial, caso tal venha a ser necessário no futuro.

O Presidente do BCE salientou que a reavaliação do risco de decorreu na segunda metade de 2007 reflectiu a materialização de algumas vulnerabilidades anteriormente identificadas pelo BCE e por outros bancos centrais. O Presidente apercebeu-se da necessidade de aumentar a transparência e melhorar a gestão do risco no que respeita a produtos financeiros sofisticados. Reconheceu que o pequeno número de agências de notação de risco de crédito a nível mundial constitui um problema real no funcionamento das finanças mundiais. Ao mesmo tempo, salientou que os investidores não devem considerar que a opinião das agências de notação substitui as suas próprias análises do crédito e vigilância. A respeito dos fundos de cobertura (*hedge funds*), o Presidente sublinhou o papel positivo desempenhado por estes no sentido de melhorar a eficiência e a liquidez dos mercados financeiros, reconhecendo que os mesmos podem também representar uma fonte de risco para o sistema financeiro. Assim, defendeu a rápida implementação das recomendações do Fórum de Estabilidade Financeira e apoiou a proposta de que o sector dos fundos de cobertura se deve esforçar por alcançar melhores práticas e que os parâmetros de referência do sector são um instrumento adequado para atingir esse objectivo. Referiu igualmente a necessidade de melhorar substancialmente o conhecimento sobre entidades não regulamentadas, tais como veículos

1 A abordagem Lamfalussy é composta por quatro níveis. No Nível 1, os princípios básicos da legislação são estabelecidos através do processo legislativo normal: um procedimento de decisão conjunta que envolve o Parlamento Europeu e o Conselho da UE, deliberando com base numa proposta da Comissão Europeia. No Nível 2, as medidas para a implementação de legislação de Nível 1 são adoptadas e alteradas através de procedimentos rápidos. O Nível 3 tem a ver com o trabalho dos Comitês do Nível 3 para o reforço da convergência e cooperação a nível de supervisão. O Nível 4 prende-se com as medidas da Comissão para o reforço da aplicação da legislação da UE. Para mais pormenores, ver o "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets" ("Relatório final preparado pelo Comité de Sábios sobre a regulamentação dos mercados europeus de valores mobiliários"), de 15 de Fevereiro de 2001, disponível no site da Comissão Europeia. Ver também o Relatório Anual de 2003 do BCE, p. 122.





de titularização e outras entidades relacionadas, pedindo que todas continuem a ser rigorosamente examinadas. Por último, salientou que o potencial do quadro Lamfalussy deve ser explorado ao máximo antes de serem consideradas quaisquer outras modificações metodológicas de longo alcance (ver Capítulo 4).

### FINANÇAS PÚBLICAS

A condução das políticas orçamentais teve especial destaque nas discussões entre o Parlamento Europeu e o BCE. Na sua resolução sobre o relatório da Comissão Europeia intitulado “*Public finances in EMU 2006*” (“Finanças Públicas na UEM em 2006”), o Parlamento Europeu defendeu a aplicação rigorosa do Pacto de Estabilidade e Crescimento e pediu aos Estados-Membros que renovem os seus esforços, utilizando a recuperação económica no sentido de preparar as finanças públicas para os desafios a defrontar no futuro, nomeadamente, o envelhecimento da população. O Parlamento Europeu, na sua resolução relativa ao relatório anual sobre a área do euro da Comissão, congratulou-se com as orientações em matéria de políticas orçamentais adoptadas pelo Eurogrupo em Abril de 2007, as quais recordaram o compromisso de consolidar activamente as finanças públicas durante os períodos favoráveis e de utilizar receitas suplementares imprevistas na redução do défice e da dívida.

O Presidente do BCE sublinhou que os períodos favoráveis da economia devem ser utilizados para corrigir rapidamente os desequilíbrios

orçamentais ainda existentes em países da área do euro, bem como para acelerar o ajustamento de modo a alcançar os respectivos objectivos de médio prazo. Neste contexto, apelou a todos os países da área do euro para que honrem o compromisso feito no Eurogrupo no sentido de alcançarem os respectivos objectivos de médio prazo o mais rapidamente possível e o mais tardar até 2010 (ver Secção 1.1 do Capítulo 5).

### SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS

O BCE continuou a informar o Parlamento Europeu sobre as suas actividades em curso na área dos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos. Gertrude Tumpel-Gugerell compareceu duas vezes perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários para dar conhecimento dos progressos efectuados na criação de uma infra-estrutura do Eurosistema para a prestação de serviços de liquidação de títulos em moeda do banco central, designada TARGET2-Títulos. O BCE viu igualmente com agrado a adopção pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho da UE da directiva relativa aos serviços de pagamento em 2007, uma vez que proporciona a base jurídica para a criação do espaço único de pagamentos em euros, a SEPA (*Single Euro Payments Area* / Área Única de Pagamentos em Euros) (ver Secção 3 do Capítulo 4).

Na resolução, emitida por sua própria iniciativa, sobre o Relatório Anual de 2006 do BCE, o Parlamento Europeu apoiou integralmente os

esforços do BCE para fomentar a integração financeira ao actuar como um catalisador para as iniciativas do sector privado, como, por exemplo, a SEPA. O Parlamento considerou igualmente que o projecto TARGET2-Títulos pode potencialmente melhorar a integração, eficiência e segurança da infra-estrutura da liquidação de títulos na Europa. Ao mesmo tempo, considerou essencial que seja implementado um quadro de governação adequado. Na sua resolução sobre a política de serviços financeiros (2005-2010), o Parlamento Europeu apelou à realização de novos progressos no que se refere à eliminação das barreiras identificadas no relatório do Grupo Giovannini sobre os acordos de compensação e liquidação transfronteiras (ver Secção 2 do Capítulo 2).





## CAPÍTULO 7

# COMUNICAÇÃO EXTERNA

## I POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO

A comunicação no BCE tem como objectivo melhorar a compreensão do público sobre as decisões do BCE. É uma parte integrante da política monetária do BCE e 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. Além disso, apoiam igualmente os seus esforços para dar conta na íntegra das suas acções, como explicado mais pormenorizadamente no Capítulo 6.

O conceito de explicação em tempo real, regular e abrangente das avaliações e decisões de política monetária, introduzido em 1999, representa uma abordagem única de abertura e transparência da comunicação dos bancos centrais. As decisões de política monetária são explicadas numa conferência de imprensa imediatamente após terem sido tomadas pelo Conselho do BCE. Na conferência de imprensa, o Presidente apresenta uma declaração introdutória pormenorizada que explica as decisões do Conselho do BCE. Seguidamente, o Presidente e o Vice-Presidente ficam à disposição dos meios de comunicação para responder a questões. Desde Dezembro de 2004, são publicadas todos os meses nos *sites* dos bancos centrais do Eurosistema as decisões tomadas pelo Conselho do BCE para além das decisões sobre as taxas de juro.

A legislação do BCE, bem como a situação financeira consolidada do Eurosistema, é disponibilizada em todas as línguas oficiais da UE<sup>1</sup>. O Relatório Anual do BCE e a versão trimestral do Boletim Mensal são também disponibilizados integralmente em todas as línguas oficiais da UE<sup>2</sup>. O Relatório de Convergência é disponibilizado na íntegra ou em forma de sumário traduzido para todas as línguas oficiais da UE<sup>3</sup>. Para efeitos de responsabilização e transparência, o BCE publica também outra documentação para além das publicações estatutárias em algumas ou todas as línguas oficiais, em particular comunicados sobre decisões de política monetária, projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas<sup>4</sup>, posições de

política e material informativo de relevância para o público em geral. A elaboração, publicação e distribuição das versões em língua nacional das principais publicações do BCE são efectuadas em estreita cooperação com os BCN.

1 À excepção da língua irlandesa que beneficia de uma derrogação a nível da UE.

2 À excepção da língua irlandesa (que beneficia de uma derrogação a nível da UE) e da língua maltesa (em virtude de um acordo com o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, após a derrogação temporária aplicável a esta língua ter sido suprimida em Maio de 2007).

3 Ver nota 2 acima.

4 Projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE desde Setembro de 2004 e projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema desde Dezembro de 2000.

## 2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO

O BCE 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 em finanças e economia. Deste modo, o seu mandato e as suas decisões de política são explicados através de um conjunto de instrumentos e actividades de comunicação, constantemente aperfeiçoados, de modo a torná-los o mais eficaz possível, tendo em conta diferentes audiências.

O BCE publica vários estudos e relatórios, como, por exemplo, o Relatório Anual, que apresenta uma análise das actividades do BCE no ano anterior, contribuindo para a responsabilização do BCE pelas suas acções. O Boletim Mensal disponibiliza actualizações regulares da avaliação do BCE acerca da evolução económica e monetária e informação pormenorizada subjacente às suas decisões. O *Financial Stability Review* (Relatório de Estabilidade Financeira) avalia a estabilidade do sistema financeiro da área do euro quanto à sua capacidade para absorver choques adversos.

Todos os membros do Conselho do BCE contribuem directamente para melhorar o conhecimento e a compreensão do público acerca das atribuições e políticas do Eurosistema através de testemunhos perante o Parlamento Europeu e os parlamentos nacionais, da apresentação de discursos públicos e de entrevistas aos meios de comunicação. Em 2007, o Presidente do BCE compareceu sete vezes perante o Parlamento Europeu, tendo essas audiências começado a ser transmitidas no *site* do BCE.

Em 2007, os membros da Comissão Executiva proferiram cerca de 220 discursos para audiências variadas, deram numerosas entrevistas e publicaram artigos em revistas e jornais.

O BCE organizou 15 seminários dirigidos a participantes de meios de comunicação nacionais e internacionais em 2007. Três deles foram organizados em colaboração com a Comissão Europeia e quatro com BCN da UE.



O BCE continuou a contribuir para a disseminação dos resultados da investigação ao publicar Documentos de Trabalho e Documentos de Trabalho Ocasionais e ao organizar conferências académicas, seminários e encontros de trabalho (ver Secção 5 do Capítulo 2).

Os BCN da área do euro desempenham um papel importante na disseminação a nível nacional de informações e mensagens relativas ao Eurosistema junto do público em geral e das partes interessadas, dirigindo-se a uma diversidade de audiências nacionais e regionais nas respectivas línguas e contextos próprios.

Em 2007, o BCE, em conjunto com o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, organizou campanhas de informação para a preparação da introdução do euro em Chipre e Malta em 1 de Janeiro de 2008. O símbolo “€ a NOSSA moeda”, baseado no slogan da campanha de informação organizada para a introdução das notas e moedas de euro em 2002, foi usado em todas as actividades de comunicação conjuntas relativas à transição para o euro fiduciário em Chipre e Malta. As campanhas seguiram o padrão da estratégia de comunicação desenvolvida aquando da entrada da Eslovénia para a área do euro em 1 de Janeiro de 2007. O objectivo da campanha de informação era familiarizar os profissionais que lidam com numerário e o público em geral com o aspecto gráfico e os elementos de segurança das notas e moedas de euro, bem como com os procedimentos de transição para o euro fiduciário (ver Secção 4 do Capítulo 3).

O BCE acolheu cerca de 13 500 visitantes nas suas instalações em Frankfurt em 2007. Os visitantes receberam informações em primeira-mão sob a forma de palestras e apresentações realizadas por funcionários 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, que recebeu 15 milhões de visitas em 2007 (tendo sido descarregados 15 milhões de documentos). Em particular, o conjunto de material informativo intitulado “A estabilidade de preços é importante porquê?”<sup>5</sup>, dirigido a jovens adolescentes e a professores, produzido pelo BCE em cooperação com os BCN da área do euro em todas as línguas oficiais da UE, foi alvo de grande atenção pelos seus utilizadores. O conjunto de material informativo inclui um filme animado com a duração de oito minutos, vários exemplares de uma brochura informativa para os alunos e um livro do professor. As personagens do filme são dois alunos do ensino secundário à descoberta da estabilidade de preços. A brochura para os alunos apresenta o tema de uma forma fácil de entender, ao passo que o livro do professor oferece uma visão mais pormenorizada.

Em 2007, foram recebidas cerca de 60 000 solicitações por parte do público envolvendo pedidos de informação sobre diversos aspectos das actividades do BCE.

O BCE realiza um programa anual de Jornadas Culturais que tem por objectivo tornar a diversidade cultural dos Estados-Membros da UE mais próxima dos funcionários do BCE e do SEBC, da comunidade financeira internacional em Frankfurt, bem como dos residentes nesta cidade e região circundante. Todos os anos, esta iniciativa realça a riqueza cultural de um país da UE, promovendo assim uma melhor compreensão das nações da UE. Em 2007, o programa das Jornadas Culturais focou a Grécia, após a Áustria, Hungria Polónia e Portugal em anos anteriores. O programa foi organizado em cooperação estreita com o Central Bank of Greece e decorreu entre 24 de Outubro e 13 de Novembro de 2007.

<sup>5</sup> É possível aceder ao conjunto de material informativo através do *site* do BCE, em <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.pt.html>.







## CAPÍTULO 8

# ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL, ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS



# I ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE

## I.1 O EUROSISTEMA E O SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS



O Eurosistema é o sistema de banca central da área do euro. É composto pelo BCE e pelos BCN dos Estados-Membros da UE cuja moeda é o euro (15 desde 1 de Janeiro de 2008). O Conselho do BCE adoptou o termo “Eurosistema” para facilitar a compreensão da estrutura da banca central na área do euro. O termo enfatiza a identidade partilhada, o trabalho de equipa e a cooperação de todos os seus membros. O Tratado de Lisboa incorpora o termo “Eurosistema” (ver Secção 1.2 do Capítulo 5).

O SEBC é constituído pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da UE (27 desde 1 de Janeiro de 2007), ou seja, inclui os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro.

O BCE é o núcleo do Eurosistema e do SEBC e assegura a realização das respectivas

atribuições quer através das suas próprias actividades, quer através dos BCN. Ao abrigo do direito público internacional, tem personalidade jurídica.

Cada BCN tem personalidade jurídica nos termos da legislação do respectivo país. Os BCN da área do euro, que fazem parte integrante do Eurosistema, realizam as atribuições que competem ao Eurosistema de acordo com os regulamentos estabelecidos pelos órgãos de decisão do BCE. Os BCN também contribuem para os trabalhos do Eurosistema e do SEBC 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 decisões a nível do Eurosistema e do SEBC é centralizada. Contudo, o BCE e os BCN da área do euro contribuem, em conjunto, estratégica e operacionalmente, para a consecução dos objectivos comuns do Eurosistema, no devido respeito pelo princípio da descentralização, em conformidade com os Estatutos do SEBC.

## 1.2 O CONSELHO DO BCE

O Conselho do BCE é composto pelos membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro. Nos termos do Tratado, as suas principais atribuições são:

- adoptar as orientações e tomar as decisões necessárias ao desempenho das atribuições cometidas ao Eurosistema;
- definir a política monetária da área do euro, incluindo, quando apropriado, as decisões respeitantes a objectivos monetários intermédios, taxas de juro básicas e aprovisionamento de reservas no Eurosistema, estabelecendo as orientações necessárias à respectiva execução.

O Conselho do BCE reúne, regra geral, duas vezes por mês nas instalações do BCE em Frankfurt am Main, na Alemanha. Realiza, nomeadamente, uma análise aprofundada da evolução monetária e económica e toma, especificamente na primeira reunião do mês, as decisões relacionadas, enquanto a segunda

reunião se concentra normalmente em questões relativas a outras atribuições e responsabilidades do BCE e do Eurosistema. Em 2007 foram realizadas duas reuniões fora de Frankfurt: uma organizada pelo Central Bank and Financial Services Authority of Ireland em Dublin e a outra pelo Oesterreichische Nationalbank em Viena.

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):

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

### Fila do meio

(da esquerda para a direita):

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

### Fila da frente

(da esquerda para a direita):

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

### Jean-Claude Trichet

Presidente do BCE

### Lucas D. Papademos

Vice-Presidente do BCE

### Lorenzo Bini Smaghi

Membro da Comissão Executiva do BCE

### Michael C. Bonello<sup>2</sup>

Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (a partir de 1 de Janeiro de 2008)

### Vítor Constâncio

Governador do Banco de Portugal

### Mario Draghi

Governador do Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

Governador do Banco de España

### Nicholas C. Garganas

Governador do Bank of Greece

### Mitja Gaspari

Governador do Banka Slovenije (de 1 de Janeiro a 31 de Março de 2007)

### José Manuel González-Páramo

Membro da Comissão Executiva do BCE

### John Hurley

Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

### Marko Kranjec

Governador do Banka Slovenije (a partir de 16 de Julho de 2007)

### 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

### Athanasios Orphanides<sup>2</sup>

Governador do Central Bank of Cyprus (a partir de 1 de Janeiro de 2008)

### Guy Quaden

Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

### Andrej Rant

Governador interino do Banka Slovenije (de 1 de Abril a 15 de Julho de 2007)

### Jürgen Stark

Membro da Comissão Executiva do BCE

### Gertrude Tumpel-Gugerell

Membro da Comissão Executiva do BCE

### Axel A. Weber

Presidente do Deutsche Bundesbank

### Nout Wellink

Presidente do De Nederlandsche Bank

<sup>2</sup> Os Governadores dos bancos centrais de Malta e de Chipre participaram nas reuniões do Conselho do BCE em 2007 na qualidade de convidados especiais, no seguimento da decisão do Conselho ECOFIN de 10 de Julho de 2007 de revogar as derrogações dos respectivos países, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2008.



### 1.3 A COMISSÃO EXECUTIVA

A Comissão Executiva é composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro. As principais responsabilidades da Comissão Executiva, que, em regra, se reúne com uma frequência semanal, são:

- preparar as reuniões do Conselho do BCE;
- executar a política monetária na área do euro de acordo com as orientações e decisões estabelecidas pelo Conselho do BCE e, para

tal, dar as instruções necessárias aos BCN da área do euro;

- gerir as actividades correntes do BCE;
- exercer determinados poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho do BCE, incluindo os de natureza regulamentar.

A Comissão Executiva é coadjuvada por um Comité de Gestão em questões relacionadas com a gestão, planeamento das actividades e processo orçamental anual do BCE. O Comité de Gestão é composto por um membro da Comissão Executiva, que actua na qualidade de Presidente, e por diversos gestores de topo.

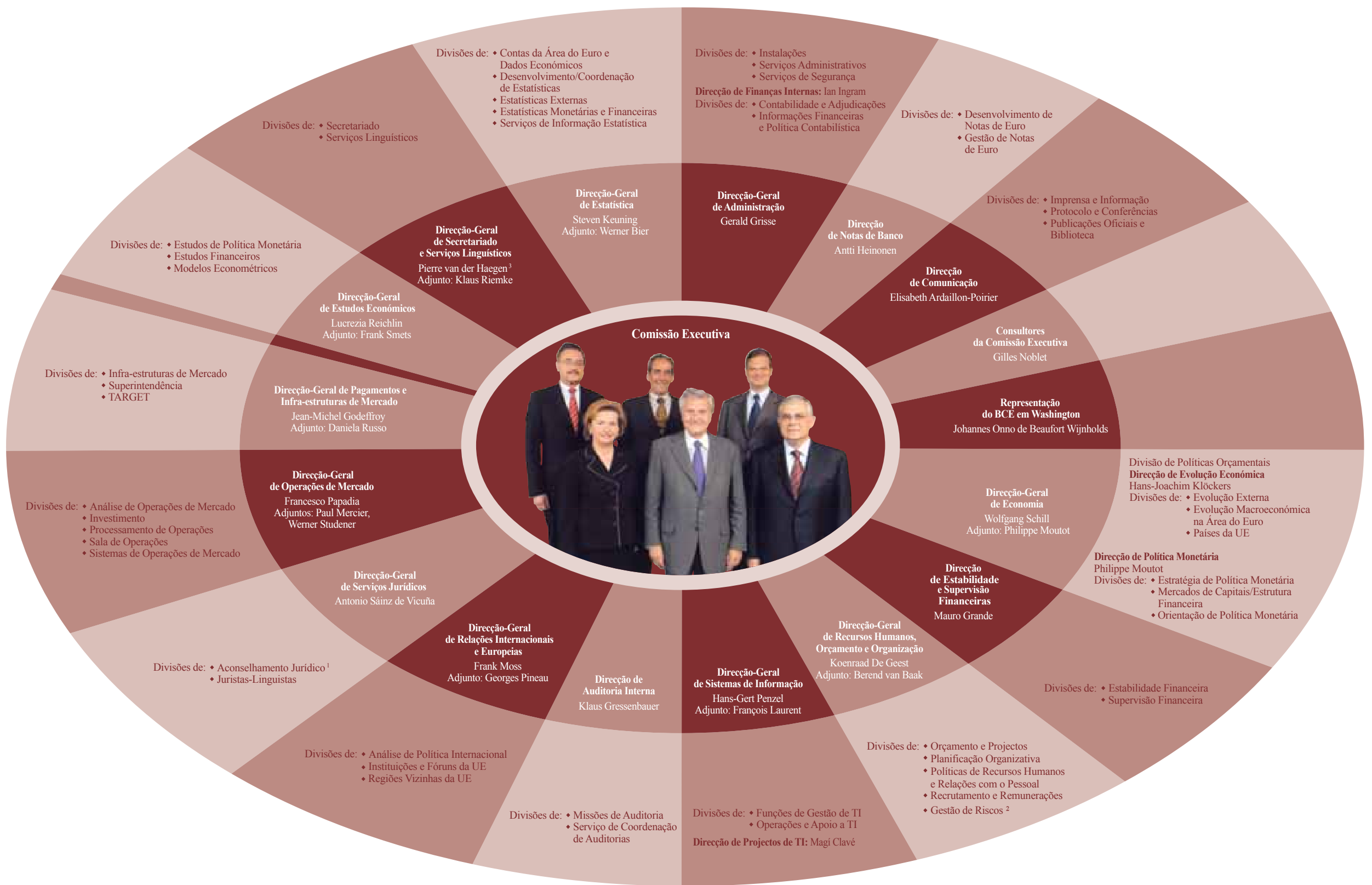


**Fila de trás  
(da esquerda para a direita)**  
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Fila da frente  
(da esquerda para a direita):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos

**Jean-Claude Trichet**  
Presidente do BCE  
**Lucas D. Papademos**  
Vice-Presidente do BCE  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
Membro da Comissão Executiva do BCE

**José Manuel González-Páramo**  
Membro da Comissão Executiva do BCE  
**Jürgen Stark**  
Membro da Comissão Executiva do BCE  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Membro da Comissão Executiva do BCE



**Comissão Executiva**

Fila de trás (da esquerda para a direita): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi  
Fila da frente (da esquerda para a direita): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Lucas D. Papademos (Vice-Presidente)

<sup>1</sup> Inclui a função de protecção de dados.

<sup>2</sup> Reporta directamente à Comissão Executiva.

<sup>3</sup> Secretário da Comissão Executiva, do Conselho do BCE e do Conselho Geral.

#### I.4 O CONSELHO GERAL

O Conselho Geral é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN de todos os 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 2007, o Conselho Geral reuniu cinco vezes. Desde Janeiro de 2007, são membros do Conselho Geral os governadores do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) e do Banca Națională a României.

##### Fila de trás

(da esquerda para a direita):

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

##### Fila do meio

(da esquerda para a direita):

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



##### Fila da frente

(da esquerda para a direita)

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

##### Jean-Claude Trichet

Presidente do BCE

##### Lucas D. Papademos

Vice-Presidente do BCE

##### Leszek Balcerowicz

Presidente do Narodowy Bank Polski  
(até 10 de Janeiro de 2007)

##### Nils Bernstein

Governador do Danmarks Nationalbank

##### Michael C. Bonello

Governador do Bank Ċentrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta

##### Christodoulos Christodoulou

Governador do Central Bank of Cyprus  
(até 2 de Maio de 2007)

##### Vítor Constâncio

Governador do Banco de Portugal

##### Mario Draghi

Governador do Banca d'Italia

##### Miguel Fernández Ordóñez

Governador do Banco de España

##### Nicholas C. Garganas

Governador do Bank of Greece

##### Mitja Gaspari

Governador do Banka Slovenije  
(até 31 de Março de 2007)

##### John Hurley

Governador do Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland

##### Stefan Ingves

Governador do Sveriges Riksbank

##### Mugur Constantin Isărescu

Governador do Banca Națională a României

##### Ivan Iskrov

Governador do Българска народна банка  
(Banco Central Nacional da Bulgária)

##### Zsigmond Járai

Governador do Magyar Nemzeti Bank  
(até 2 de Março de 2007)

##### Mervyn King

Governador do Bank of England

##### Marko Kranjec

Governador do Banka Slovenije  
(a partir de 16 de Julho de 2007)

##### Klaus Liebscher

Governador do Oesterreichische  
Nationalbank

##### Erkki Liikanen

Governador do Suomen Pankki – Finlands  
Bank

##### Andres Lipstok

Governador do Eesti Pank

**Yves Mersch**

Governador do Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

Governador do Banque de France

**Athanasios Orphanides**

Governador do Central Bank of Cyprus (a partir de 3 de Maio de 2007)

**Guy Quaden**

Governador do Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique

**Andrej Rant**

Governador interino do Banka Slovenije (de 1 de Abril a 15 de Julho de 2007)

**Ilmārs Rimšēvičs**

Governador do Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas

**Slawomir Skrzypek**

Presidente do Narodowy Bank Polski (a partir de 11 de Janeiro de 2007)

**András Simor**

Governador do Magyar Nemzeti Bank (a partir de 3 de Março de 2007)

**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, COMITÉ DE ORÇAMENTO, CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS E COMITÉ DIRECTOR DE TI DO EUROSISTEMA



Os comités do Eurosistema/SEBC continuaram a desempenhar um papel importante no apoio aos órgãos de decisão do BCE na execução das suas atribuições. A pedido do Conselho do BCE e da Comissão Executiva, os comités deram apoio em matéria específica da sua competência e facilitaram o processo de decisão. A participação nos comités é normalmente restrita aos funcionários dos bancos centrais do Eurosistema. Contudo, os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro participam nas reuniões de um comité sempre que são discutidas matérias específicas da competência do Conselho Geral. Sempre que adequado, podem também ser convidados outros organismos competentes, como autoridades de supervisão nacionais no caso do Comité de Supervisão Bancária. Em Julho de 2007, foi criado o Comité de Metodologia de Custos como um comité do Eurosistema/SEBC ao abrigo do n.º 1 do artigo 9.º do Regulamento Interno do BCE, elevando para 13 o número de Comités do Eurosistema/SEBC criados ao abrigo deste artigo.

O Comité de Orçamento, estabelecido ao abrigo do artigo 15.º do Regulamento Interno do BCE, coadjuva o Conselho do BCE nas questões relacionadas com o orçamento do BCE. A Conferência de Recursos Humanos foi estabelecida em 2005 ao abrigo da alínea a) do artigo 9.º do Regulamento Interno como fórum de troca de experiências, conhecimentos técnicos e informações entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC no campo da gestão de recursos humanos.

Em Agosto de 2007, o Conselho do BCE criou o Comité Director de TI do Eurosistema (EISC) com o mandato de orientar a melhoria contínua da utilização das tecnologias da informação (TI) no âmbito do Eurosistema. As responsabilidades do EISC referem-se, em particular, à governação das TI do Eurosistema, abrangendo domínios como o desenvolvimento e a manutenção de políticas relativas à arquitectura e segurança das TI, a identificação da procura de TI, a gestão e priorização de carteiras de projectos de TI, o planeamento, concretização e controlo de

projectos de TI e a monitorização de sistemas e operações de TI. O EISC deverá aumentar a eficiência e eficácia do processo de tomada de decisão do Conselho do BCE relativamente aos projectos e operações de TI do Eurosistema/SEBC através da análise de propostas dos comités do SEBC ou dos bancos centrais do Eurosistema antes de serem discutidos pelo Conselho do BCE e através da apresentação de relatórios sobre as referidas propostas ao Conselho do BCE. O EISC responde perante o Conselho do BCE através da Comissão Executiva.

## 1.6 GESTÃO

Além dos órgãos de decisão, a gestão do BCE inclui o controlo externo e interno a vários níveis, três códigos de conduta, bem como normas relativas ao acesso do público aos documentos do BCE.

### NÍVEIS DE CONTROLO EXTERNO

Os Estatutos do SEBC prevêem dois níveis, designadamente o auditor externo, nomeado para fiscalizar as contas anuais do BCE (artigo 27.º-1 dos Estatutos do SEBC), e o Tribunal de Contas Europeu, que examina a eficiência operacional da gestão do BCE (artigo 27.º-2). O relatório anual do Tribunal de Contas Europeu, juntamente com a resposta do BCE, é publicado no *site* do BCE e no Jornal Oficial da União Europeia. De modo a reforçar a garantia pública quanto à independência do auditor externo do BCE, é aplicado o princípio de rotatividade das empresas de auditoria<sup>3</sup>.

### NÍVEIS DE CONTROLO INTERNO

A estrutura de controlo interno do BCE tem por base uma abordagem funcional, segundo a qual cada uma das unidades organizativas

<sup>3</sup> KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft foi o auditor externo do BCE para os exercícios de 2003-07. Após um concurso público, e em linha com a prática acordada de rotatividade das empresas de auditoria, será nomeado um novo auditor externo do BCE para os exercícios de 2008-12.



(secção, divisão, direcção ou direcção-geral) é responsável pela gestão dos seus riscos, controlos, eficácia e eficiência. Cada unidade organizativa põe em prática um conjunto de procedimentos operacionais de controlo na respectiva área de responsabilidade, de acordo com a tolerância ao risco estabelecida ex-ante pela Comissão Executiva. Por exemplo, foi estabelecido um conjunto de normas e procedimentos – conhecido como “muralha da China” – para evitar que a informação privilegiada com origem, 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. Ao longo de 2007, o BCE aperfeiçoou os seus métodos de gestão de risco operacional ao criar um quadro que permite uma gestão consistente, estruturada e integrada dos riscos operacionais através da associação de um conjunto de políticas, procedimentos e instrumentos de risco e de controlo. Além disso, a Direcção-Geral de Recursos Humanos, Orçamento e Organização acompanha a carteira de riscos e a estrutura de controlo interno e apresenta propostas no sentido de aperfeiçoar a eficácia da identificação, avaliação e tratamento de riscos no 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 directa da Comissão Executiva. Nos termos do mandato definido pela Carta de Auditoria do BCE<sup>4</sup>, os auditores internos do BCE fornecem serviços de garantia e de consultoria independentes e objectivos, abordando a avaliação de forma sistemática e aperfeiçoando a eficácia dos processos de gestão, controlo e governação de riscos. A Direcção de Auditoria Interna observa as *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* (Normas Internacionais para a Prática Profissional de Auditoria Interna) estabelecidas pelo *Institute of Internal Auditors* (Instituto de Auditores Internos).

Cabe a um comité do Eurosistema/SEBC, o Comité de Auditores Internos, composto pelos responsáveis pela auditoria interna no BCE e nos BCN, a coordenação da auditoria de projectos e de sistemas operacionais conjuntos do Eurosistema/SEBC.

De forma a melhorar a gestão, o Conselho do BCE decidiu estabelecer um Comité de Auditoria do BCE a partir de Abril de 2007, composto por três dos seus membros, com John Hurley (Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland) na qualidade de Presidente.

#### **CÓDIGOS DE CONDUTA**

Encontram-se em vigor no BCE três códigos de conduta. O primeiro aplica-se aos membros do Conselho do BCE e reflecte a sua responsabilidade pela salvaguarda da integridade e reputação do Eurosistema e pela manutenção da eficácia das suas operações<sup>5</sup>. Fornece princípios orientadores e estabelece padrões éticos para os membros do Conselho do BCE e os seus suplentes no cumprimento das suas funções na qualidade de membros do Conselho do BCE. O Conselho do BCE também nomeou um consultor, para aconselhar os seus membros em alguns aspectos da conduta profissional. O segundo código é o Código de Conduta do Banco Central Europeu, que fornece princípios 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>6</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

4 Esta Carta encontra-se publicada no *site* do BCE, com o objectivo de promover a transparência dos acordos de auditoria em vigor no BCE.

5 Ver o Código de Conduta dos membros do Conselho do Banco Central Europeu, JO C 123 de 24.5.2002, p. 9, a respectiva alteração, JO C 10 de 16.1.2007, p. 6 e o *site* do BCE.

6 Ver o Código de Conduta do Banco Central Europeu adoptado em conformidade com o n.º 3 do artigo 11.º do Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO C 76 de 8.3.2001, p. 12 e o *site* do BCE.



impedidos de tirar partido de informação privilegiada na realização de actividades financeiras privadas, por conta e risco próprios ou de terceiros<sup>7</sup>. O terceiro código é um Código Deontológico Suplementar para os membros da Comissão Executiva<sup>8</sup>. Este complementa os outros dois códigos, especificando o regime deontológico aplicável aos membros da Comissão Executiva. Um Consultor de Ética nomeado pela Comissão Executiva garante uma interpretação coerente destas regras.

### MEDIDAS ANTIFRAUDE

Em 1999, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE adoptaram um regulamento<sup>9</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>10</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>11</sup> adoptada em Março de 2004 está em conformidade com os objectivos e normas aplicados por outras instituições e órgãos comunitários no que respeita ao acesso do público aos seus documentos. A referida Decisão reforça a transparência, ao mesmo tempo que tem em consideração a independência do BCE e dos BCN e assegura a confidencialidade de determinadas matérias especificamente relacionadas com o cumprimento das atribuições do BCE<sup>12</sup>.

Em 2007, o número de pedidos de acesso do público continuou a ser limitado.

7 Ver a Parte 1.2 das regras aplicáveis ao pessoal do BCE, respeitante às normas de conduta e segredo profissionais, JO C 92 de 16.4.2004, p. 31 e o *site* do BCE.

8 Ver o Código deontológico suplementar para os membros da Comissão executiva do Banco Central Europeu, JO C 230 de 23.9.2006, p. 46, e o *site* do BCE.

9 Regulamento (CE) n.º 1073/1999 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Maio de 1999, relativo aos inquéritos efectuados pela Organização Europeia de Luta Antifraude, JO L 136, 31.5.1999, p. 1.

10 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.

11 JO L 80, 18.3.2004, p. 42.

12 Em linha com o compromisso do BCE para com a abertura e a transparência, foi acrescentada ao *site* do BCE em 2006 uma nova secção, “Archives”, a qual permite o acesso a documentação histórica.

## 2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL

### 2.1 RECURSOS HUMANOS

Em 2007, o BCE aperfeiçoou o enquadramento de política de recursos humanos para sublinhar a importância dos seus valores e dos princípios básicos de recursos humanos<sup>13</sup>. O referido enquadramento constitui igualmente um instrumento que procura explicar a escolha de determinadas políticas de recursos humanos e o modo como as mesmas se relacionam entre si. No âmbito deste enquadramento, as políticas relacionadas com a gestão de recursos humanos dividem-se em quatro áreas principais:

#### CULTURA EMPRESARIAL

Ao recrutar funcionários dos 27 Estados-Membros da UE, o BCE integrou a gestão da diversidade nas suas práticas de recursos humanos, de forma a assegurar que as competências individuais dos funcionários sejam reconhecidas e totalmente utilizadas na realização dos objectivos do BCE. A gestão da diversidade do BCE baseia-se na estratégia de diversidade lançada em 2006, que procura assegurar que todos os funcionários sejam tratados com respeito e que sejam avaliados com base no mérito.

Os seis valores comuns do BCE (competência, eficácia e eficiência, integridade, espírito de equipa, transparência e responsabilização, e trabalho para a Europa) foram mais profundamente integrados nas políticas de recursos humanos, de modo a moldar o comportamento diário e melhorar o desempenho.

#### DESENVOLVIMENTO DO PESSOAL

Após a introdução em 2006 dos princípios gerais de mobilidade, os quais incentivam os funcionários a mudar de funções após cada período de cinco anos, a mobilidade interna tem merecido considerável apoio. A mobilidade é considerada uma oportunidade para o alargamento do conhecimento técnico e para o desenvolvimento das competências dos funcionários, bem como uma forma de o BCE aumentar quer a consciencialização entre os membros do pessoal, quer as sinergias entre áreas de trabalho. A este respeito, a

política de recrutamento interno, que coloca ênfase em competências mais alargadas, tem por objectivo tornar mais fácil a mobilidade interna dos funcionários. Em 2007, foi lançada uma “oportunidade de mobilidade” para promover trocas entre funcionários, bem como transferências internas temporárias para, por exemplo, suprir a ausência de colegas. No total, 152 funcionários, incluindo 31 gestores e consultores, foram transferidos internamente para outras funções em 2007, quer numa base temporária, quer a longo prazo.

O esquema de experiência profissional no exterior do BCE facilita o envio de funcionários para os 27 BCN da UE ou para organizações internacionais relevantes (por exemplo, o FMI e o BIS) por períodos de 2 a 12 meses. Em 2007, 23 funcionários foram requisitados ao abrigo deste esquema. Além disso, o BCE concedeu licença sem vencimento, até três anos, a 36 funcionários. Muitos deles (19) aceitaram emprego num BCN, numa organização internacional ou numa empresa privada. Outros utilizaram estes períodos de licença sem vencimento para efeitos de estudo.

Para além de promover a mobilidade, incluindo a rotatividade nos cargos de gestão, a estratégia de recursos humanos continuou a centrar-se no desenvolvimento da gestão do BCE e, em particular, no reforço de aptidões de gestão através da formação e treino individual. A formação para responsáveis pela gestão concentrou-se na melhoria das capacidades de liderança, na gestão de desempenho e de mudança organizacional e na “dignidade no trabalho” como um pilar essencial da estratégia de diversidade do BCE.

Os responsáveis pela gestão participaram igualmente num exercício obrigatório anual de reacções (*feedback*) de várias fontes, no qual colaboradores directos, pares e contactos externos identificam áreas para o

<sup>13</sup> Os princípios básicos de recursos humanos são os seguintes: necessidades organizativas, gestão descentralizada do pessoal, mérito, diversidade, condições atraentes de emprego e compromisso recíproco.

desenvolvimento pessoal dos responsáveis pela gestão. Pode ser prestada formação individual, com base nos resultados do exercício de reacções de várias fontes.

A aquisição e desenvolvimento contínuos de capacidades e competências de todos os funcionários continuam a estar entre os aspectos mais importantes da estratégia de recursos humanos do BCE. Como princípio básico, a aprendizagem e o desenvolvimento são uma responsabilidade partilhada entre os funcionários e a instituição. Por um lado, o BCE proporciona os recursos orçamentais e o quadro de formação e os responsáveis pela gestão definem as necessidades de formação dos funcionários para as suas actuais funções. Por outro lado, os funcionários devem tomar as medidas adequadas para a aprendizagem e desenvolvimento, bem como assegurar a manutenção da sua competência ao mais alto nível. Para além de várias oportunidades de formação interna, os funcionários continuaram a receber formação externa no sentido de colmatar necessidades de formação individuais de natureza mais técnica. Beneficiaram também de oportunidades de formação organizadas no âmbito de programas comuns do SEBC ou proporcionadas pelos BCN.

Ao abrigo da sua política de formação secundária, o BCE apoiou 22 funcionários na aquisição de qualificações no sentido de aumentar a sua competência profissional para além do âmbito dos requisitos da sua actual função.

### RECRUTAMENTO

O recrutamento externo destinado a preencher posições permanentes foi efectuado com base em contratos a termo de cinco anos para funções de gestão, e de três anos para as restantes funções. Os contratos a termo oferecidos para posições permanentes podem ser convertidos em contratos de duração ilimitada, sujeitos a um processo de revisão que pondera considerações organizacionais e desempenho individual. Em 2007, o BCE celebrou 27 contratos a termo convertíveis com candidatos externos, tendo igualmente celebrado 56 contratos a termo não convertíveis

### Evolução do pessoal

	2007	2006
Funcionários com contrato com o BCE, equivalente a tempo inteiro <sup>1)</sup>	1 375	1 342
Contratos de curto prazo celebrados com peritos dos BCN e/ou de organizações internacionais	106	93
Novos participantes no Programa para Licenciados	10	6
Estágios	145	173

Fonte: BCE.

1) O número efectivo de cargos orçamentados em 31 de Dezembro de 2007 era de 1348. Esta discrepância deveu-se principalmente ao facto de terem sido atribuídos contratos a termo para substituições de funcionários que estiveram ausentes durante um período superior a 12 meses.

para a substituição de funcionários ausentes por um período superior a um ano, bem como 114 contratos de curto prazo para a substituição de funcionários ausentes por um período inferior a um ano devido a, por exemplo, licença parental ou licença sem vencimento. O quadro acima resume a evolução do pessoal do BCE em 2007.

A disponibilização de contratos de curto prazo a funcionários dos BCN e de organizações internacionais permite ao BCE e às referidas organizações aprenderem através do intercâmbio de experiências. Além disso, o emprego de funcionários dos BCN a curto prazo ajuda a fomentar um espírito de equipa ao nível de todo o SEBC.

Em Setembro de 2007, o BCE admitiu, através de contratos de dois anos não convertíveis, os segundos participantes no Programa para Licenciados do BCE, que se destina a recém-licenciados com habilitações académicas de banda larga.

As oportunidades de estágio proporcionadas pelo BCE destinaram-se a estudantes e diplomados nas áreas de economia, estatística, administração de empresas, direito e tradução.

O BCE proporcionou também cinco bolsas de estudo inseridas no programa de estudos “*Wim Duisenberg Research Fellowship*”, aberto a economistas de primeiro plano, e cinco bolsas de estudo a jovens investigadores no contexto do Programa “*Lamfalussy Fellowship*”.

### CONDIÇÕES DE EMPREGO

O BCE deu início a um projecto ambicioso procurando introduzir um sistema de planificação dos recursos da empresa. O sistema baseado no SAP intitulado “*Integrated data, Streamlined processes, Information Sharing*” (ISIS) (“Dados integrados, processos racionalizados, partilha de informação”), quando operacional, terá um impacto significativo sobre um conjunto de tarefas relativas à gestão de recursos humanos. Para além de simplificar diversos processos administrativos, o sistema permitirá aos funcionários e responsáveis desempenhar um número de actividades em “regime de *self-service*”, contribuindo, assim, para o aumento da eficiência no seio da organização.

Tendo em conta a mais recente evolução em termos de esperança de vida, o BCE iniciou uma revisão do plano de reformas dos seus funcionários. Prevê-se que o resultado desta revisão seja implementado no início de 2009.

De forma a melhor equilibrar a vida profissional e a vida privada, bem como continuar a aperfeiçoar a resistência do BCE, a Comissão

Executiva decidiu lançar um projecto-piloto com vista a introduzir o teletrabalho de forma progressiva. Após a conclusão do projecto, as vantagens e desvantagens serão cuidadosamente avaliadas antes de ser tomada uma decisão no sentido de alargar o esquema.

### A CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS E O ACOMPANHAMENTO DA DECLARAÇÃO DE MISSÃO DO EUROSISTEMA

A Conferência de Recursos Humanos foi estabelecida em 2005 com vista a continuar a promover a cooperação e o espírito de equipa entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC na área da gestão dos recursos humanos. As actividades da Conferência de Recursos Humanos em 2007 abrangeram vários aspectos da formação e desenvolvimento dos funcionários, incluindo oportunidades de participação em actividades de formação no âmbito do SEBC e a adopção de medidas destinadas a aumentar a mobilidade intra-SEBC.

Com vista à troca de experiências e procurando estabelecer as melhores práticas, foram



organizados encontros de trabalho e apresentações que abordam questões tais como procedimentos de recrutamento e selecção, centros de avaliação, mobilidade interna e políticas de evolução na carreira. Além disso, foi organizada uma conferência sobre importantes alterações organizacionais e criado um novo grupo de trabalho sobre informações relativas à gestão de recursos humanos no âmbito do SEBC.

## 2.2 NOVAS INSTALAÇÕES DO BCE

Em 2007, a construção das futuras instalações do BCE avançou de acordo com o calendário. A fase de planeamento detalhado começou em 20 de Fevereiro de 2007 e os resultados desta fase foram apresentados ao público em 8 de Outubro de 2007. Em 22 de Outubro de 2007, o projecto foi apresentado às autoridades competentes da cidade de Frankfurt, de forma a obter as autorizações de construção necessárias.

Embora a forma geral do edifício não tenha sido alterada em resultado da fase de planeamento detalhado, o projecto para as futuras instalações foi mais desenvolvido. Foram efectuadas análises no local dos elementos e materiais arquitectónicos originais utilizados no edifício do *Grossmarkthalle* com vista ao desenvolvimento de métodos adequados de restauro. As especificidades da construção prevista para o interior do edifício do *Grossmarkthalle* foram elaboradas em maior pormenor, especialmente em matéria de requisitos de segurança e de incêndio, assim como os elementos estruturais das áreas funcionais no interior do átrio.

Foi definido o conceito geral para o interior das novas instalações, incluindo materiais e superfícies. Foi construído um modelo em tamanho real para testar a funcionalidade e qualidade dos materiais escolhidos para os principais elementos arquitectónicos. Uma maquete de dois andares à escala real, apresentando a fachada de uma secção central da torre de escritórios sul e do átrio adjacente, foi instalada na futura sede do BCE com o

objectivo de verificar os pormenores técnicos, funcionais e arquitectónicos.

Em 2007, o plano de utilização do terreno sofreu novas alterações introduzidas pelo departamento de planeamento da cidade de Frankfurt, em cooperação com o BCE. O objectivo do plano de utilização do terreno consiste em determinar a existência de um desenvolvimento urbano sustentável. O público em geral e diversas autoridades participam no desenvolvimento do plano, assegurando, assim, a sua legitimidade democrática. O plano de utilização do terreno foi publicado no “*Amtsblatt*”, o jornal oficial da cidade de Frankfurt, em 13 de Novembro de 2007, tornando-o juridicamente vinculativo.

Em Agosto de 2007, o BCE lançou um concurso público internacional para a selecção de um empreiteiro geral para a construção das suas novas instalações. O anúncio do concurso foi publicado no Jornal Oficial da União Europeia, bem como no *site* do BCE. Prevê-se que o contrato seja adjudicado em Outubro de 2008, estando o início da construção principal previsto para o quarto trimestre de 2008. Os trabalhos preliminares na futura sede do BCE terão início no primeiro trimestre de 2008, prevendo-se a conclusão das obras nas novas instalações até ao final de 2011.

Em 2008, a cidade de Frankfurt irá lançar um concurso de concepção arquitectónica de um espaço informativo e de um monumento à memória dos cidadãos judeus deportados a partir do *Grossmarkthalle*.

## 2.3 GABINETE DE COORDENAÇÃO DE CONTRATOS PÚBLICOS DO EUROSISTEMA

Em Julho de 2007, o Conselho do BCE decidiu criar o EPCO (Gabinete de Coordenação de Contratos Públicos do Eurosistema) a fim de melhorar a cooperação no Eurosistema em matéria de contratos públicos. O EPCO tem como principais tarefas facilitar a adopção e troca de melhores práticas no âmbito do Eurosistema, desenvolver uma infraestrutura

(competências, ferramentas funcionais e processos de tecnologias de informação) que permita a centralização do poder de compra e coordenar a agenda do Eurosistema relativa a contratos públicos. Os BCN do Eurosistema participam numa base voluntária. Em Dezembro de 2007, o Banque centrale du Luxembourg foi designado para acolher o EPCO de 1 de Janeiro de 2008 a 31 de Dezembro de 2012.



### 3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC

O Diálogo Social do SEBC é um fórum consultivo que envolve o BCE e representantes dos trabalhadores dos bancos centrais do SEBC e das federações de sindicatos europeus<sup>14</sup>. O seu objectivo é prestar informação e promover a troca de opiniões sobre questões que possam ter um impacto importante na situação de emprego nos bancos centrais do SEBC.

Foram realizadas reuniões no âmbito do Diálogo Social do SEBC em Julho e Dezembro de 2007. Para além de questões relacionadas com a produção e circulação de notas, sistemas de pagamentos (TARGET2, TARGET2–Títulos e CCBM2) e supervisão financeira, as discussões trataram da implementação de medidas relacionadas com a declaração de missão do Eurosistema, propósitos estratégicos e princípios organizativos e suas implicações para o trabalho diário do pessoal do Eurosistema. Os representantes dos trabalhadores foram também informados dos trabalhos desenvolvidos pela Conferência de Recursos Humanos.

O BCE continuou a emitir um boletim informativo semestral com o objectivo de manter informados os representantes dos trabalhadores quanto aos últimos desenvolvimentos no âmbito dos temas acima mencionados.

A implementação das medidas acordadas em 2006 entre o BCE e as federações de sindicatos europeus para continuar a melhorar o Diálogo Social do SEBC teve início em 2007 e será prosseguida em 2008.

<sup>14</sup> Comité Permanente dos Sindicatos dos Bancos Centrais Europeus, Rede Internacional de Sindicatos – Europa (Uni – Europa) e Federação Europeia de Sindicatos dos Serviços Públicos.

## 4 CONTAS ANUAIS DO BCE

# RELATÓRIO DE GESTÃO RELATIVO AO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007

## I NATUREZA DAS ACTIVIDADES

As actividades do BCE em 2007 são descritas em pormenor nos capítulos correspondentes do presente relatório anual.

## 2 OBJECTIVOS E ATRIBUIÇÕES

Os objectivos e atribuições do BCE encontram-se descritos nos Estatutos do SEBC (artigos 2.º e 3.º). O prefácio do Presidente do BCE a este relatório anual inclui uma apresentação geral desses objectivos.

## 3 PRINCIPAIS RECURSOS, RISCOS E PROCESSOS

### GESTÃO DO BCE

A informação relativa à gestão do BCE é apresentada no capítulo 8.

### MEMBROS DA COMISSÃO EXECUTIVA

Os membros da Comissão Executiva, seleccionados de entre personalidades de reconhecida competência e com experiência profissional nos domínios monetário ou bancário, são nomeados de comum acordo pelos governos dos Estados-Membros, a nível de Chefes de Estado ou de Governo, sob recomendação do Conselho da UE e após consulta ao Parlamento Europeu e ao Conselho do BCE.

Os termos e condições de emprego dos membros da Comissão Executiva são fixados pelo Conselho do BCE, com base numa proposta de um comité composto por três membros nomeados pelo Conselho do BCE e três membros nomeados pelo Conselho da UE.

Os emolumentos dos membros da Comissão Executiva são apresentados na nota 29,

“Custos com Pessoal”, das “Notas à conta de resultados”.

### PESSOAL

O número médio de funcionários do BCE (em termos equivalentes a tempo inteiro) com contratos permanentes ou a termo aumentou de 1 337 em 2006 para 1 366 em 2007. No final de 2007, o BCE tinha ao seu serviço 1 375 pessoas. Para mais pormenores, consultar a nota 29, “Custos com Pessoal”, das “Notas à conta de resultados” e a secção 2 do capítulo 8, que também descreve a estratégia de recursos humanos do BCE.

### ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO E GESTÃO DE RISCO

A carteira de reservas externas do BCE é composta pelos activos de reserva que os BCN da área do euro transferiram para o BCE, em conformidade com o disposto no artigo 30.º dos Estatutos do SEBC, assim como pelos proveitos resultantes. 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, a contrapartida da provisão constituída para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro, o fundo de reserva geral e os proveitos da carteira acumulados no passado. A sua finalidade é proporcionar ao BCE proveitos que contribuam para cobrir os seus custos operacionais.

As actividades de investimento do BCE e a sua gestão dos riscos associados são descritas com maior detalhe no capítulo 2 deste relatório anual.

### O PROCESSO ORÇAMENTAL

O Comité de Orçamento (BUCOM), constituído por especialistas do BCE e dos BCN da área do euro, desempenha um papel

fundamental no processo de gestão financeira do BCE. Em conformidade com o artigo 15.º do Regulamento Interno, o BUCOM presta apoio ao Conselho do BCE através da apresentação de uma avaliação detalhada das propostas de orçamento anual do BCE e dos pedidos de financiamento suplementar do orçamento, elaborados pela Comissão Executiva, antes da sua apresentação ao Conselho do BCE para aprovação. A execução das despesas face aos orçamentos aprovados é analisada regularmente pela Comissão Executiva, tendo em conta o parecer emitido pela função de controlo interno do BCE, e pelo Conselho do BCE com o apoio do BUCOM.

## 4 RESULTADOS FINANCEIROS

### CONTAS FINANCEIRAS

Nos termos do artigo 26.º-2 dos Estatutos do SEBC, as contas anuais do BCE são elaboradas pela Comissão Executiva de acordo com os princípios estabelecidos pelo Conselho do BCE. As contas são subsequentemente aprovadas pelo Conselho do BCE, sendo publicadas em seguida.

### PROVISÃO PARA RISCOS DE TAXA DE CÂMBIO, DE TAXA DE JURO E DE FLUTUAÇÃO DO PREÇO DO OURO

Uma vez que a maioria dos activos e passivos do BCE é periodicamente objecto de uma reavaliação cambial e a preços de mercado, a rendibilidade do BCE está fortemente condicionada pela exposição ao risco cambial e, em menor grau, pela exposição ao risco de taxa de juro. Ambas as situações devem-se sobretudo aos activos de reserva detidos pelo BCE em dólares dos Estados Unidos, ienes japoneses e ouro, que são investidos predominantemente em instrumentos remunerados.

Em 2005, tendo em consideração a grande exposição do BCE a estes riscos e a dimensão das suas contas de reavaliação, o Conselho do BCE decidiu criar uma provisão contra riscos de

taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro. Em 31 de Dezembro de 2006, esta provisão ascendia a €2 371 395 162. Nos termos do artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, o Banka Slovenije também contribuiu com o montante de €10 947 042 para a provisão, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007. Tendo em conta os resultados da sua avaliação, o Conselho do BCE decidiu transferir, em 31 de Dezembro de 2007, um montante adicional de €286 416 109 para essa provisão, que aumentou assim para €2 668 758 313, o que, tal como em 2006, 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 valorização não cobertas pelas contas de reavaliação. A dotação e a necessidade de manutenção dessa provisão são reavaliadas anualmente com base numa série de factores, incluindo em particular o nível de activos de risco detidos pelo BCE, o grau de concretização das exposições ao risco no exercício em causa, os resultados projectados para o ano seguinte e uma avaliação do risco envolvendo cálculos do valor-em-risco (*Value at Risk – VaR*) para os activos de risco, que é aplicada de forma consistente ao longo do tempo. O Conselho do BCE decidiu que a provisão, em conjunto com quaisquer outros montantes do fundo de reserva geral do BCE, não pode exceder o valor das participações no capital subscritas pelos BCN da área do euro.

### RESULTADOS FINANCEIROS DE 2007

Se não tivesse sido aumentada a provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro, o lucro líquido do BCE em 2007 teria sido de €286 milhões.

Em 2007, a apreciação do euro face ao dólar dos Estados Unidos e, em menor grau, face ao iene japonês resultou num decréscimo do contravalor em euros dos activos denominados em dólares e ienes detidos pelo BCE na ordem de €2.5 mil milhões, reconhecidos na conta de resultados.

O resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados aumentou de €1 972 milhões em 2006 para €2 421 milhões em 2007, principalmente devido a um aumento do montante de notas de euro em circulação e da taxa marginal das operações principais de refinanciamento do Eurosistema, que determina a remuneração que o BCE recebe pela sua participação nas notas de euro no Eurosistema.

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras aumentaram de €475 milhões em 2006 para €779 milhões em 2007, devido sobretudo (a) à descida das taxas de juro nos Estados Unidos em 2007, conducente ao aumento dos ganhos realizados líquidos resultantes da venda de títulos durante o ano, e (b) à subida do preço do ouro, que se traduziu em maiores ganhos realizados resultantes das vendas de ouro em 2007. Essas vendas foram realizadas em conformidade com o “*Central Bank Gold Agreement*” (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro), que entrou em vigor em 27 de Setembro de 2004 e do qual o BCE é signatário.

O total dos custos administrativos incorridos pelo BCE, incluindo amortizações, aumentou de €361 milhões em 2006 para €385 milhões em 2007.

### ALTERAÇÃO DO CAPITAL DO BCE

Nos termos do artigo 49.º-3 dos Estatutos do SEBC, aditado pelo Tratado de Adesão, o capital subscrito do BCE aumenta automaticamente quando um novo Estado-Membro adere à UE e o respectivo BCN passa a fazer parte do SEBC. Esse aumento do capital requer o cálculo das ponderações a atribuir a cada BCN membro do SEBC na tabela de repartição do capital, por analogia com o artigo 29.º-1 e nos termos do artigo 29.º-2 dos Estatutos do SEBC. Consequentemente, com a adesão da Bulgária e da Roménia à UE em 1 de Janeiro de 2007, (a) as participações dos BCN no capital subscrito do BCE foram ajustadas nos termos da Decisão 2003/517/CE do Conselho, de 15 de Julho de 2003, relativa aos dados estatísticos

a utilizar com vista à adaptação da tabela de repartição para a subscrição do capital do BCE, e (b) o capital subscrito do BCE aumentou para €5 761 milhões.

Além disso, de acordo com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Banka Slovenije transferiu o remanescente da sua subscrição do capital do BCE em 1 de Janeiro de 2007, a data de adopção da moeda única na Eslovénia, enquanto que o Българска народна банка (o banco central nacional da Bulgária) e o Banca Națională a României, tal como os restantes BCN não participantes na área do euro, realizaram 7% da respectiva subscrição de capital do BCE como contributo para os custos operacionais do BCE.

O efeito combinado dos desenvolvimentos atrás descritos traduziu-se num aumento do capital realizado do BCE de €4 089 milhões em 31 de Dezembro de 2006 para €4 127 milhões em 1 de Janeiro de 2007. Os pormenores relativos a estas alterações são apresentados na nota 15, “Capital e reservas”, das “Notas ao balanço”.





## BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007

ACTIVO	NOTA	2007 €	2006 €
<b>Ouro e ouro a receber</b>	<b>1</b>	<b>10 280 374 109</b>	<b>9 929 865 976</b>
<b>Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>2</b>		
Fundo Monetário Internacional		449 565 998	414 768 308
Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos		28 572 614 853	29 313 377 277
		<b>29 022 180 851</b>	<b>29 728 145 585</b>
<b>Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>2</b>	<b>3 868 163 459</b>	<b>2 773 828 417</b>
<b>Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>3</b>		
Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos		25 128 295	4 193 677
<b>Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros</b>	<b>4</b>	<b>100 038 774</b>	<b>33 914</b>
<b>Activos intra-Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema		54 130 517 580	50 259 459 435
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)		17 241 183 222	3 545 868 495
		<b>71 371 700 802</b>	<b>53 805 327 930</b>
<b>Outros activos</b>	<b>6</b>		
Activos imobilizados corpóreos		188 209 963	175 180 989
Outros activos financeiros		9 526 196 135	8 220 270 389
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais		34 986 651	29 518 315
Acréscimos e diferimentos		1 557 414 330	1 094 509 354
Contas diversas e de regularização		69 064 934	5 580 697
		<b>11 375 872 013</b>	<b>9 525 059 744</b>
<b>Total do activo</b>		<b>126 043 458 303</b>	<b>105 766 455 243</b>

<b>PASSIVO</b>	<b>NOTA</b>	<b>2007</b> €	<b>2006</b> €
<b>Notas em circulação</b>	<b>7</b>	<b>54 130 517 580</b>	<b>50 259 459 435</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>1 065 000 000</b>
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>9</b>	<b>14 571 253 753</b>	<b>105 121 522</b>
<b>Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>10</b>		
Depósitos, saldos e outras responsabilidades		<b>667 076 397</b>	<b>330 955 249</b>
<b>Responsabilidades intra-Eurosistema</b>	<b>11</b>		
Responsabilidades equivalentes à transferência de activos de reserva		<b>40 041 833 998</b>	<b>39 782 265 622</b>
<b>Outras responsabilidades</b>	<b>12</b>		
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais		69 589 536	0
Acréscimos e diferimentos		1 863 461 316	1 262 820 884
Contas diversas e de regularização		659 763 920	899 170 800
		<b>2 592 814 772</b>	<b>2 161 991 684</b>
<b>Provisões</b>	<b>13</b>	<b>2 693 816 002</b>	<b>2 393 938 510</b>
<b>Contas de reavaliação</b>	<b>14</b>	<b>6 169 009 571</b>	<b>5 578 445 671</b>
<b>Capital e reservas</b>	<b>15</b>		
Capital		<b>4 127 136 230</b>	<b>4 089 277 550</b>
<b>Resultado do exercício</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total do passivo</b>		<b>126 043 458 303</b>	<b>105 766 455 243</b>

## CONTA DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007

	NOTA	2007 €	2006 €
Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva		1 354 887 368	1 318 243 236
Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema		2 004 355 782	1 318 852 000
Outros juros e proveitos equiparados		4 380 066 479	2 761 697 060
<i>Juros e outros proveitos equiparados</i>		<i>7 739 309 629</i>	<i>5 398 792 296</i>
Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva transferidos		(1 356 536 045)	(965 331 593)
Outros juros e custos equiparados		(3 962 006 944)	(2 461 625 254)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(5 318 542 989)</i>	<i>(3 426 956 847)</i>
<b>Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados</b>	<b>23</b>	<b>2 420 766 640</b>	<b>1 971 835 449</b>
Resultados realizados em operações financeiras	<b>24</b>	778 547 213	475 380 708
Prejuízos não realizados em operações financeiras	<b>25</b>	(2 534 252 814)	(718 467 508)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio e preços		(286 416 109)	(1 379 351 719)
<b>Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos</b>		<b>(2 042 121 710)</b>	<b>(1 622 438 519)</b>
<b>Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários</b>	<b>26</b>	<b>(621 691)</b>	<b>(546 480)</b>
<b>Rendimento de acções e participações</b>	<b>27</b>	<b>920 730</b>	<b>911 866</b>
<b>Outros proveitos e ganhos</b>	<b>28</b>	<b>6 345 668</b>	<b>11 407 583</b>
<b>Total de proveitos e ganhos líquidos</b>		<b>385 289 637</b>	<b>361 169 899</b>
Custos com pessoal	<b>29</b>	(168 870 244)	(160 847 043)
Custos administrativos	<b>30</b>	(184 589 229)	(166 426 595)
Amortizações de imobilizado corpóreo		(26 478 405)	(29 162 141)
Custos de produção de notas	<b>31</b>	(5 351 759)	(4 734 120)
<b>Resultado do exercício</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Frankfurt am Main, 26 de Fevereiro de 2008

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, reconhecimento de acontecimentos posteriores à data do balanço, materialidade, especialização do exercício, continuidade, consistência e comparabilidade.

## RECONHECIMENTO DE ACTIVOS E PASSIVOS

Um activo ou passivo apenas é reconhecido no balanço quando é provável que qualquer benefício económico futuro venha a fluir do BCE ou para este, os riscos e benefícios associados tenham sido substancialmente transferidos para o BCE e o custo ou o valor do activo ou o montante da obrigação possam ser mensurados com fiabilidade.

## BASES DE APRESENTAÇÃO

A preparação das contas seguiu o princípio do custo histórico, tendo, porém, sido modificadas de modo a incluírem a valorização a preços de mercado dos títulos negociáveis, do ouro e dos outros activos e passivos patrimoniais e extrapatrimoniais denominados em moeda estrangeira. As transacções com activos e passivos financeiros são contabilizadas na data da respectiva liquidação.

Com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007, a base para o registo de operações cambiais, de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira e dos respectivos acréscimos nas contas dos bancos centrais do Eurosistema foi alterada. Visto ter sido permitida a aplicação antecipada

da alteração em causa, o BCE adoptou o novo método a partir de 1 de Outubro de 2006, com os efeitos referidos a seguir. À excepção dos títulos, as transacções são agora registadas em contas extrapatrimoniais na data de contrato. Na data de liquidação, os lançamentos extrapatrimoniais são revertidos e efectuam-se os correspondentes lançamentos em contas de balanço. As compras e vendas de moeda estrangeira afectam as posições líquidas de moeda estrangeira na data de contrato e não na data de liquidação, ao contrário do que acontecia anteriormente, e os resultados realizados decorrentes de vendas são também calculados na data de contrato. Os juros, prémios e descontos especializados relacionados com instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira são calculados e registados numa base diária, sendo a posição na moeda estrangeira também afectada diariamente por esta especialização e não apenas quando os fluxos financeiros efectivamente ocorrem, como era antes o caso.

## OURO, ACTIVOS E PASSIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Os activos e passivos denominados em moeda estrangeira são convertidos em euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço. Os proveitos e custos são convertidos à taxa de câmbio em vigor na data de registo. A reavaliação dos activos e passivos em moeda estrangeira, incluindo instrumentos patrimoniais e extrapatrimoniais, é efectuada moeda a moeda.

A reavaliação ao preço de mercado dos activos e passivos denominados em moeda estrangeira é tratada separadamente da reavaliação cambial.

O ouro é reavaliado ao preço de mercado em vigor no final do exercício, não sendo feita qualquer distinção entre a reavaliação a preços

<sup>1</sup> As políticas contabilísticas pormenorizadas do BCE estão definidas na Decisão BCE/2002/11, JO L 58, 03.03.2003, p. 38, com as alterações que lhe foram introduzidas. Com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007, esta decisão foi revogada e substituída pela Decisão BCE/2006/17, JO L 348, 11.12.2006, p. 38, com as alterações que lhe foram introduzidas.

<sup>2</sup> Estas políticas são compatíveis com o disposto no artigo 26.º-4 dos Estatutos do SEBC, que exige a harmonização das regras a aplicar às operações contabilísticas e à prestação de informação financeira, no contexto do Eurosistema.

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 2007, resultou da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos em 31 de Dezembro de 2007.

## TÍTULOS

Todos os títulos negociáveis e outros activos equiparados são valorizados, ou aos preços médios de mercado, ou em função da curva de rendimentos relevante em vigor à data do balanço numa base título-a-título. Para o exercício que terminou em 31 de Dezembro de 2007, foram utilizados os preços médios de mercado do dia 28 de Dezembro de 2007. Os títulos não negociáveis são valorizados ao preço de custo, enquanto que as acções sem liquidez são valorizadas ao preço de custo, sujeito a imparidade.

## RECONHECIMENTO DE RESULTADOS

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos. Os ganhos e perdas realizados em vendas de moeda estrangeira, ouro e títulos são levados à conta de resultados. Esses ganhos e perdas realizados são calculados tendo por base o respectivo custo médio de aquisição do activo.

Os ganhos não realizados não são reconhecidos como proveitos, sendo transferidos directamente para uma conta de reavaliação.

As perdas não realizadas são levadas à conta de resultados caso excedam os ganhos de reavaliação anteriores registados na conta de reavaliação correspondente. As perdas não realizadas em qualquer título, 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 igualado à taxa de câmbio e/ou ao preço de mercado em vigor no final do exercício.

Os prémios ou os descontos sobre títulos adquiridos são calculados e apresentados como uma parte dos juros, sendo amortizados ao longo 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 recompra ou realiza operações de crédito com garantias.

Ao abrigo de um acordo de recompra, os títulos são vendidos com o acordo simultâneo de serem de novo comprados à contraparte numa data futura 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 de novo vendidos 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, dando origem a juros e proveitos equiparados na conta de resultados.

As operações reversíveis (incluindo as operações de cedência de títulos) realizadas mediante um programa automático de cedência de títulos são registadas no balanço apenas quando a garantia seja prestada ao BCE sob a forma de numerário durante o prazo da transacção. Em 2007, o BCE não recebeu qualquer garantia sob a forma de numerário para operações desta natureza.

## INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

Os instrumentos de moeda, nomeadamente as operações cambiais a prazo, as componentes a prazo de *swaps* cambiais e outros instrumentos monetários que impliquem a troca de uma moeda por outra em data futura, são incluídos nas posições líquidas de moeda estrangeira para efeitos de cálculo dos ganhos e perdas cambiais.



Os instrumentos de taxa de juro são reavaliados operação a operação. As oscilações diárias da conta-margem dos contratos de futuros de taxa de juro em aberto são registadas na conta de resultados. A valorização das transacções a prazo de títulos e de *swaps* de taxa de juro baseia-se em métodos geralmente aceites que recorrem aos preços e taxas de mercado observados e a factores de desconto desde as datas de liquidação até à data de valorização.

### ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

Os activos e passivos são ajustados em função das ocorrências verificadas entre a data do balanço anual e a data em que o Conselho do BCE aprova as demonstrações financeiras, desde que estas 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/TARGET2 – o Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real (ver o capítulo 2) – e dão origem a saldos bilaterais nas contas entre os bancos centrais da UE ligados ao TARGET/TARGET2. Estes saldos bilaterais são compensados por novação com o BCE numa base diária, ficando cada BCN com uma única posição de saldo bilateral apenas face ao BCE. Nas demonstrações financeiras do BCE, este saldo representa a posição activa ou passiva líquida de cada BCN em relação ao resto do SEBC.

Os saldos intra-SEBC 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 credora na rubrica “Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Os saldos intra-SEBC dos BCN não participantes na área do euro junto do BCE, resultantes da sua participação no TARGET/TARGET2<sup>3</sup>, são apresentados na rubrica “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”.

### TRATAMENTO DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO

Activos imobilizados 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 utilização esperado para esse activo, como a seguir indicado:

Computadores, outro equipamento informático e veículos motorizados	4 anos
Equipamento, mobiliário e instalações	10 anos
Activos 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.

3 Em 31 de Dezembro de 2007, os BCN não participantes na área do euro que participavam no TARGET/TARGET2 eram os seguintes: Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta e Bank of England.

## O PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE

O BCE dispõe de um sistema de benefícios definidos para o seu pessoal, financiado pelos activos que detém num fundo de benefícios a longo prazo para esse fim.

### BALANÇO

Em relação aos planos de benefícios definidos, a responsabilidade reconhecida no balanço corresponde ao valor presente da obrigação de benefícios definidos à data do balanço *menos* o justo valor dos activos do fundo utilizados para financiar esta obrigação, ajustado pelos ganhos ou perdas actuariais não reconhecidos.

As responsabilidades relativas à obrigação de benefícios definidos são calculadas anualmente por actuários independentes através do método da unidade de crédito projectada. Para determinar o valor presente destas responsabilidades, os fluxos financeiros futuros esperados são descontados com base em taxas de juro de obrigações, emitidas por empresas de *rating* elevado, denominadas em euros e com prazos de maturidade que coincidem com o termo das responsabilidades em causa.

Os ganhos e as perdas actuariais podem resultar de ajustamentos (derivados da diferença entre os resultados realmente ocorridos e os pressupostos actuariais utilizados) e de alterações nos pressupostos actuariais.

### CONTA DE RESULTADOS

O montante líquido registado na conta de resultados refere-se:

- (a) ao custo de serviço corrente relativo ao exercício;
- (b) ao custo esperado dos juros, calculado à taxa de desconto aplicada à obrigação de benefícios definidos;

(c) ao rendimento esperado dos activos do fundo; e

(d) a quaisquer ganhos e perdas actuariais reconhecidos na conta de resultados, determinados com base num “corredor” com limite de 10%.

### MÉTODO DO “CORREDOR” COM LIMITE DE 10%

Ganhos e perdas actuariais não reconhecidos acumulados líquidos que excedam 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 OBRIGAÇÕES PÓS-REFORMA DOS MEMBROS DA COMISSÃO EXECUTIVA

Existem acordos, não abrangidos pelos planos do fundo, que garantem as pensões de reforma dos membros da Comissão Executiva e os benefícios por presumível incapacidade do pessoal. Os custos esperados destes benefícios são acumulados durante os mandatos/o período de serviço com base numa metodologia contabilística semelhante à dos planos de benefícios de reforma definidos. Os ganhos e perdas actuariais serão reconhecidos tal como atrás descrito.

Estas obrigações são avaliadas anualmente por actuários independentes para determinar a responsabilidade adequada a registar nas demonstrações financeiras.

### NOTAS EM CIRCULAÇÃO

O BCE e os BCN da área do euro, que em conjunto compõem o Eurosistema, emitem notas de euro<sup>4</sup>. A repartição pelos bancos centrais do Eurosistema do valor total de notas

<sup>4</sup> Decisão BCE/2001/15, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à emissão de notas de euro, JO L 337, 20.12.2001, p. 52, com as alterações que lhe foram introduzidas.

de euro em circulação é feita no último dia útil de cada mês, de acordo com a tabela de repartição de notas de banco<sup>5</sup>.

Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% do valor total de notas de euro em circulação, registada na rubrica do passivo “Notas em circulação”, por contrapartida de activos sobre os BCN. Estes activos, que vencem juros<sup>6</sup>, são apresentados na rubrica “Activos intra-Eurosistema: activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema” (ver “Posições intra-SEBC/ Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os juros sobre estas posições são incluídos na rubrica “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”. Estes proveitos são devidos aos BCN no exercício em que são reconhecidos, mas são distribuídos no segundo dia útil do exercício subsequente<sup>7</sup>. A distribuição é feita na totalidade, excepto nos casos em que o lucro líquido do BCE relativo ao exercício seja inferior aos proveitos referentes às notas de euro em circulação, ou após qualquer decisão do Conselho do BCE de proceder a transferências para uma provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro e de abater a esses 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 UE aprovou a nomeação da KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na qualidade de auditores externos do BCE por um período de cinco anos até ao final do exercício de 2007.

5 “Tabela de repartição de notas de banco”: indica as percentagens que resultam de se levar em conta a participação do BCE no total da emissão de notas de euro e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCN nesse total.

6 Decisão BCE/2001/16, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes do exercício de 2002, JO L 337, 20.12.2001, p. 55, com as alterações que lhe foram introduzidas.

7 Decisão BCE/2005/11, 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. Esta decisão revogou a Decisão BCE/2002/9.

# NOTAS AO BALANÇO

## I OURO E OURO A RECEBER

Em 31 de Dezembro de 2007, o BCE detinha 18 091 733 onças de ouro fino (20 572 017 onças, em 2006). A redução deveu-se (a) à venda de 2 539 839 onças de ouro em conformidade com o “*Central Bank Gold Agreement*” (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro), que entrou em vigor em 27 de Setembro de 2004 e do qual o BCE é signatário, e (b) à transferência para o BCE, por parte do Banka Slovenije, de 59 555 onças de ouro fino<sup>8</sup> no contexto da adopção da moeda única pela Eslovénia, de acordo com o Artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC. A redução do equivalente em euros deste saldo, resultante destas transacções, foi mais do que compensada por uma subida significativa do preço do ouro durante 2007 (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## 2 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO E RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

### FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

Este activo representa os direitos de saque especiais (DSE) detidos pelo BCE em 31 de Dezembro de 2007. Resulta de um acordo bidireccional para a compra e venda de DSE com o Fundo Monetário Internacional (FMI), segundo o qual o FMI está autorizado a efectuar, em nome do BCE, vendas e compras de DSE contra euros, dentro de um limite máximo e mínimo, determinado em função dos montantes detidos. O DSE é definido com base num cabaz de moedas. O seu valor corresponde à soma ponderada das taxas de câmbio das quatro moedas mais importantes (euro, iene japonês, libra esterlina e dólar dos Estados Unidos). Para efeitos contabilísticos, os DSE são considerados moeda estrangeira (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## DEPÓSITOS E INVESTIMENTOS EM TÍTULOS, EMPRÉSTIMOS AO EXTERIOR E OUTROS ACTIVOS EXTERNOS; E ACTIVOS SOBRE RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

As duas rubricas consistem em depósitos em bancos, empréstimos denominados em moeda estrangeira e investimentos em títulos, denominados em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses, como a seguir indicado:

<i>Activos sobre não residentes na área do euro</i>	2007 €	2006 €	Variação €
Depósitos à ordem	761 073 851	1 388 630 590	(627 556 739)
Aplicações no mercado monetário	688 783 688	1 352 326 756	(663 543 068)
Compras com acordo de revenda	543 247 188	330 983 321	212 263 867
Investimentos em títulos	26 579 510 126	26 241 436 610	338 073 516
Total	28 572 614 853	29 313 377 277	(740 762 424)

<i>Activos sobre residentes na área do euro</i>	2007 €	2006 €	Variação €
Depósitos à ordem	574 945	18 535	556 410
Aplicações no mercado monetário	3 867 588 514	2 621 949 594	1 245 638 920
Compras com acordo de revenda	0	151 860 288	(151 860 288)
Total	3 868 163 459	2 773 828 417	1 094 335 042

Apesar da depreciação do dólar dos Estados Unidos e do iene japonês em relação ao euro em 2007, registou-se um aumento do valor líquido em euros destas posições, principalmente em resultado (a) do investimento das receitas das vendas de ouro na carteira de ienes japoneses e, em menor escala, na de dólares dos Estados Unidos (ver nota 1,

<sup>8</sup> Essa transferência, de valor equivalente a €28,7 milhões, foi efectuada com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007.

“Ouro e ouro a receber”) e (b) dos proveitos originados sobretudo pela carteira de dólares dos Estados Unidos.

Além disso, com a adoção da moeda única pela Eslovénia em 1 de Janeiro de 2007, o Banka Slovenije procedeu à transferência de dólares dos Estados Unidos no valor de €162.9 milhões para o BCE, em conformidade com o artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC.

Em 31 de Dezembro de 2007, as posições cambiais<sup>9</sup> em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses eram as seguintes:

	(milhões da unidade monetária)
Dólar dos Estados Unidos	37 149
Iene japonês	1 076 245

### 3 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2007, estes activos consistiam em aplicações no mercado monetário no valor de €20.0 milhões e depósitos à ordem 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 2007, estes activos consistiam em aplicações no mercado monetário no valor de €100.0 milhões e depósitos à ordem junto de entidades residentes na área do euro.

### 5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

#### ACTIVOS RELACIONADOS COM A REPARTIÇÃO DAS NOTAS DE EURO NO EUROSISTEMA

Esta rubrica consiste nos activos do BCE sobre os BCN da área do euro relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### OUTROS ACTIVOS SOBRE O EUROSISTEMA (LÍQUIDOS)

Esta rubrica consiste nos saldos no sistema TARGET/TARGET2 dos BCN da área do euro face ao BCE (ver “Posições intra-SEBC/ Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). O aumento nesta posição deve-se sobretudo à liquidação da componente em euros das operações de *swap back-to-back* realizadas com os BCN no âmbito da *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo em dólares dos Estados Unidos) (ver nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”).

	2007 €	2006 €
Créditos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET/TARGET2	145 320 642 526	83 764 470 700
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET/TARGET2	(128 079 459 304)	(80 218 602 205)
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)	17 241 183 222	3 545 868 495

### 6 OUTROS ACTIVOS

#### ACTIVOS IMOBILIZADOS CORPÓREOS

Em 31 de Dezembro de 2007, estes activos eram constituídos pelas seguintes rubricas principais:

<sup>9</sup> Activos menos passivos denominados na respectiva moeda estrangeira que estão sujeitos a reavaliação cambial. São incluídos nas rubricas do activo, “Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”, “Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”, “Acréscimos e diferimentos”, e nas rubricas do passivo, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira”, “Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais” e “Acréscimos e diferimentos”, tendo igualmente em conta os *swaps* e operações cambiais a prazo registados nas rubricas extrapatrimoniais. Os efeitos dos ganhos resultantes da reavaliação do preço de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira não são incluídos.

	2007 €	2006 €	Varição €
<b>Custo</b>			
Terrenos e edifícios	156 964 236	160 272 602	(3 308 366)
Equipamento e programas informáticos	168 730 634	157 573 338	11 157 296
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos motorizados	27 105 564	26 670 476	435 088
Imobilizações em curso	59 791 855	28 790 200	31 001 655
Outras imobilizações corpóreas	1 195 290	1 232 143	(36 853)
<b>Custo total</b>	<b>413 787 579</b>	<b>374 538 759</b>	<b>39 248 820</b>
<b>Depreciação acumulada</b>			
Terrenos e edifícios	(49 672 589)	(39 696 727)	(9 975 862)
Equipamento e programas informáticos	(150 195 777)	(135 057 096)	(15 138 681)
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos motorizados	(25 562 068)	(24 471 251)	(1 090 817)
Outras imobilizações corpóreas	(147 182)	(132 696)	(14 486)
<b>Total de depreciação acumulada</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(199 357 770)</b>	<b>(26 219 846)</b>
<b>Valor de balanço líquido</b>	<b>188 209 963</b>	<b>175 180 989</b>	<b>13 028 974</b>

A redução na rubrica “Terrenos e edifícios” deve-se sobretudo à venda, em Janeiro de 2007, da residência oficial do presidente do BCE, adquirida em 2001. Em Dezembro de 2006, foi adquirida uma nova residência oficial.

O aumento na categoria “Imobilizações em curso” deve-se principalmente a trabalhos iniciais relacionados com a construção da nova sede do BCE. As transferências desta categoria para as rubricas referentes a imobilizações corpóreas serão efectuadas assim que os activos começarem a ser utilizados.

## OUTROS ACTIVOS FINANCEIROS

As componentes mais importantes desta rubrica são as seguintes:

	2007 €	2006 €	Varição €
Títulos denominados em euros	8 815 612 722	7 303 413 758	1 512 198 964
Compras com acordo de revenda em euros	668 392 837	874 669 464	(206 276 627)
Outros activos financeiros	42 190 576	42 187 167	3 409
<b>Total</b>	<b>9 526 196 135</b>	<b>8 220 270 389</b>	<b>1 305 925 746</b>

- (a) Títulos denominados em euros e compras com acordo de revenda em euros constituem o investimento dos fundos próprios do BCE (ver nota 12, “Outras responsabilidades”). O aumento dos títulos detidos deveu-se sobretudo ao investimento na carteira de fundos próprios da contrapartida do montante transferido para a provisão do BCE para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro em 2006.
- (b) O BCE detém 3 211 acções do Banco de Pagamentos Internacionais, que estão registadas ao custo de aquisição de €41.8 milhões.

## DIFERENÇAS DE REAVALIAÇÃO DE INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

Esta rubrica é composta principalmente pelas variações resultantes da valorização dos *swaps* e operações cambiais a prazo em curso em 31 de Dezembro de 2007 (ver nota 21, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). As variações na valorização resultam da conversão dessas transacções para euros, às taxas de câmbio prevaletentes à data do balanço, face aos valores em euros decorrentes da conversão das operações ao custo médio da respectiva moeda estrangeira (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Esta rubrica



inclui igualmente os ganhos de valorização das transacções a prazo de títulos.

#### **ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS**

Em 2007, esta posição incluía juros especializados sobre os activos do BCE relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema no último trimestre (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas) no montante de €545.8 milhões, e juros especializados sobre os saldos no sistema TARGET/TARGET2 dos BCN da área do euro no último mês de 2007 no montante de €481.6 milhões.

Esta rubrica do activo inclui igualmente juros especializados, incluindo a amortização de descontos, sobre títulos e outros activos financeiros.

#### **CONTAS DIVERSAS E DE REGULARIZAÇÃO**

Esta rubrica é composta essencialmente pelos saldos relativos a *swaps* e operações cambiais a prazo em curso em 31 de Dezembro de 2007 (ver nota 21, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). Os saldos resultam da conversão para euros dessas transacções, ao custo médio da moeda em questão prevalecente à data do balanço, face aos valores em euros nos quais as transacções são inicialmente registadas (ver “Instrumentos extrapatrimoniais”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Esta rubrica inclui também 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 (8%) no total de notas de euro em circulação (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

#### **8 RESPONSABILIDADES PARA COM OUTRAS ENTIDADES DA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS**

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro (ABE), utilizados como garantia ao BCE para os pagamentos da ABE liquidados através do TARGET/TARGET2.

#### **9 RESPONSABILIDADES PARA COM NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS**

Esta rubrica consiste principalmente numa responsabilidade para com o Sistema da Reserva Federal dos Estados Unidos, que ascende a €13.9 mil milhões, relacionada com a *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo em dólares dos Estados Unidos). No âmbito desta facilidade, o Sistema da Reserva Federal disponibilizou 20 mil milhões de dólares dos Estados Unidos ao BCE por meio de um acordo cambial recíproco temporário (linha de *swap*) com o objectivo de oferecer financiamento a curto prazo em dólares dos Estados Unidos a contrapartes do Eurosistema. Simultaneamente, o BCE realizou operações de *swap back-to-back* com os BCN que adoptaram o euro, tendo eles utilizado estes fundos em operações de cedência de liquidez com as contrapartes do Eurosistema. Estas operações de *swap back-to-back* traduziram-se em posições intra-Eurosistema não remuneradas entre o BCE e os BCN, inscritas na rubrica “Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)”.

O remanescente desta rubrica reflecte os saldos das contas que os BCN não participantes na

área do euro detêm junto do BCE resultantes de transacções efectuadas através do TARGET/TARGET2 (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

## 10 RESPONSABILIDADES PARA COM NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Esta posição consiste em acordos de recompra celebrados com não residentes na área do euro, relacionados com a gestão das reservas em moeda estrangeira do BCE.

## 11 RESPONSABILIDADES INTRA-EUROSISTEMA

Representam as responsabilidades para com os BCN da área do euro decorrentes da transferência de activos de reserva para o BCE quando passaram a fazer parte do Eurosistema. Estas responsabilidades são remuneradas à última taxa marginal disponível aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema, ajustada de forma a reflectir uma remuneração zero da componente ouro (ver nota 23, “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”).

O alargamento da UE com a adesão da Bulgária e da Roménia e o ajustamento subsequente do total dos activos dos BCN e das ponderações destes na tabela para a repartição do capital subscrito do BCE (ver nota 15, “Capital e reservas”), bem como a transferência de activos de reserva por parte do Banka Slovenije, no contexto da adopção da moeda única pela Eslovénia, resultaram num aumento destas responsabilidades no montante de €259 568 376.

	Até 31 de Dezembro de 2006 €	A partir de 1 de Janeiro de 2007 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 419 101 951	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 761 707 508	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513 006 858	511 833 966
Bank of Greece	1 055 840 343	1 046 595 329
Banco de España	4 326 975 513	4 349 177 351
Banque de France	8 275 330 931	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 262 783 715	7 217 924 641
Banque centrale du Luxembourg	87 254 014	90 730 275
De Nederlandsche Bank	2 223 363 598	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 157 451 203	1 161 289 918
Banco de Portugal	982 331 062	987 203 002
Banka Slovenije	-	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 118 926	717 086 011
<b>Total</b>	<b>39 782 265 622</b>	<b>40 041 833 998</b>

1) Cada montante indicado foi arredondado para o euro mais próximo. Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

Os activos do Banka Slovenije foram fixados em €183 995 238 de forma a assegurar que o rácio entre este montante e os activos agregados dos restantes BCN que adoptaram o euro corresponda ao rácio entre a ponderação do Banka Slovenije na tabela para a repartição do capital subscrito do BCE e a ponderação agregada dos restantes BCN participantes. A diferença entre estes activos e o valor dos activos transferidos (ver notas 1, “Ouro e ouro a receber”, e 2, “Activos sobre não residentes na área do euro e residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira”) foi considerada como parte da contribuição do Banka Slovenije, devida nos termos do artigo 49.º–2 dos Estatutos do SEBC, para as reservas e provisões equivalentes às reservas do BCE em 31 de Dezembro de 2006 (ver notas 13, “Provisões”, e 14, “Contas de reavaliação”).

## 12 OUTRAS RESPONSABILIDADES

### DIFERENÇAS DE REAVALIAÇÃO DE INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

Esta rubrica é composta principalmente pelas variações resultantes da valorização dos *swaps* e operações cambiais a prazo em curso em 31 de Dezembro de 2007 (ver nota 21, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). As variações na valorização resultam da conversão dessas transacções para euros, às taxas de câmbio prevalentes à data do balanço, face aos valores em euros decorrentes da conversão das operações ao custo médio da respectiva moeda estrangeira (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e também a nota 6, “Outros activos”). Esta rubrica inclui igualmente as perdas de valorização das transacções a prazo de títulos e dos *swaps* de taxa de juro.

### ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS

Esta rubrica é essencialmente constituída por juros devidos aos BCN resultantes da remuneração dos activos de reserva transferidos (ver nota 11, “Responsabilidades intra-Eurosistema”), no montante de €1.4 mil milhões. Estão também incluídos neste saldo os juros devidos aos BCN relacionados com o TARGET/TARGET2, os acréscimos de custos relativos a instrumentos financeiros, incluindo a amortização de prémios de obrigações de cupão, e outros acréscimos e diferimentos.

### CONTAS DIVERSAS E DE REGULARIZAÇÃO

Esta rubrica consiste sobretudo em operações de venda com acordo de recompra por liquidar, no montante de €517 milhões, relacionadas com a gestão dos fundos próprios do BCE (ver nota 6, “Outros activos”), e em responsabilidades líquidas respeitantes às obrigações de reforma do BCE, como a seguir descrito.

## O PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE

Os montantes reconhecidos no balanço referentes à responsabilidade relativa 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:

	2007 (em milhões de €)	2006 (em milhões de €)
Valor presente das responsabilidades	285.8	258.5
Justo valor dos activos do fundo	(229.8)	(195.3)
Ganhos / (perdas) actuariais não reconhecidos	35.4	17.3
Responsabilidades reconhecidas no balanço	91.4	80.5

O valor presente das responsabilidades inclui obrigações não abrangidas pelo fundo de pensões, no montante de €36.8 milhões (€32.6 milhões, em 2006), relacionadas com as reformas dos membros da Comissão Executiva e com os benefícios por presumível incapacidade do pessoal.

Os montantes reconhecidos na conta de resultados de 2007 e de 2006 relativos às rubricas “Custo do serviço corrente”, “Custo dos juros” e “Rendimento esperado de activos do fundo” são os seguintes:

	2007 (em milhões de €)	2006 (em milhões de €)
Custo do serviço corrente	26.5	27.3
Custo dos juros	8.6	6.8
Rendimento esperado de activos do fundo	(7.9)	(6.7)
(Ganhos) / perdas actuariais reconhecidos no ano	0	0
Total incluído nos “Custos com pessoal”	27.2	27.4

De acordo com o método do “corredor” com limite de 10% (ver “O plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas), não foram reconhecidos quaisquer ganhos actuariais na conta de resultados de 2007.

As variações no valor presente das responsabilidades relativas às obrigações de benefícios definidos são as seguintes:

	2007 (em milhões de €)	2006 (em milhões de €)
Responsabilidades iniciais	258.5	223.5
Custo de serviço	26.5	27.3
Custos dos juros	8.6	6.8
Contribuições pagas pelos participantes no fundo	14.2	10.4
Outras variações líquidas nas responsabilidades que representam contribuições dos participantes no fundo	2.5	3.7
Benefícios pagos	(2.5)	(2.6)
(Ganhos)/perdas actuariais	(22.0)	(10.6)
Responsabilidades finais	285.8	258.5

As variações no justo valor dos activos do fundo são as seguintes:

	2007 (em milhões de €)	2006 (em milhões de €)
Justo valor inicial dos activos do fundo	195.3	161.2
Rendimento esperado	7.9	6.7
Ganhos/(perdas) actuariais	(4.0)	0.2
Contribuições pagas pelo empregador	16.2	15.4
Contribuições pagas pelos participantes no fundo	14.1	10.3
Benefícios pagos	(2.2)	(2.2)
Outras variações líquidas nos activos que representam contribuições dos participantes no fundo	2.5	3.7
Justo valor final dos activos do fundo	229.8	195.3

Nas avaliações efectuadas, os actuários utilizaram pressupostos 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. Para o cálculo dos montantes

a registar na conta de resultados, os actuários utilizaram a taxa esperada de rendimento dos activos do fundo.

	2007 %	2006 %
Taxa de desconto	5.30	4.60
Rendimento esperado de activos do fundo	6.50	6.00
Aumentos futuros de salários	2.00	2.00
Aumentos futuros de pensões de reforma	2.00	2.00

### 13 PROVISÕES

Tendo em consideração a grande exposição do BCE a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro e a dimensão das suas contas de reavaliação, o Conselho do BCE decidiu constituir, em 31 de Dezembro de 2005, uma provisão contra tais riscos. Esta provisão será utilizada para cobertura futura de perdas realizadas e não realizadas, em particular menos-valias não cobertas pelas contas de reavaliação. A dimensão e a necessidade de manutenção desta provisão são reavaliadas anualmente, com base na avaliação do BCE da sua exposição aos riscos atrás referidos. Essa avaliação tem em conta uma série de factores, incluindo em particular o nível de activos de risco detidos pelo BCE, o grau de concretização das exposições ao risco no exercício em causa, os resultados projectados para o ano seguinte e uma avaliação do risco envolvendo cálculos do valor-em-risco (*Value at risk – VaR*) para os activos de risco, que é aplicada de forma consistente ao longo do tempo<sup>10</sup>. A provisão, em conjunto com quaisquer outros montantes do fundo de reserva geral, não pode exceder o valor das participações no capital do BCE subscritas pelos BCN da área do euro.

Em 31 de Dezembro de 2006, a provisão para riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro ascendia a €2 371 395 162.

<sup>10</sup> Ver igualmente o capítulo 2 do Relatório Anual do BCE.

Nos termos do artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, o Banka Slovenije também contribuiu com o montante de €10 947 042 para a provisão, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007. Tendo em conta os resultados da sua avaliação, o Conselho do BCE decidiu transferir, em 31 de Dezembro de 2007, um montante adicional de €286 416 109 para essa provisão, que aumentou assim para €2 668 758 313 e, tal como em 2006, teve como efeito a redução do lucro líquido para exactamente zero.

Esta rubrica inclui igualmente 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 saldos de reavaliação decorrentes de ganhos não realizados em activos e passivos. Em conformidade com o artigo 49.º-2 dos Estatutos do SEBC, o Banka Slovenije contribuiu com um montante de €26 milhões para estes saldos, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007.

	2007 €	2006 €	Varição €
Ouro	5 830 485 388	4 861 575 989	968 909 399
Moeda estrangeira	0	701 959 896	(701 959 896)
Títulos	338 524 183	14 909 786	323 614 397
Total	6 169 009 571	5 578 445 671	590 563 900

As taxas de câmbio utilizadas na reavaliação de fim de exercício foram as seguintes:

Taxas de câmbio	2007	2006
Dólares dos Estados Unidos por euros	1.4721	1.3170
Ienes japoneses por euros	164.93	156.93
Euros por DSE	1.0740	1.1416
Euros por onça de ouro fino	568.236	482.688

## 15 CAPITAL E RESERVAS

### CAPITAL

#### (A) ALTERAÇÕES À TABELA DE REPARTIÇÃO DO CAPITAL SUBSCRITO DO BCE

Nos termos do artigo 29.º dos Estatutos do SEBC, as participações dos BCN no capital subscrito do BCE são ponderadas de acordo com as parcelas dos respectivos Estados-Membros no total da população e no PIB da UE, na mesma medida, com base nos dados transmitidos ao BCE pela Comissão Europeia. Essas ponderações são ajustadas de cinco em cinco anos e sempre que se verificam novas adesões à UE. Com base na Decisão 2003/517/CE do Conselho, de 15 de Julho de 2003, relativa aos dados estatísticos a utilizar com vista à adaptação da tabela de repartição para a subscrição do capital do BCE<sup>11</sup>, as participações dos BCN foram ajustadas, como a seguir descrito, em 1 de Janeiro de 2007, data em que a Bulgária e a Roménia se tornaram Estados-Membros da UE.

11 JO L 181, 19.07.2003, p. 43.

	De 1 de Maio de 2004 a 31 de Dezembro de 2006 %	A partir de 1 de Janeiro de 2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.5502	2.4708
Deutsche Bundesbank	21.1364	20.5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.9219	0.8885
Bank of Greece	1.8974	1.8168
Banco de España	7.7758	7.5498
Banque de France	14.8712	14.3875
Banca d'Italia	13.0516	12.5297
Banque centrale du Luxembourg	0.1568	0.1575
De Nederlandsche Bank	3.9955	3.8937
Oesterreichische Nationalbank	2.0800	2.0159
Banco de Portugal	1.7653	1.7137
Banka Slovenije	-	0.3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2887	1.2448
<b>Subtotal para os BCN da área do euro</b>	<b>71.4908</b>	<b>69.5092</b>
Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)	-	0.8833
Česká národní banka	1.4584	1.3880
Danmarks Nationalbank	1.5663	1.5138
Eesti Pank	0.1784	0.1703
Central Bank of Cyprus	0.1300	0.1249
Latvijas Banka	0.2978	0.2813
Lietuvos bankas	0.4425	0.4178
Magyar Nemzeti Bank	1.3884	1.3141
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0.0647	0.0622
Narodowy Bank Polski	5.1380	4.8748
Banca Națională a României	-	2.5188
Banka Slovenije	0.3345	-
Národná banka Slovenska	0.7147	0.6765
Sveriges Riksbank	2.4133	2.3313
Bank of England	14.3822	13.9337
<b>Subtotal para os BCN não participantes na área do euro</b>	<b>28.5092</b>	<b>30.4908</b>
<b>Total</b>	<b>100.0000</b>	<b>100.0000</b>

## (B) O CAPITAL DO BCE

Em conformidade com o artigo 49.º-3 dos Estatutos do SEBC, aditado pelo Tratado de Adesão, o capital subscrito do BCE aumenta automaticamente quando um novo Estado-Membro adere à UE e o respectivo BCN passa a fazer parte do SEBC. Este aumento é determinado pela multiplicação do montante

de capital subscrito (no caso, €5 565 milhões em 31 de Dezembro de 2006) pelo quociente, dentro da tabela de repartição do capital alargada, entre a ponderação atribuída aos BCN dos novos Estados-Membros e a ponderação atribuída aos BCN dos países então membros do SEBC. Por conseguinte, o capital subscrito do BCE aumentou para €5 761 milhões em 1 de Janeiro de 2007.

De acordo com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC e a legislação adoptada pelo Conselho do BCE em 30 de Dezembro de 2006<sup>12</sup>, o Banka Slovenije transferiu para o BCE, em 1 de Janeiro de 2007, um montante de €17 096 556, que representa o remanescente da sua subscrição de capital do BCE.

Aos BCN não participantes na área do euro é exigida a realização de 7% das respectivas participações no capital do BCE como contribuição para os custos operacionais do BCE. Por conseguinte, em 1 de Janeiro de 2007, o Българска народна банка (o banco central nacional da Bulgária) e o Banca Națională a României transferiram para o BCE o montante de €3 561 869 e €10 156 952, respectivamente. Tendo em conta estes montantes, a contribuição ascendeu a um total de €122 952 830 no final de 2007. Os BCN não participantes na área do euro não têm direito a qualquer participação nos lucros distribuíveis do BCE, incluindo os proveitos monetários decorrentes da repartição de notas de euro no Eurosistema, nem são obrigados a financiar quaisquer perdas incorridas pelo BCE.

O efeito combinado dos três desenvolvimentos atrás descritos traduziu-se num aumento do capital realizado do BCE de €4 089 277 550 em 31 de Dezembro de 2006 para €4 127 136 230 em 1 de Janeiro de 2007, como apresentado a seguir<sup>13</sup>:

12 Decisão BCE/2006/30, de 30 de Dezembro de 2006, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Banka Slovenije, JO L 24, 31.01.2007, p. 17.

13 Cada montante indicado foi arredondado para o euro mais próximo. Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.



	Capital subscrito até 31 de Dezembro de 2006 €	Capital realizado até 31 de Dezembro de 2006 €	Capital subscrito a partir de 1 de Janeiro de 2007 €	Capital realizado a partir de 1 de Janeiro de 2007 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141 910 195	141 910 195	142 334 200	142 334 200
Deutsche Bundesbank	1 176 170 751	1 176 170 751	1 182 149 240	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51 300 686	51 300 686	51 183 397	51 183 397
Bank of Greece	105 584 034	105 584 034	104 659 533	104 659 533
Banco de España	432 697 551	432 697 551	434 917 735	434 917 735
Banque de France	827 533 093	827 533 093	828 813 864	828 813 864
Banca d'Italia	726 278 371	726 278 371	721 792 464	721 792 464
Banque centrale du Luxembourg	8 725 401	8 725 401	9 073 028	9 073 028
De Nederlandsche Bank	222 336 360	222 336 360	224 302 523	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	115 745 120	115 745 120	116 128 992	116 128 992
Banco de Portugal	98 233 106	98 233 106	98 720 300	98 720 300
Banka Slovenije	-	-	18 399 524	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71 711 893	71 711 893	71 708 601	71 708 601
<b>Subtotal para os BCN da área do euro</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>4 004 183 400</b>
Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)	-	-	50 883 843	3 561 869
Česká národní banka	81 155 136	5 680 860	79 957 855	5 597 050
Danmarks Nationalbank	87 159 414	6 101 159	87 204 756	6 104 333
Eesti Pank	9 927 370	694 916	9 810 391	686 727
Central Bank of Cyprus	7 234 070	506 385	7 195 055	503 654
Latvijas Banka	16 571 585	1 160 011	16 204 715	1 134 330
Lietuvos bankas	24 623 661	1 723 656	24 068 006	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	77 259 868	5 408 191	75 700 733	5 299 051
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	3 600 341	252 024	3 583 126	250 819
Narodowy Bank Polski	285 912 706	20 013 889	280 820 283	19 657 420
Banca Națională a României	-	-	145 099 313	10 156 952
Banka Slovenije	18 613 819	1 302 967	-	-
Národná banka Slovenska	39 770 691	2 783 948	38 970 814	2 727 957
Sveriges Riksbank	134 292 163	9 400 451	134 298 089	9 400 866
Bank of England	800 321 860	56 022 530	802 672 024	56 187 042
<b>Subtotal para os BCN não participantes na área do euro</b>	<b>1 586 442 685</b>	<b>111 050 988</b>	<b>1 756 469 003</b>	<b>122 952 830</b>
<b>Total</b>	<b>5 564 669 247</b>	<b>4 089 277 550</b>	<b>5 760 652 403</b>	<b>4 127 136 230</b>

## 16 ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

### ENTRADA DE CHIPRE E MALTA NA ÁREA DO EURO

Ao abrigo da Decisão 2007/503/CE do Conselho, de 10 de Julho de 2007, tomada em conformidade com o n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, Chipre e Malta adoptaram a moeda única em 1 de Janeiro de 2008. De acordo com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC e a legislação adoptada pelo Conselho do BCE em 31 de Dezembro de 2007<sup>14</sup>, o Central Bank of Cyprus e o Bank Ċentrali ta'

14 Decisão BCE/2007/22, de 31 de Dezembro de 2007, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do BCE pelo Central Bank of Cyprus e pelo Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO L 28, 01.02.2008, p. 36; Acordo, de 31 de Dezembro de 2007, entre o Banco Central Europeu e o Central Bank of Cyprus relativo ao crédito atribuído ao Central Bank of Cyprus pelo Banco Central Europeu nos termos do artigo 30.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, JO C 29, 01.02.2008, p.4; Acordo, de 31 de Dezembro de 2007, entre o Banco Central Europeu e o Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relativo ao crédito atribuído ao Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta pelo Banco Central Europeu nos termos do artigo 30.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, JO C 29, 01.02.2008, p. 6.

Malta/Central Bank of Malta transferiram para o BCE, em 1 de Janeiro de 2008, os montantes de €6 691 401 e €3 332 307, respectivamente, que representam o remanescente da sua subscrição de capital do BCE. Nos termos do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC, os dois bancos centrais transferiram para o BCE activos de reserva num valor total equivalente a €109 953 752, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2008. O montante total transferido foi determinado pela multiplicação do valor em euros, à taxa de câmbio prevalecente em 31 de Dezembro de 2007, dos activos de reserva já transferidos para o BCE, pelo rácio entre as participações subscritas pelos dois bancos centrais e as participações já realizadas pelos outros BCN sem derrogação. Esses activos de reserva incluíam montantes em dólares dos Estados Unidos, sob a forma de numerário, e ouro, numa proporção de, respectivamente, 85% e 15%.

Ao Central Bank of Cyprus e ao Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta foram creditados activos, relacionados com o capital realizado e com os activos de reserva, equivalentes aos montantes transferidos. Estes últimos serão tratados de forma idêntica aos activos existentes dos outros BCN participantes (ver nota 11, "Responsabilidades intra-Eurosistema").

## INSTRUMENTOS EXTRAPATRIMONIAIS

### 17 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, o valor das operações reversíveis por liquidar em 31 de Dezembro de 2007 ascendia a €3.0 mil milhões (€2.2 mil milhões, em 2006) (ver "Operações reversíveis", nas notas sobre as políticas contabilísticas).

### 18 FUTUROS DE TAXAS DE JURO

Em 2007, foram utilizados futuros de taxas de juro em moeda estrangeira no âmbito da gestão dos activos de reserva e dos fundos próprios do BCE. Em 31 de Dezembro de 2007, encontravam-se por liquidar as seguintes transacções:

Futuros de taxas de juro em moeda estrangeira	Valor contratual €
Aquisições	5 932 333 678
Vendas	2 105 780 978

Futuros de taxas de juro em euros	Valor contratual €
Aquisições	25 000 000
Vendas	190 600 000

### 19 SWAPS DE TAXA DE JURO

Em 31 de Dezembro de 2007, encontravam-se por liquidar *swaps* de taxa de juro com um valor contratual de €13 milhões. Estas transacções foram realizadas no âmbito da gestão dos activos de reserva do BCE.

### 20 OPERAÇÕES A PRAZO DE TÍTULOS

Encontravam-se por liquidar, em 31 de Dezembro de 2007, aquisições a prazo de títulos no montante de €113 milhões e vendas a prazo de títulos no montante de €9 milhões. Estas transacções foram realizadas no âmbito da gestão dos activos de reserva do BCE.

### 21 SWAPS E OPERAÇÕES CAMBIAIS A PRAZO

Em 31 de Dezembro de 2007, encontravam-se por liquidar activos no valor de €794 milhões e passivos no valor de €797 milhões, decorrentes de *swaps* e operações cambiais a prazo. Estas transacções foram realizadas no âmbito da gestão dos activos de reserva do BCE.

Além disso, na mesma data encontravam-se por liquidar activos a prazo sobre BCN e responsabilidades para com o Sistema da Reserva

Federal dos Estados Unidos, relacionados com a *US dollar Term Auction Facility* (facilidade de leilão a prazo em dólares dos Estados Unidos) disponibilizada pelo Sistema da Reserva Federal (ver nota 9, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”).

## 22 PROCESSOS PENDENTES

A empresa Document Security Systems Inc. (DSSI) intentou uma acção de indemnização contra o BCE junto do Tribunal de Primeira Instância das Comunidades Europeias (TPICE) pela alegada violação, por parte do BCE, dos direitos conferidos por uma patente europeia da DSSI<sup>15</sup> na produção de notas de euro. O TPICE julgou improcedente a acção de indemnização intentada contra o BCE<sup>16</sup>. O BCE tem presentemente pendentes acções de revogação da referida patente em diversas jurisdições nacionais. Além disso, tendo a firme convicção de que não violou a patente, o BCE irá também contestar qualquer acção por incumprimento que possa ser intentada pela DSSI junto dos tribunais nacionais competentes.

15 Patente Europeia n.º 0455 750 B1 da DSSI.

16 Despacho do Tribunal de Primeira Instância de 5 de Setembro de 2007, Processo T-295/05. Disponível em [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

## NOTAS À CONTA DE RESULTADOS

### 23 RESULTADO LÍQUIDO DE JUROS E DE CUSTOS E PROVEITOS EQUIPARADOS

#### JUROS E OUTROS PROVEITOS EQUIPARADOS DE ACTIVOS DE RESERVA

Esta rubrica inclui proveitos de juros, líquidos de custos de juros, relacionados com os activos e passivos denominados em moeda estrangeira, como apresentado a seguir:

	2007 €	2006 €	Variação €
Juros relativos a depósitos à ordem	24 052 321	15 399 229	8 653 092
Juros decorrentes de aplicações no mercado monetário	196 784 561	195 694 549	1 090 012
Juros de operações de compra com acordo de revenda	138 079 630	201 042 718	(62 963 088)
Juros líquidos em investimentos em títulos	1 036 836 752	934 077 489	102 759 263
Juros líquidos de operações a prazo e de <i>swap</i> em moeda estrangeira	19 766 033	3 853 216	15 912 817
<b>Total de juros (activos)</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>1 350 067 201</b>	<b>65 452 096</b>
Juros e custos equiparados relativos a depósitos à ordem	(154 041)	(225 549)	71 508
Juros de acordos de recompra	(60 476 997)	(31 598 416)	(28 878 581)
Custos líquidos de <i>swaps</i> de taxa de juro	(891)	0	(891)
<b>Juros (líquidos) sobre activos de reserva</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>1 318 243 236</b>	<b>36 644 132</b>

#### JUROS DA REPARTIÇÃO DAS NOTAS DE EURO NO EUROSISTEMA

Esta rubrica consiste nas receitas do BCE referentes à sua participação no total de notas de euro emitidas. Os juros dos activos do BCE

relativos à sua participação no total de notas de euro são remunerados à última taxa marginal disponível para as operações principais de refinanciamento do Eurosistema. O aumento dos juros em 2007 reflectiu tanto o aumento geral do montante de notas de euro em circulação como os aumentos da taxa do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento. Estes proveitos são distribuídos aos BCN, tal como descrito em “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas.

Com base na estimativa dos resultados financeiros do BCE para o exercício de 2007, o Conselho do BCE decidiu não proceder à distribuição da totalidade destes proveitos.

#### REMUNERAÇÃO DOS ACTIVOS DOS BCN RELACIONADOS COM OS ACTIVOS DE RESERVA TRANSFERIDOS

A remuneração paga aos BCN da área do euro pelos seus activos sobre o BCE relacionados com activos de reserva transferidos ao abrigo do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC é apresentada nesta rubrica.

#### OUTROS JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS E OUTROS JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS

Nestas rubricas estão incluídos juros e outros proveitos equiparados no montante de €3.9 mil milhões (€2.5 mil milhões, em 2006) e custos no valor de €3.8 mil milhões (€2.4 mil milhões, em 2006) relativos a saldos relacionados com o TARGET/TARGET2. Os resultados referentes a outros activos e passivos denominados em euros são igualmente aqui apresentados.

### 24 RESULTADOS REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

Os resultados líquidos realizados em operações financeiras em 2007 foram os seguintes:

	2007 €	2006 €	Varição €
Ganhos/(perdas) realizados líquidos relativos a títulos e futuros de taxa de juro	69 252 941	(103 679 801)	172 932 742
Ganhos realizados líquidos relativos a câmbios e ao preço do ouro	709 294 272	579 060 509	130 233 763
Ganhos realizados em operações financeiras	778 547 213	475 380 708	303 166 505

## 25 PREJUÍZOS NÃO REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

	2007 €	2006 €	Varição €
Perdas não realizadas relativas a títulos	(15 864 181)	(73 609 623)	57 745 442
Perdas não realizadas relativas a <i>swaps</i> de taxa de juro	(18 899)	0	(18 899)
Perdas cambiais não realizadas	(2 518 369 734)	(644 857 885)	(1 873 511 849)
Total de prejuízos não realizados	(2 534 252 814)	(718 467 508)	(1 815 785 306)

As perdas cambiais devem-se principalmente a prejuízos não realizados relacionados com a diferença entre o custo médio de aquisição de dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses detidos pelo BCE e a respectiva taxa de câmbio no fim do exercício, no seguimento da depreciação destas moedas face ao euro ao longo do ano.

## 26 RESULTADO LÍQUIDO DE COMISSÕES E DE OUTROS CUSTOS E PROVEITOS BANCÁRIOS

	2007 €	2006 €	Varição €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	263 440	338 198	(74 758)
Comissões pagas e outros custos bancários	(885 131)	(884 678)	(453)
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	(621 691)	(546 480)	(75 211)

Os proveitos registados nesta rubrica incluem sanções impostas às instituições de crédito pelo não cumprimento dos requisitos de reservas mínimas. Os custos dizem respeito a comissões a pagar relativamente a depósitos à ordem e a transacções de futuros de taxas de juro em moeda estrangeira (ver nota 18, “Futuros de taxas de juro”).

## 27 RENDIMENTO DE ACÇÕES E PARTICIPAÇÕES

Os dividendos recebidos relativos a acções do Banco de Pagamentos Internacionais (ver nota 6, “Outros activos”) são registados nesta rubrica.

## 28 OUTROS PROVEITOS E GANHOS

Os outros proveitos diversos do exercício derivam principalmente das contribuições de outros bancos centrais para o custo de um contrato de serviços mantido centralmente pelo BCE com um fornecedor externo de uma rede de tecnologias de informação.

## 29 CUSTOS COM PESSOAL

Esta rubrica inclui remunerações, subsídios, custos com seguros e outros custos diversos no valor de €141.7 milhões (€133.4 milhões, em 2006). Os custos com pessoal, no montante de €1.1 milhões (€1.0 milhões, em 2006), relacionados com a construção da nova sede do BCE foram capitalizados e excluídos desta rubrica. As remunerações e subsídios, incluindo os emolumentos dos órgãos de gestão, são, na essência, baseados e comparáveis com os esquemas de remuneração praticados nas Comunidades Europeias.

Os membros da Comissão Executiva recebem um vencimento base e subsídios adicionais de residência e de representação. Ao Presidente do BCE é disponibilizada uma residência oficial, propriedade do BCE, em lugar de um subsídio de residência. Em conformidade com as condições de emprego do pessoal do Banco

Central Europeu, os membros da Comissão Executiva têm direito a abono de lar, abono por filho a cargo e abono escolar, dependendo das respectivas circunstâncias pessoais. Os vencimentos base estão sujeitos a um imposto, que reverte em benefício das Comunidades Europeias, bem como a deduções relativas a contribuições para o plano de pensões e para os seguros de saúde e de acidentes. Os subsídios ou abonos não são tributáveis nem pensionáveis. Os sistemas de pensões para os membros da Comissão Executiva são descritos no “Plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas.

Os vencimentos base auferidos pelos membros da Comissão Executiva no decurso do ano foram os seguintes:

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	345 252	338 472
Lucas D. Papademos (Vice-Presidente)	295 920	290 112
Gertrude Tumpel-Gugerell (Membro da Comissão Executiva)	246 588	241 752
José Manuel González-Páramo (Membro da Comissão Executiva)	246 588	241 752
Lorenzo Bini Smaghi (Membro da Comissão Executiva)	246 588	241 752
<i>Otmar Issing (Membro da Comissão Executiva até Maio de 2006)</i>	-	100 730
Jürgen Stark (Membro da Comissão Executiva desde Junho de 2006)	246 588	141 022
Total	1 627 524	1 595 592

Os subsídios ou abonos pagos aos membros da Comissão Executiva e os respectivos benefícios decorrentes das contribuições do BCE para os seguros de saúde e de acidentes totalizaram €579 842 (€557 421, em 2006), traduzindo-se num total de emolumentos que ascende a €2 207 366 (€2 153 013, em 2006).

São efectuados pagamentos, a título transitório, a ex-membros da Comissão Executiva durante um certo período após o termo do seu mandato.

Em 2007, estes pagamentos e as contribuições do BCE para os seguros de saúde e de acidentes de ex-membros totalizaram €52 020 (€292 280, em 2006). Os pagamentos de pensões, incluindo subsídios relacionados, efectuados a ex-membros da Comissão Executiva ou aos seus descendentes e as contribuições para os seguros de saúde e de acidentes ascenderam a €249 902 (€121 953, em 2006).

Inclui-se igualmente nesta rubrica um montante de €27.2 milhões (€27.4 milhões, em 2006) reconhecidos em relação ao plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE (ver nota 12, “Outras responsabilidades”).

No final de 2007, o número efectivo, em equivalente a tempo inteiro, de pessoas com contratos permanentes e a termo correspondia a 1 375<sup>17</sup>, incluindo 149 com funções de gestão. No que se refere a alterações no número de pessoas empregadas ao longo de 2007, há a registar:

	2007	2006
Em 1 de Janeiro	1 342	1 338
Novos membros <sup>1)</sup>	82	54
Demissões/fim de contrato <sup>2)</sup>	49	50
Em 31 de Dezembro	1 375	1 342
Média de pessoal empregado	1 366	1 337

1) Esta rubrica também inclui os efeitos de mudanças de trabalho a tempo parcial para trabalho a tempo inteiro.  
2) Esta rubrica também inclui os efeitos de mudanças de trabalho a tempo inteiro para trabalho a tempo parcial.

O número de pessoas ao serviço do BCE em 31 de Dezembro de 2007 inclui o equivalente a 79 funcionários a tempo inteiro (63, em 2006) em licença sem vencimento e parental e 21 em licença de parto (10, em 2006). Além disso, em 31 de Dezembro de 2007, o BCE tinha ao seu serviço, com contratos a curto prazo para substituição de pessoal em licença sem

17 Até 2006, esta nota indicava o equivalente a tempo inteiro de todas as obrigações contratuais permanentes e a termo. A partir de 2007, decidiu-se disponibilizar o número efectivo, em equivalente a tempo inteiro, de pessoas com contratos permanentes e a termo, por se considerar que esta indicação é mais relevante para os utilizadores das demonstrações financeiras. Os valores referentes a 2006 foram ajustados em conformidade.



vencimento, parental ou de parto, o equivalente a 71 funcionários a tempo inteiro (70, em 2006).

O BCE também proporciona aos funcionários de outros bancos centrais do SEBC a oportunidade de aceitarem comissões de serviço temporário no BCE, sendo os custos relacionados incluídos nesta rubrica. Em 31 de Dezembro de 2007, o número de pessoas a participar neste programa ascendia a 76 (61, em 2006).

### **30 CUSTOS ADMINISTRATIVOS**

Esta rubrica inclui todos os outros custos correntes, nomeadamente rendas e manutenção das instalações, bens e equipamento não capitalizáveis, honorários e outros serviços e fornecimentos, bem como despesas relacionadas com o recrutamento, mudança, instalação, formação profissional e reafecção de pessoal.

### **31 CUSTOS DE PRODUÇÃO DE NOTAS**

Estes custos estão relacionados com as despesas decorrentes da transferência de notas de euro entre BCN para fazerem face a flutuações inesperadas da procura e foram suportados a nível central pelo BCE.



## Independent auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

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 independente**

Ao Presidente e ao Conselho  
do Banco Central Europeu  
Frankfurt am Main

Auditámos as contas anuais do Banco Central Europeu, que incluem o balanço em 31 de Dezembro de 2007, a conta de resultados do exercício findo na mesma data e um resumo das políticas contabilísticas relevantes e outras notas explicativas.

### *A responsabilidade da Comissão Executiva do Banco Central Europeu pelas contas anuais*

A Comissão Executiva é responsável pela preparação e apresentação apropriada destas contas anuais em conformidade com os princípios definidos pelo Conselho do BCE e estabelecidos na Decisão BCE/2006/17 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu, com as alterações que lhe foram introduzidas. Esta atribuição inclui: a concepção, implementação e manutenção do controlo interno relevante para a preparação e a apresentação apropriada das contas anuais, sem distorções materialmente relevantes, quer devido a fraude quer a erro, a selecção e aplicação das políticas contabilísticas adequadas e a elaboração de estimativas das contas que, nas circunstâncias, sejam razoáveis.

### *Responsabilidade do auditor*

A nossa responsabilidade consiste na emissão de um parecer sobre as contas anuais baseado na auditoria por nós efectuada. A nossa auditoria foi conduzida de acordo com as normas internacionais de auditoria. Estas normas exigem que satisfaçamos os requisitos éticos e planeemos e executemos a auditoria por forma a obtermos um grau de segurança razoável sobre se as referidas contas anuais contêm, ou não contêm, distorções materialmente relevantes.

Uma auditoria envolve a execução de procedimentos com vista a obter as evidências que suportam os valores e informações constantes nas contas anuais. Os procedimentos seleccionados dependem do que o auditor considerar como adequado, incluindo a avaliação dos riscos de distorção material das contas anuais, quer devido a fraude quer a erro. Na avaliação destes riscos, o auditor tem em conta o controlo interno relevante para a preparação e a apresentação apropriada das contas anuais da entidade por forma a seleccionar procedimentos de auditoria adequados às circunstâncias, mas não com o objectivo de expressar um parecer relativo à eficácia do controlo interno da entidade. Uma auditoria inclui igualmente uma apreciação das políticas contabilísticas utilizadas e a razoabilidade das estimativas das contas efectuadas pela gestão, bem como a apreciação da apresentação geral das contas anuais.

Em nosso entender, as evidências de auditoria que obtivemos constituem uma base suficiente e adequada para a emissão do nosso parecer.

### *Parecer*

Em nossa opinião, as contas anuais, elaboradas de acordo com os princípios contabilísticos definidos pelo Conselho do BCE e estabelecidos na Decisão BCE/2006/17 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu, com as alterações que lhe foram introduzidas, apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira do Banco Central Europeu em 31 de Dezembro de 2007 e dos resultados do exercício findo nessa data.

Frankfurt am Main, 26 de Fevereiro de 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## NOTA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DOS PROVEITOS/ REPARTIÇÃO DOS PREJUÍZOS

*Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para o exercício de 2007.*

### PROVEITOS RELACIONADOS COM A PARTICIPAÇÃO DO BCE NO TOTAL DE NOTAS DE EURO EM CIRCULAÇÃO

Em 2006, na sequência de uma decisão do Conselho do BCE, os proveitos no valor de €1 319 milhões obtidos pela participação do BCE no total de notas de euro em circulação foram retidos para assegurar que a distribuição total dos lucros do BCE relativos ao exercício não excedesse o resultado líquido para esse exercício. Pelos mesmos motivos, em 2007 não foi distribuído o montante de €2 004 milhões. Ambos os montantes representaram a totalidade dos proveitos obtidos pela participação do BCE no total das notas de euro em circulação nos exercícios 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>18</sup>.

Em 2007, o financiamento, no valor de €286 milhões, da provisão para fazer face a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro teve como efeito a redução do resultado líquido para exactamente zero. Consequentemente, tal como em 2005 e 2006, 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.

<sup>18</sup> Nos termos do artigo 32.º-5 dos Estatutos do SEBC, o total dos proveitos monetários dos BCN participantes será repartido entre os mesmos proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE.





## 5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007

(MILHÕES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2007 <sup>1</sup>	31 DE DEZEMBRO DE 2006
<b>1 Ouro e ouro a receber</b>	<b>201 545</b>	<b>176 768</b>
<b>2 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>135 133</b>	<b>142 288</b>
2.1 Fundo Monetário Internacional	9 058	10 658
2.2 Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos	126 075	131 630
<b>3 Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira</b>	<b>41 973</b>	<b>23 404</b>
<b>4 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>13 835</b>	<b>12 292</b>
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	13 835	12 292
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>637 175</b>	<b>450 541</b>
5.1 Operações principais de refinanciamento	368 606	330 453
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	268 476	120 000
5.3 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
5.4 Operações reversíveis estruturais	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	91	88
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	2	0
<b>6 Outros activos para com instituições de crédito da área do euro denominados em euros</b>	<b>23 898</b>	<b>11 036</b>
<b>7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros</b>	<b>96 044</b>	<b>77 614</b>
<b>8 Crédito à Administração Pública denominado em euros</b>	<b>37 063</b>	<b>39 359</b>
<b>9 Outros activos</b>	<b>321 315</b>	<b>216 728</b>
<b>Total do activo</b>	<b>1 507 981</b>	<b>1 150 030</b>

Os totais e subtotais podem não corresponder devido a arredondamentos.

<sup>1</sup> Os valores consolidados em 31 de Dezembro de 2007 também incluem o Banka Slovenije, que é membro do Eurosistema desde 1 de Janeiro de 2007.

PASSIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2007	31 DE DEZEMBRO DE 2006
<b>1 Notas em circulação</b>	<b>676 678</b>	<b>628 238</b>
<b>2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária denominadas em euros</b>	<b>379 181</b>	<b>174 051</b>
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	267 335	173 482
2.2 Facilidade permanente de depósito	8 831	567
2.3 Depósitos a prazo	101 580	0
2.4 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
2.5 Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	1 435	2
<b>3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro denominadas em euros</b>	<b>126</b>	<b>65</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>46 183</b>	<b>53 374</b>
5.1 Administração Pública	38 116	45 166
5.2 Outras responsabilidades	8 067	8 208
<b>6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros</b>	<b>45 095</b>	<b>16 614</b>
<b>7 Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>2 490</b>	<b>89</b>
<b>8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira</b>	<b>15 552</b>	<b>12 621</b>
8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	15 552	12 621
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>5 278</b>	<b>5 582</b>
<b>10 Outras responsabilidades</b>	<b>123 174</b>	<b>71 352</b>
<b>11 Contas de reavaliação</b>	<b>147 122</b>	<b>121 887</b>
<b>12 Capital e reservas</b>	<b>67 102</b>	<b>66 157</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>1 507 981</b>	<b>1 150 030</b>



# ANEXOS

## INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte apresenta uma lista dos instrumentos jurídicos que foram adoptados pelo BCE em 2007 e no início de 2008 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/2007/1	Decisão do Banco Central Europeu, de 17 de Abril de 2007, que aprova disposições de aplicação relativas à protecção de dados no Banco Central Europeu	JO L 116 de 4.5.2007, p. 64
BCE/2007/2	Orientação do Banco Central Europeu, de 26 de Abril de 2007, relativa a um sistema de transferências automáticas transeuropeias de liquidação por bruto em tempo real (TARGET2)	JO L 237 de 8.9.2007, p. 1
BCE/2007/3	Orientação do Banco Central Europeu, de 31 de Maio de 2007, que altera a Orientação BCE/2004/15 relativa aos requisitos de reporte estatístico do Banco Central Europeu no domínio das estatísticas de balança de pagamentos e posição de investimento internacional, e do modelo de reservas internacionais	JO L 159 de 20.6.2007, p. 48
BCE/2007/4	Recomendação do Banco Central Europeu, de 31 de Maio de 2007, que altera a Recomendação BCE/2004/16 relativa aos requisitos de reporte estatístico do Banco Central Europeu no domínio das estatísticas de balança de pagamentos e posição de investimento internacional, e do modelo de reservas internacionais	JO C 136 de 20.6.2007, p. 6
BCE/2007/5	Decisão do Banco Central Europeu, de 3 de Julho de 2007, que aprova o regime de aquisições	JO L 184 de 14.7.2007, p. 34
BCE/2007/6	Orientação do Banco Central Europeu, de 20 de Julho de 2007, que altera a Orientação BCE/2006/28 relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais e à documentação legal para as operações envolvendo os referidos activos	JO L 196 de 28.7.2007, p. 46
BCE/2007/7	Decisão do Banco Central Europeu, de 24 de Julho de 2007, relativa aos termos e condições do TARGET2-BCE	JO L 237 de 8.9.2007, p. 71
BCE/2007/8	Regulamento do Banco Central Europeu, de 27 de Julho de 2007, relativo às estatísticas de activos e passivos de fundos de investimento	JO L 211 de 11.8.2007, p. 8

<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Referência do JO</b>
BCE/2007/9	Orientação do Banco Central Europeu, de 1 de Agosto de 2007, relativa às estatísticas monetárias e de instituições e mercados financeiros (reformulação)	JO L 341 de 27.12.2007, p.1
BCE/2007/10	Orientação do Banco Central Europeu, de 20 de Setembro de 2007, que altera os anexos I e II da Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	JO L 284 de 30.10.2007, p. 34
BCE/2007/11	Regulamento do Banco Central Europeu, de 9 de Novembro de 2007, relativo às disposições transitórias referentes à aplicação das reservas mínimas pelo Banco Central Europeu na sequência da introdução do euro em Chipre e Malta	JO L 300 de 17.11.2007, p. 44
BCE/2007/12	Recomendação do Banco Central Europeu, de 15 de Novembro de 2007, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Central Bank of Cyprus	JO C 277 de 20.11.2007, p. 1
BCE/2007/13	Orientação do Banco Central Europeu, de 15 de Novembro de 2007, 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 311 de 29.11.2007, p. 47
BCE/2007/14	Orientação do Banco Central Europeu, de 15 de Novembro de 2007, que altera a Orientação BCE/2005/5 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 311 de 29.11.2007, p. 49
BCE/2007/15	Decisão do Banco Central Europeu, de 22 de Novembro de 2007, que altera a Decisão BCE/2001/16 relativa à repartição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes a partir do exercício de 2002	JO L 333 de 19.12.2007, p. 86
BCE/2007/16	Decisão do Banco Central Europeu, de 23 de Novembro de 2007, relativa à aprovação do limite de emissão de moeda metálica em 2008	JO L 317 de 5.12.2007, p. 81
BCE/2007/17	Recomendação do Banco Central Europeu, de 29 de Novembro de 2007, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	JO C 304 de 15.12.2007, p.1
BCE/2007/18	Regulamento do Banco Central Europeu, de 29 de Novembro de 2007, que altera o Regulamento BCE/2001/13 relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias	JO L 330 de 15.12.2007, p.20



<b>Número</b>	<b>Título</b>	<b>Referência do JO</b>
BCE/2007/19	Decisão do Banco Central Europeu, de 7 de Dezembro de 2007, que altera a Decisão BCE/2001/15, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à emissão de notas de euro	JO L 1 de 4.1.2008, p. 7
BCE/2007/20	Orientação do Banco Central Europeu, de 17 de Dezembro de 2007, que altera a Orientação BCE/2006/16 relativa ao enquadramento jurídico dos processos contabilísticos e da prestação de informação financeira no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais	JO L 42 de 16.2.2008, p. 85
BCE/2007/21	Decisão do Banco Central Europeu, de 17 de Dezembro de 2007, que altera a Decisão BCE/2006/17 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu	JO L 42 de 16.2.2008, p. 83
BCE/2007/22	Decisão do Banco Central Europeu, de 31 de Dezembro de 2007, relativa à realização do capital, à transferência de activos de reserva e à contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Central Bank of Cyprus e pelo Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	JO L 28 de 1.2.2008, p. 36
BCE/2008/1	Recomendação do Banco Central Europeu, de 28 de Janeiro de 2008, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação do auditor externo do Suomen Pankki	JO C 29 de 1.2.2008, p. 1

## PARECERES ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte apresenta uma lista dos pareceres adoptados pelo BCE em 2007 e no início de 2008, 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/2007/1	Chipre	Regime jurídico para a adopção do euro e para a facilitação da passagem para o euro fiduciário
CON/2007/2	Hungria	Estabelecimento de um sistema de reporte directo de estatísticas da balança de pagamentos
CON/2007/3	Irlanda	Valores mobiliários com cobertura de activos
CON/2007/5	Eslovénia	Emissão de moedas de euro comemorativas e de colecção
CON/2007/6	Alemanha	Alteração dos Estatutos do Deutsche Bundesbank relativa ao número e designação dos membros da respectiva Comissão Executiva
CON/2007/7	Países Baixos	Supervisão dos serviços de compensação e liquidação
CON/2007/8	República Checa	Determinadas funções do Česká národní banka em matéria de protecção do consumidor
CON/2007/10	Hungria	Alterações à lei relativa à prevenção e luta contra o branqueamento de capitais no que se refere aos regimes sancionatório e de supervisão e ao âmbito da sua aplicação ao banco central nacional
CON/2007/12	Letónia	Instrumentos de política monetária e sistema de liquidação de valores mobiliários do Latvijas Banka
CON/2007/13	Grécia	Alterações aos estatutos do Bank of Greece para os adaptar ao desenvolvimento do quadro de activos de garantia do Eurosistema e salvaguardar o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos
CON/2007/14	Hungria	Alterações aos estatutos do Magyar Nemzeti Bank respeitantes à sua estrutura e governo
CON/2007/15	Grécia	Supervisão de instituições financeiras e de crédito e activos elegíveis como garantia para operações de política monetária
CON/2007/16	Malta	Cálculo das reservas mínimas obrigatórias e procedimentos afins

<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.

<b>Número<sup>2</sup></b>	<b>Origem</b>	<b>Assunto</b>
CON/2007/17	Itália	Regulamentação e supervisão dos mercados e funcionamento das autoridades independentes responsáveis
CON/2007/18	Eslovénia	Alterações à lei relativa às operações de pagamento no que se refere ao acesso a dados do registo de contas de operações
CON/2007/21	Alemanha	Introdução de um novo quadro regulamentar e de supervisão com vista à melhoria da competitividade internacional do sector dos fundos de investimento, harmonizando a lei com a Directiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de Dezembro de 1985, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM)
CON/2007/22	Roménia	Regime de reservas mínimas
CON/2007/23	Roménia	Regulamentação das instituições financeiras não pertencentes ao sector bancário pelo banco central
CON/2007/24	Roménia	Reporte estatístico dos activos e passivos registados no balanço das instituições financeiras não bancárias
CON/2007/25	Espanha	Alterações à legislação sobre os sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários no âmbito dos preparativos para o TARGET2
CON/2007/26	Polónia	Alterações relativas ao modelo de governação, supervisão e financiamento do sistema de protecção dos depósitos, em especial no que se refere à participação do Narodowy Bank Polski
CON/2007/27	Roménia	Superintendência, por parte do Banca Națională a României, dos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários e sobre instrumentos de pagamento
CON/2007/28	Polónia	Regras para a escolha e embalamento de notas e moedas
CON/2007/29	Portugal	Estabelecimento de um regime de protecção dos consumidores no âmbito da supervisão prudencial do Banco de Portugal
CON/2007/31	Polónia	Reforma da supervisão financeira, nomeadamente no que respeita ao Narodowy Bank Polski
CON/2007/32	Alemanha	Modernização da estrutura de supervisão da Autoridade de Supervisão Financeira Federal (BaFin)
CON/2007/33	Áustria	Reforma da supervisão financeira
CON/2007/34	Polónia	Alterações ao regime de reservas mínimas no que respeita à cisão de bancos

Número <sup>2</sup>	Origem	Assunto
CON/2007/36	Eslovénia	Novas funções do Banka Slovenije em matéria de prevenção do branqueamento de capitais
CON/2007/37	Bélgica	Aplicação da abolição dos títulos ao portador no que respeita às acções emitidas pelo Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2007/38	Eslovénia	Supervisão das operações cambiais em numerário
CON/2007/39	Chipre	Âmbito da protecção da moeda com curso legal face à contrafacção e a outras actividades ilícitas
CON/2007/40	Bulgária	Introdução de um regime de licenciamento para as entidades prestadoras de serviços de envio de fundos
CON/2007/41	Alemanha	Disposições relativas à prestação de informação em matéria de pagamentos e investimento directo em territórios económicos nacionais e estrangeiros no âmbito da criação da Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA)
CON/2007/43	Eslováquia	Quadro jurídico de preparação para a adopção do euro
CON/2008/1	Chipre	Controlo da reprodução de notas e moedas de euro em Chipre
CON/2008/2	República Checa	Repartição de competências entre o Česká národní banka e o Ministério das Finanças para a elaboração e apresentação ao Governo de certos projectos de disposições legais
CON/2008/3	Alemanha	Legislação em matéria de moeda metálica
CON/2008/4	Suécia	Alterações aos Estatutos do Sveriges Riksbank no que respeita à duração do mandato dos membros da sua comissão executiva
CON/2008/5	Polónia	Alterações relativas à governação, supervisão e modo de financiamento do sistema de protecção dos depósitos, em especial no que se refere à participação do Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugal	Princípios, normas e estrutura do Sistema Estatístico Nacional e o papel do Banco de Portugal
CON/2008/7	Roménia	Alterações às leis dos cheques e das letras e livranças
CON/2008/8	França	Consequências para o respectivo regime monetário da alteração do estatuto de Saint-Martin e Saint-Barthélemy no quadro da lei francesa

**(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/2007/4	Conselho da UE	Introdução de um novo procedimento de comitologia em oito directivas do Plano de Acção para os Serviços Financeiros	JO C 39 de 23.2.2007, p. 1
CON/2007/9	Conselho da UE	Regulamento sobre estatísticas relativas às ofertas de emprego na Comunidade	JO C 86 de 20.4.2007, p. 1
CON/2007/11	Conselho da UE	Identificação e designação das infra-estruturas críticas europeias	JO C 116 de 26.5.2007, p. 1
CON/2007/19	Conselho da UE	Introdução do euro em Chipre e em Malta e taxas de conversão do euro para a libra cipriota e a libra maltesa	JO C 160 de 13.7.2007, p. 1
CON/2007/20	Conselho da UE	Conferência Intergovernamental incumbida de elaborar um Tratado que altere os Tratados em vigor	JO C 160 de 13.7.2007, p. 2
CON/2007/30	Conselho da UE	Amostragem, substituição e ajustamento de qualidade no que se refere aos índices harmonizados de preços no consumidor	JO C 248 de 23.10.2007, p. 1
CON/2007/35	Conselho da UE	Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às estatísticas europeias	JO C 291 de 5.12.2007, p. 1
CON/2007/42	Conselho da UE	Autorização do transporte de contrafacções de notas e moedas entre autoridades nacionais competentes, bem como instituições e organismos da UE, como medida destinada à detecção de contrafacções	JO C 27 de 31.1.2008, p. 1

<sup>3</sup> Também publicados no *site* do BCE.

<sup>4</sup> As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

# **CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA <sup>1</sup>**

## **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.

## **2 DE MARÇO DE 2006**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 2.50%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 8 de Março de 2006. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 3.50% e 1.50%, respectivamente, ambas com efeitos a partir de 8 de Março de 2006.

## **6 DE ABRIL E 4 DE MAIO 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 2.50%, 3.50% e 1.50%, respectivamente.

## **8 DE JUNHO DE 2006**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 2.75%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 15 de Junho de 2006. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 3.75% e 1.75% respectivamente, ambas com efeitos a partir de 15 de Junho de 2006.

## **6 DE JULHO 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 2.75%, 3.75% e 1.75%, respectivamente.

## **3 DE AGOSTO DE 2006**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 3.0%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 9 de Agosto de 2006. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 4.0% e 2.0%, ambas com efeitos a partir de 9 de Agosto de 2006.

## **31 DE AGOSTO 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 3.0%, 4.0% e 2.0%, respectivamente.

## **5 DE OUTUBRO DE 2006**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 3.25%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 11 de Outubro de 2006. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos

<sup>1</sup> A cronologia das medidas de política monetária tomadas pelo Eurosistema entre 1999 e 2006 pode ser consultada nos Relatórios Anuais do BCE relativos aos respectivos anos.



base, fixando-as em 4.25% e 2.25%, ambas com efeitos a partir de 11 de Outubro de 2006.

#### **2 DE NOVEMBRO 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 3.25%, 4.25% e 2.25%, respectivamente.

#### **7 DE DEZEMBRO DE 2006**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 3.50%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 13 de Dezembro de 2006. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 4.50% e 2.50%, respectivamente, ambas com efeitos a partir de 13 de Dezembro de 2006.

#### **21 DE DEZEMBRO DE 2006**

O Conselho do BCE decide aumentar o montante de colocação para cada uma das operações de refinanciamento de prazo alargado a serem realizadas no ano de 2007 de €40 mil milhões para €50 mil milhões. Este aumento tem em consideração os seguintes aspectos: as necessidades de liquidez do sistema bancário da área do euro registaram um forte crescimento nos últimos anos, prevendo-se que aumentem, de novo, em 2007. Por conseguinte, o Eurosistema decidiu aumentar ligeiramente a percentagem das necessidades de liquidez satisfeitas pelas operações de refinanciamento de prazo alargado. No entanto, o Eurosistema continuará a disponibilizar a maior parte da liquidez através das suas operações principais de refinanciamento. O Conselho do BCE

pode decidir ajustar o montante de colocação, novamente, no início de 2008.

#### **11 DE JANEIRO E 8 DE FEVEREIRO DE 2007**

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 3.50%, 4.50% e 2.50%, respectivamente.

#### **8 DE MARÇO DE 2007**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 3.75%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 14 de Março de 2007. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 4.75% e 2.75%, ambas com efeitos a partir de 14 de Março de 2007.

#### **12 DE ABRIL E 10 DE MAIO DE 2007**

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 3.75%, 4.75% e 2.75%, respectivamente.

#### **6 DE JUNHO DE 2007**

O Conselho do BCE decide aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento em 25 pontos base para 4%, com efeitos a partir da operação a ser liquidada em 13 de Junho de 2007. Decide ainda aumentar as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente

de depósito em 25 pontos base, fixando-as em 5% e 3%, respectivamente, com efeitos a partir de 13 de Junho de 2007.

**5 DE JULHO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SETEMBRO,  
4 DE OUTUBRO, 8 DE NOVEMBRO E  
6 DE DEZEMBRO DE 2007, 10 DE JANEIRO,  
7 DE FEVEREIRO E 6 DE MARÇO DE 2008**

O Conselho do BCE decide que a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito se mantêm inalteradas em 4.0%, 5.0% e 3.0%, respectivamente.

## DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2007

Esta lista tem como objectivo informar os leitores sobre determinados documentos publicados pelo Banco Central Europeu desde Janeiro de 2007. A lista de Documentos de Trabalho refere-se apenas a publicações divulgadas entre Dezembro de 2007 e Fevereiro de 2008. Salvo indicação em contrário e dependendo do *stock* existente, as versões impressas podem ser obtidas gratuitamente, também por assinatura, através do contacto [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Para a obtenção de uma lista completa dos documentos publicados pelo Banco Central Europeu e pelo Instituto Monetário Europeu, consultar o *site* do BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RELATÓRIO ANUAL

“Relatório Anual 2006”, Abril de 2007.

### RELATÓRIO DE CONVERGÊNCIA

“Relatório de Convergência Maio de 2007”.

### ARTIGOS DO BOLETIM MENSAL

“*The enlarged EU and euro area economies*”, Janeiro de 2007.

“*Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade*”, Janeiro de 2007.

“*Putting China’s economic expansion in perspective*”, Janeiro de 2007.

“*Challenges to fiscal sustainability in the euro area*”, Fevereiro de 2007.

“*The EU arrangements for financial crisis management*”, Fevereiro de 2007.

“*Migrant remittances to regions neighbouring the EU*”, Fevereiro de 2007.

“*Communicating monetary policy to financial markets*”, Abril de 2007.

“*Output growth differentials in the euro area: sources and implications*”, Abril de 2007.

“*From government deficit to debt: bridging the gap*”, Abril de 2007.

“*Measured inflation and inflation perceptions in the euro area*”, Maio de 2007.

“*Competition in and economic performance of the euro area services sector*”, Maio de 2007.

“*Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe*”, Maio de 2007.

“*Share buybacks in the euro area*”, Maio de 2007.

“*Interpreting monetary developments since mid-2004*”, Julho de 2007.

“*Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling*”, Julho de 2007.

“*Adjustment of global imbalances in a financially integrating world*”, Agosto de 2007.

“*The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area*”, Agosto de 2007.

“*Leveraged buyouts and financial stability*”, Agosto de 2007.

“*Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants*” Outubro de 2007.

“*The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem*”, Outubro de 2007.

“*Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes*”, Outubro de 2007.

“*The stock market’s changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy*”, Novembro de 2007.

“*The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area*”, Novembro de 2007.

- “*Productivity developments and monetary policy*”, Janeiro de 2008.
- “*Globalisation, trade and the euro area macroeconomy*”, Janeiro de 2008.
- “*The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves*”, Janeiro de 2008.
- “*The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective*”, Fevereiro de 2008.
- “*Securitisation in the euro area*”, Fevereiro de 2008.
- “*The new euro area yield curves*”, Fevereiro de 2008.

### “STATISTICS POCKET BOOK”

Disponível mensalmente desde Agosto de 2003.

### SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO JURÍDICOS”

- 4 “*Privileges and immunities of the European Central Bank*”, por G. Gruber e M. Benisch, Junho de 2007.
- 5 “*Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*”, por K. Drēviņa, K. Laurinavičius e A. Tupits, Julho de 2007.

### SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO OCASIONAIS”

- 55 “*Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*”, por U. Baumann e F. di Mauro, Fevereiro de 2007.
- 56 “*Assessing fiscal soundness: theory and practice*”, por N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother e J.-P. Vidal, Março de 2007.
- 57 “*Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*”, por S. Herrmann e E. K. Polgar, Março de 2007.
- 58 “*Long-term growth prospects for the Russian economy*”, por R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, Março de 2007.
- 59 “*The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience*”, por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, Abril de 2007.
- 60 “*Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*”, por U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, Abril de 2007.
- 61 “*Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*”, por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, Abril de 2007.
- 62 “*Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*”, por J. A. Garcia e A. van Rixtel, Junho de 2007.
- 63 “*Corporate finance in the euro area – including background material*”, pelo Grupo de Acção do Comité de Política Monetária do SEBC, Junho de 2007.
- 64 “*The use of portfolio credit risk models in central banks*”, pelo Grupo de Acção do Comité de Operações de Mercado do SEBC, Julho de 2007.
- 65 “*The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*”, por F. Coppens, F. González e G. Winkler, Julho de 2007.
- 66 “*Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*”, por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, Julho de 2007.

- 67 “*Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*”, por J.-M. Israël e C. Sánchez Muñoz, Julho de 2007.
- 68 “*The securities custody industry*”, por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, Agosto de 2007.
- 69 “*Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*”, por M. Sturm e F. Gurtner, Agosto de 2007.
- 70 “*The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*”, por M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, Agosto de 2007.
- 71 “*The economic impact of the Single Euro Payments Area*”, por H. Schmiedel, Agosto de 2007.
- 72 “*The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*”, por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou e M. Lo Duca, Setembro de 2007.
- 73 “*Reserve accumulation: objective or by-product?*”, por J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, Setembro de 2007.
- 74 “*Analysis of revisions to general economic statistics*”, por H. C. Dieden e A. Kanutin, Outubro de 2007.
- 75 “*The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*”, editado por P. Moutot e coordenado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová e J. von Landesberger, Outubro de 2007.
- 76 “*Prudential and oversight requirements for securities settlement*”, por D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, Dezembro de 2007.
- 77 “*Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*”, por E. Mileva e N. Siegfried, Dezembro de 2007.
- 78 “*A framework for assessing global imbalances*”, por T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, Janeiro de 2008.
- 79 “*The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*”, por P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, Janeiro de 2008.
- 80 “*China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?*”, por M. Bussière e A. Mehl, Janeiro de 2008.

#### **“RESEARCH BULLETIN”**

*Research Bulletin*, N.º 6, Junho de 2007

#### **SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO”**

- 836 “*Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters*”, por J. A. García e A. Manzanares, Dezembro de 2007.
- 837 “*Monetary policy and core inflation*”, por M. Lenza, Dezembro de 2007.
- 838 “*Securitisation and the bank lending channel*”, por Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués, Dezembro de 2007.
- 839 “*Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries*”, por M. M. Habib e M. Manolova Kalamova, Dezembro de 2007.
- 840 “*Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFPP procedure*”, por P. Du Caju, C. Fuss e L. Wintr, Dezembro de 2007.
- 841 “*Should we take inside money seriously?*”, por L. Stracca, Dezembro de 2007.
- 842 “*Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies*”, por G. Ferrucci e C. Miralles, Dezembro de 2007.
- 843 “*Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges*”, por T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula e J.-P. Vidal, Dezembro de 2007.

- 844 “*Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU*”, por A. Afonso e D. Furceri, Dezembro de 2007.
- 845 “*Run-prone banking and asset markets*”, por M. Hoerova, Dezembro de 2007.
- 846 “*Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data*”, por C. Altavilla e M. Ciccarelli, Dezembro de 2007.
- 847 “*Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union*”, por G. Ottaviano, D. Taglioni e F. di Mauro, Dezembro de 2007.
- 848 “*Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU*”, por A. Afonso e J. González Alegre, Janeiro de 2008.
- 849 “*Government size, composition, volatility and economic growth*”, por A. Afonso e D. Furceri, Janeiro de 2008.
- 850 “*Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling*”, por G. Camba-Méndez e G. Kapetanios, Janeiro de 2008.
- 851 “*Investigating inflation persistence across monetary regimes*”, por L. Benati, Janeiro de 2008.
- 852 “*Determinants of economic growth: will data tell?*”, por A. Ciccone e M. Jarocinski, Janeiro de 2008.
- 853 “*The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited*”, por M. Hagedorn e I. Manovskii, Janeiro de 2008.
- 854 “*How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins*”, por C. Fuss, Janeiro de 2008.
- 855 “*Assessing the factors behind oil price changes*”, por S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann e M. Mann, Janeiro de 2008.
- 856 “*Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors*”, por R. Christopoulou e P. Vermeulen, Janeiro de 2008.
- 857 “*Housing and equity wealth effects of Italian households*”, por C. Grant e T. Peltonen, Janeiro de 2008.
- 858 “*International transmission and monetary policy cooperation*”, por G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets e R. Straub, Janeiro de 2008.
- 859 “*Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives*”, por F. Fornari, Janeiro de 2008.
- 860 “*Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model*”, por M. Sánchez, Janeiro de 2008.
- 861 “*Income distribution determinants and public spending efficiency*”, por A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, Janeiro de 2008.
- 862 “*Stock market volatility and learning*”, por K. Adam, A. Marcet e J. P. Nicolini, Fevereiro de 2008.
- 863 “*Population ageing and public pension reforms in a small open economy*”, por C. Nickel, P. Rother e A. Theophilopoulou, Fevereiro de 2008.
- 864 “*Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects*”, por A. Afonso e M. St. Aubyn, Fevereiro de 2008.
- 865 “*Explaining the Great Moderation: it is not the shocks*”, por D. Giannone, M. Lenza e L. Reichlin, Fevereiro de 2008.
- 866 “*VAR analysis and the Great Moderation*”, por L. Benati e P. Surico, Fevereiro de 2008.
- 867 “*Do monetary indicators lead euro area inflation?*”, por B. Hofmann, Fevereiro de 2008.
- 868 “*Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings*”, por M. Ehrmann e M. Fratzscher, Fevereiro de 2008.
- 869 “*The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data*”, por N. Cassola, Fevereiro de 2008.



- 870 “*Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty*”, por P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman e R. Pierse, Fevereiro de 2008.
- 871 “*The impact of capital flows on domestic investment in transition economies*”, por E. Mileva, Fevereiro de 2008.
- 872 “*Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*”, por H. Buddelmeyer, G. Mourre e M. Ward, Fevereiro de 2008.
- 873 “*The Feldstein-Horioka fact*”, por D. Giannone e M. Lenza, Fevereiro de 2008.
- 874 “*How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?*”, por L. Coroneo, K. Nyholm e R. Vidova-Koleva, Fevereiro de 2008.
- 875 “*Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area*”, por O. Castrén, S. Déés e F. Zaher, Fevereiro de 2008.
- 876 “*Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?*”, por M. Andersson e A. D’Agostino, Fevereiro de 2008.

#### OUTRAS PUBLICAÇÕES

- “*Government finance statistics guide*”, Janeiro de 2007.
- Carta do Presidente do BCE a Pervenche Berès, Presidente da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, Parlamento Europeu, Janeiro de 2007.
- Carta do Presidente do BCE a Jean-Marie Cavada, Presidente da Comissão das Liberdades Cívicas, da Justiça e dos Assuntos Internos, Parlamento Europeu, Janeiro de 2007.
- “*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*”, Fevereiro de 2007.
- “*List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*”, Fevereiro de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics*”, Fevereiro de 2007.
- “*Euro Money Market Study 2006*”, Fevereiro de 2007 (disponível apenas *online*).
- Carta do Presidente do BCE a Pervanche Berès, Presidente da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, Parlamento Europeu, Fevereiro de 2007.
- “*Monetary financial institutions and markets statistics sector manual*”, Março de 2007.
- “*Financial integration in Europe*”, Março de 2007.
- “*TARGET2-Securities – The blueprint*”, Março de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*TARGET2-Securities – Technical feasibility*”, Março de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*TARGET2-Securities – Operational feasibility*”, Março de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*TARGET2-Securities – Legal feasibility*”, Março de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*TARGET2-Securities – Economic feasibility*”, Março de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System*”, Abril de 2007.
- “*How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins*”, Abril de 2007.
- “*Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*”, Abril de 2007.
- “*TARGET Annual Report 2006*”, Maio de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*European Union balance of payments: international investment position statistical methods*”, Maio de 2007.
- “*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables*”, Maio de 2007 (disponível apenas *online*).
- “*The euro bonds and derivatives markets*”, Junho de 2007 (disponível apenas *online*).

“Review of the international role of the euro”, Junho de 2007.  
 “Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications”, Junho de 2007.  
 “Financial Stability Review”, Junho de 2007.  
 “Monetary policy: A journey from theory to practice”, Junho de 2007.  
 “Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, Junho de 2007 (disponível apenas online).  
 “The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, Julho de 2007 (disponível apenas online).  
 “5.º relatório intercalar da SEPA”, Julho de 2007, (disponível apenas online).  
 “Potential impact of Solvency II on financial stability”, Julho de 2007.  
 “The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing”, conferência BCE-Fed Chicago, 3-4 de Abril de 2006, Julho de 2007.  
 “European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, Julho de 2007.  
 “Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries”, Agosto de 2007.  
 “EU banking structures”, Outubro de 2007 (disponível apenas online).  
 “TARGET2-Securities progress report”, Outubro de 2007 (disponível apenas online).  
 “Fifth progress report on TARGET2”, com o Anexo 1 “Information guide for TARGET2 users” (version 1.0), o Anexo 2 “User information guide to TARGET2 pricing” e o Anexo 3 “TARGET2 compensation scheme, claim form”, Outubro de 2007 (disponível apenas online).  
 “EU banking sector stability”, Novembro de 2007 (disponível apenas online).  
 “Euro money market survey”, Novembro de 2007 (disponível apenas online).  
 “Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution”, Novembro de 2007 (disponível apenas online).  
 “Modelo de banco central correspondente (MBCC): procedimentos para as contrapartes do Eurosistema”, Dezembro de 2007.  
 “Financial Stability Review”, Dezembro de 2007.  
 “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, Janeiro de 2008 (disponível apenas online).  
 “Oversight framework for card payment schemes – standards”, Janeiro de 2008 (disponível apenas online).  
 “The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, Fevereiro de 2008.

## **BROCHURAS INFORMATIVAS**

“A single currency: an integrated market infrastructure”, Setembro de 2007.



## 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*):** contrato de venda e compra subsequente de títulos numa data específica e a um preço especificado. Também designado “repo”.

**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 nacionais. Estão incluídas as autoridades da administração central, regional e local, bem como fundos de segurança social. Não se incluem as entidades públicas que realizem operações comerciais, como é o caso das empresas públicas.

**Análise económica (*economic analysis*):** um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise económica incide principalmente sobre a avaliação da actual evolução económica e financeira e os riscos implícitos a curto e a médio prazo para a estabilidade de preços, na perspectiva da interacção entre 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 leva em consideração a evolução de uma vasta gama de indicadores monetários incluindo o **M3**, as suas componentes e contrapartidas, nomeadamente o crédito, e várias medidas de excesso de liquidez (ver também **análise económica**).

**Área do euro (*euro area*):** área que abrange os Estados-Membros que adoptaram o euro como moeda única, nos termos do **Tratado**, e na qual é conduzida uma política monetária única sob a responsabilidade do **Conselho do BCE**. Actualmente, a área do euro inclui os seguintes países: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovénia e Finlândia.

**Balança de pagamentos (BdP) (*balance of payments (b.o.p.)*):** demonstração estatística que resume, para um período específico, as transacções económicas realizadas por uma economia com o resto do mundo. As transacções consideradas são as que envolvem bens, serviços e rendimentos, as que envolvem créditos financeiros ou responsabilidades financeiras em relação ao resto do mundo e todas as transacções que (tal como o perdão da dívida) são classificadas como transferências.

**Balanço consolidado do sector das IFM (*consolidated balance sheet of the MFI sector*):** balanço obtido através da compensação das posições inter-IFM (por exemplo, empréstimos e depósitos entre IFM) no balanço agregado das IFM. Fornece informação estatística sobre os activos e passivos do sector das IFM face a residentes na **área do euro** que não pertencem a este sector (ou seja, **administrações públicas** e outros residentes na área do euro) e face a não residentes na área do euro. Este balanço consolidado é a principal fonte estatística para o cálculo dos agregados monetários, fornecendo a base para a análise regular das contrapartidas do **M3**.

**Banco Central Europeu (BCE) (*European Central Bank (ECB)*):** o BCE é o centro do **Eurosistema** e do **Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)** e, em conformidade com o **Tratado** (n.º 2 do artigo 107.º), é dotado de personalidade jurídica própria. Assegura que as atribuições cometidas ao Eurosistema e ao SEBC sejam executadas, quer através das suas próprias actividades, quer das actividades dos BCN, nos termos dos Estatutos do SEBC. O BCE é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva** e, enquanto terceiro órgão de decisão, pelo **Conselho Geral**.

**Base de incidência (*reserve base*):** soma das rubricas elegíveis do balanço (em especial responsabilidades) que constituem a base para o cálculo das **reservas mínimas** de uma **instituição de crédito**.

**Carteira referencial (*benchmark portfolio*):** relativamente a investimentos, uma carteira ou índice de referência construído com base nos objectivos de liquidez e risco, bem como de remuneração, dos investimentos. A carteira referencial serve de base de comparação do desempenho da carteira efectiva.

**Central de depósito de títulos (CDT) (*central securities depository (CSD)*):** entidade que i) permite que as transacções de títulos sejam processadas e liquidadas escrituralmente e que ii) desempenha um papel activo na garantia da integridade das emissões de títulos. Os títulos podem ser titulados (mas imobilizados numa central de depósito de títulos) ou podem ser desmaterializados (ou seja, existir apenas como registo electrónico).

**Comissão Executiva (*Executive Board*):** um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais, nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro.

**Comité Económico e Financeiro (CEF) (*Economic and Financial Committee (EFC)*):** órgão consultivo da Comunidade que contribui para a preparação dos trabalhos do **Conselho ECOFIN** e da Comissão Europeia. As suas atribuições incluem o acompanhamento da situação económica e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e a supervisão orçamental.

**Conselho do BCE (*Governing Council*):** o órgão de decisão supremo do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto por todos os membros da **Comissão Executiva** do BCE e pelos governadores dos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro.

**Conselho ECOFIN (*ECOFIN Council*):** Conselho da UE, quando composto pelos ministros da Economia e das Finanças.

**Conselho Geral (*General Council*):** um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores de todos os BCN do **Sistema Europeu de Bancos Centrais**.

**Contraparte (*counterparty*):** parte oposta numa transacção financeira (por exemplo, em qualquer transacção com um banco central).

**Contraparte central (*central counterparty*):** entidade que se interpõe entre as **contrapartes** dos contractos transaccionados em um ou mais mercados financeiros, tornando-se o comprador a todos os vendedores e o vendedor a todos os compradores.

**Crédito de IFM a residentes na área do euro (*MFI credit to euro area residents*):** empréstimos de **IFM** concedidos ao sector não monetário residente na (**área do euro**) (incluindo as **administrações públicas** e o sector privado) e detenções por IFM de títulos (acções, outras participações e **títulos de dívida**) emitidos pelo sector não monetário residente na área do euro.

**Custo do financiamento externo de sociedades não financeiras (*real*) (*cost of the external financing of non-financial corporations (real)*):** custo incorrido por sociedades não financeiras ao obterem novos fundos externos. Para as sociedades não financeiras da **área do euro**, é calculado como uma média ponderada do custo dos empréstimos bancários, do custo dos **títulos de dívida** e do custo das acções, baseado nos respectivos saldos (corrigidos de efeitos de valorização) e deflacionado pelas expectativas de inflação.

**Derivado de crédito (*credit derivative*):** instrumento financeiro que separa o risco de crédito de uma transacção financeira subjacente, permitindo que seja atribuído um preço ao risco de crédito e que este seja transferido separadamente.

**Desvio de financiamento das sociedades não financeiras (*financing gap of non-financial corporations*):** desvio de financiamento que pode ser definido como o saldo entre a poupança (através de lucros não distribuídos e de deduções de depreciações) e o investimento não financeiro das sociedades não financeiras. O desvio de financiamento também pode ser definido com base nas contas financeiras, como sendo o saldo entre a aquisição líquida de activos financeiros e a variação líquida de passivos das sociedades não financeiras. Existem discrepâncias estatísticas entre as duas medidas devido às diferenças nas fontes estatísticas.

**Disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM (*MFI net external assets*):** disponibilidades sobre o exterior do sector das **IFM da área do euro** (como ouro, notas e moedas estrangeiras, títulos emitidos por não residentes na área do euro e empréstimos concedidos a não residentes na área do euro), menos responsabilidades para com o exterior do sector das IFM da área do euro (tais como depósitos e **acordos de reporte** de não residentes na área do euro, bem como as respectivas detenções de acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** emitidos por IFM com prazo até dois anos, inclusive).

**EONIA (*índice overnight médio do euro*) (*EONIA (euro overnight index average)*):** medida da taxa de juro efectiva prevalecente no mercado interbancário *overnight* do euro. É calculada como uma média ponderada das taxas de juro das transacções de crédito *overnight* sem garantia denominadas em euros, comunicadas por um painel de bancos contribuintes.



**Estabilidade de preços (*price stability*):** a manutenção da estabilidade de preços constitui o objectivo primordial do **Eurosistema**. O **Conselho do BCE** define estabilidade de preços como um aumento homólogo inferior a 2% do **Índice Harmonizado de Preços no Consumidor** para a **área do euro**. O Conselho do BCE também clarificou que, na prossecução da estabilidade de preços, pretende manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% a médio prazo.

**Estabilidade financeira (*financial stability*):** condição em que o sistema financeiro – que inclui intermediários financeiros, mercados financeiros e infra-estruturas do mercado financeiro – é capaz de resistir a choques e de resolver desequilíbrios financeiros, atenuando assim a possibilidade de perturbações no processo de intermediação financeira que sejam suficientemente graves para impedir, de forma significativa, a afectação de poupanças a oportunidades de investimento lucrativas.

**Estratégia de Lisboa (*Lisbon strategy*):** agenda abrangente de reformas estruturais com vista a transformar a UE na “economia baseada no conhecimento mais dinâmica e competitiva do mundo”, lançada em 2000 pelo Conselho Europeu de Lisboa.

**EURIBOR (taxa interbancária de oferta do euro) (*EURIBOR (euro interbank offered rate)*):** taxa à qual um banco principal está disposto a conceder empréstimos em euros a outro banco principal, tal como comunicado por um painel de bancos contribuintes, que é calculada diariamente para os depósitos interbancários com vários prazos até 12 meses.

**Eurosistema (*Eurosystem*):** 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.

**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 *overnight* de um BCN a uma taxa de juro fixada antecipadamente contra activos elegíveis (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

**Facilidade permanente de depósito (*deposit facility*):** **facilidade permanente** do **Eurosistema** que as **contrapartes** podem utilizar para efectuar depósitos *overnight* num BCN, remunerados a uma taxa de juro fixada antecipadamente (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

**Garantias (*collateral*):** activos usados ou transferidos (por exemplo, por **instituições de crédito** para os bancos centrais) como caução de reembolso de empréstimos, bem como activos vendidos (por exemplo, por instituições de crédito aos bancos centrais) como parte de **acordos de reporte**.

**Gestão empresarial (corporate governance):** normas, procedimentos e processos segundo os quais uma organização é gerida e controlada. A estrutura de gestão empresarial especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes na organização – tais como o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros participantes – e estabelece as normas e procedimentos para a tomada de decisões.

**IFM (instituições financeiras monetárias) (MFIs (monetary financial institutions)):** instituições financeiras que, no seu conjunto, formam o sector de emissão de moeda da **área do euro**. Incluem o **Eurosistema, instituições de crédito** residentes (segundo a definição do Direito Comunitário) e todas as outras instituições financeiras residentes cuja actividade consiste em receber depósitos e/ou substitutos próximos de depósitos de entidades, excepto IFM, e que, por sua própria conta (pelo menos em termos económicos), concedem crédito e/ou efectuam investimentos em valores mobiliários. O último grupo é predominantemente constituído por fundos do **mercado monetário**.

**Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)):** medida dos preços no consumidor compilada pelo Eurostat e harmonizada para todos os Estados-Membros da UE.

**Instituição de crédito (credit institution):** i) uma empresa cuja actividade principal consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por sua própria conta; ou ii) uma empresa ou qualquer outra pessoa colectiva, que não as incluídas em i), que emita meios de pagamento sob a forma de moeda electrónica.

**Instituto Monetário Europeu (IME) (European Monetary Institute (EMI)):** instituição temporária criada no início da Segunda Fase da **União Económica e Monetária** em 1 de Janeiro de 1994. O IME entrou em liquidação após a criação do **Banco Central Europeu** em 1 de Junho de 1998.

**Investimento de carteira (portfolio investment):** transacções e/ou posições líquidas de residentes na **área do euro** em títulos emitidos por não residentes na área do euro (“activo”) e transacções e/ou posições líquidas de não residentes em títulos emitidos por residentes na área do euro (“passivo”). Inclui títulos de participação no capital e **títulos de dívida** (obrigações e outros títulos de dívida, e instrumentos do **mercado monetário**), excluindo os montantes registados no **investimento directo** ou activos de reserva.

**Investimento directo (direct investment):** investimento transfronteiras para efeitos de obtenção de uma participação duradoura numa empresa residente numa outra economia (na prática, assumindo uma participação de, pelo menos, 10% das acções ordinárias ou do poder de voto).

**M1 (M1):** agregado monetário estreito que abrange circulação monetária mais depósitos *overnight* detidos em **IFM** e na **administração central** (por exemplo, Correios ou Tesouro).

**M2 (M2):** agregado monetário intermédio que abrange o **M1** e depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive (ou seja, depósitos de poupança de curto prazo) e depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive (ou seja, depósitos a curto prazo) detidos em **IFM** e na **administração central**.

**M3 (M3):** agregado monetário largo que abrange o **M2** e instrumentos negociáveis, em particular **acordos de reporte**, acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** com prazo até dois anos, inclusive, emitidos por **IFM**.

**Mercado de títulos (*equity market*):** mercado em que os **títulos de participação** são emitidos e transaccionados.

**Mercado monetário (*money market*):** mercado no qual fundos de curto prazo são captados, investidos e transaccionados utilizando instrumentos geralmente com prazo original até um ano, inclusive.

**Mercado obrigacionista (*bond market*):** mercado em que os **títulos de dívida** de mais longo prazo são emitidos e transaccionados.

**Modelo de banco central correspondente (MBCC) (*Correspondent central banking model (CCBM)*):** mecanismo estabelecido pelo **Eurosistema** com o objectivo de permitir que as **contrapartes** utilizem activos elegíveis numa base transfronteiras. No MBCC, os BCN actuam como bancos correspondentes entre si. Cada BCN tem uma conta de títulos em nome de cada um dos outros BCN (e do **Banco Central Europeu**).

**MTC II (mecanismo de taxas de câmbio II) (*ERM II (exchange rate mechanism II)*):** mecanismo de taxas de câmbio que proporciona o quadro para a cooperação de política cambial entre os países da **área do euro** e os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. O MTC II é um acordo multilateral com taxas centrais fixas, mas ajustáveis, e uma banda de flutuação normal de  $\pm 15\%$ . As decisões relativas a taxas de câmbio e, possivelmente, a bandas de flutuação mais estreitas são tomadas por mútuo acordo entre os Estados-Membros da UE em questão, os países da área do euro, o **Banco Central Europeu (BCE)** e os outros Estados-Membros da UE que participem no mecanismo. Todos os participantes no MTC II, incluindo o BCE, têm o direito de dar início a um procedimento confidencial destinado a alterar as taxas centrais (realinhamento).

**Opção (*option*):** instrumento financeiro que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender determinados activos (por exemplo, uma obrigação ou uma acção) a um preço pré-determinado (preço de exercício) até ou numa certa data futura (data do exercício ou de vencimento).

**Operação de mercado aberto (*open market operation*):** operação executada no mercado financeiro por iniciativa do banco central. Relativamente aos seus objectivos, regularidade e procedimentos, as operações de mercado aberto do **Eurosistema** podem dividir-se em quatro categorias: **operações principais de refinanciamento**; **operações de refinanciamento de prazo alargado**; **operações ocasionais de regularização** e operações estruturais. Quanto aos instrumentos utilizados, as **operações reversíveis** são o principal instrumento de mercado aberto do Eurosistema e pode ser utilizado 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 conduz operações de crédito com **garantias**.

**Outro intermediário financeiro (OIF) (*other financial intermediary (OFI)*):** sociedade ou quase-sociedade (excepto sociedade de seguros ou fundo de pensões), cuja função principal consiste em fornecer serviços de intermediação financeira contraindo passivos sob outras formas que não numerário, depósitos e/ou substitutos próximos dos depósitos junto de entidades institucionais que não IFM. Os OIF incluem, em particular, sociedades cuja função principal é o financiamento a longo prazo, como a locação financeira, as detenções de activos titularizados, outras detenções financeiras, transacções de títulos e derivados (em seu próprio nome), capital de risco e capital-desenvolvimento.

**Pacto de Estabilidade e Crescimento (*Stability and Growth Pact*):** o Pacto de Estabilidade e Crescimento pretende servir como meio de salvaguarda da solidez das finanças públicas na Terceira Fase da **União Económica e Monetária**, de forma a reforçar as condições para a **estabilidade de preços** e para um crescimento forte e sustentável conducente à criação de emprego. Para o efeito, prescreve que os Estados-Membros especifiquem os seus objectivos orçamentais de médio prazo. Contém igualmente especificações concretas sobre o **procedimento relativo aos défices excessivos**. É constituído pela resolução do Conselho Europeu de Amesterdão, de 17 de Junho de 1997, relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, e por dois regulamentos do Conselho, nomeadamente i) o Regulamento (CE) n.º 1466/97 de 7 de Julho de 1997 relativo ao reforço da supervisão das posições orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas, com as alterações introduzidas pelo Regulamento (CE) n.º 1055/2005 de 27 de Junho de 2005, e ii) o Regulamento (CE) n.º 1467/97 de 7 de Julho de 1997 relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos, com as alterações introduzidas pelo Regulamento (CE) n.º 1056/2005 de 27 de Junho de 2005. O Pacto de Estabilidade e Crescimento é complementado pelo relatório do **Conselho ECOFIN** sobre a melhoria da sua aplicação (*“Improving the implementation of the Stability and Growth Pact”*), aprovado pelo Conselho Europeu de Bruxelas de 22 e 23 de Março de 2005. É também complementado pelo novo código de conduta (*“Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes”*), que fornece especificações quanto à aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento e orientações quanto à apresentação e conteúdo dos programas de estabilidade e convergência e que foi aprovado pelo Conselho ECOFIN de 11 de Outubro de 2005.

**Países candidatos (*candidate countries*):** países relativamente aos quais a UE aceitou uma candidatura de adesão. As negociações de adesão com a Croácia e a Turquia tiveram início em 3 de Outubro de 2005, não tendo ainda começado com a Antiga República Jugoslava da Macedónia.

**Período de manutenção (*maintenance period*):** período durante o qual se calcula o cumprimento das **reservas mínimas** por parte das **instituições de crédito**. Os períodos de manutenção têm início no dia de liquidação da primeira **operação principal de refinanciamento** após a reunião do **Conselho do BCE** para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação de política monetária. O **Banco Central Europeu** publica um calendário dos períodos de manutenção de reservas mínimas pelo menos três meses antes do início do ano.

**Posição de investimento internacional (p.i.i.) (*international investment position (i.i.p.)*):** valor e composição dos créditos financeiros (ou responsabilidades financeiras) líquidos de uma economia em relação ao resto do mundo.

**Procedimento relativo aos défices excessivos (*excessive deficit procedure*):** disposição definida no artigo 104.º do **Tratado** e especificada no Protocolo n.º 20 sobre o procedimento relativo aos défices excessivos que exige aos Estados-Membros da UE que mantenham a disciplina orçamental, que define critérios segundo os quais se considera que uma posição orçamental está em défice excessivo e que regula os passos a dar após a constatação de que os requisitos para o saldo orçamental ou a dívida pública não foram cumpridos. O artigo 104.º é complementado pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1467/97 de 7 de Julho de 1997 relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos (com as alterações introduzidas pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1056/2005 de 27 de Junho de 2005), que é uma das partes constituintes do **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

**Processamento directo (*straight-through processing (STP)*):** processamento integralmente automatizado de transacções/transferências de pagamentos, incluindo a conclusão automatizada da confirmação, correspondência, geração, compensação e liquidação de instruções.

**Projeções (*projections*):** resultados dos exercícios elaborados quatro vezes por ano no sentido de projectar a possível evolução macroeconómica futura na **área do euro**. As projecções elaboradas por especialistas do **Eurosistema** são publicadas em Junho e Dezembro, enquanto as projecções elaboradas por especialistas do **Banco Central Europeu (BCE)** são publicadas em Março e Setembro. As projecções são parte integrante do pilar de **análise económica** da estratégia de política monetária do BCE, sendo, por conseguinte, um dos vários elementos considerados pelo **Conselho do BCE** na avaliação dos riscos para a **estabilidade de preços**.

**Proveitos monetários (*monetary income*):** rendimento que resulta para os BCN do desempenho da função de política monetária do **Eurosistema**, proveniente de activos consignados em conformidade com as orientações estabelecidas pelo **Conselho do BCE** e detido em contrapartida de notas em circulação e de depósitos no passivo de **instituições de crédito**.

**Quadro de avaliação de crédito do Eurosistema (ECAAF) (*Eurosystem credit assessment framework (ECAAF)*):** quadro que define os procedimentos, regras e técnicas que asseguram que todos os activos elegíveis cumprem os elevados padrões de crédito do **Eurosistema**.

**Rácio de reserva (*reserve ratio*):** rácio definido pelo banco central para cada categoria de rubricas elegíveis do balanço incluídas na **base de incidência**. O rácio é utilizado para calcular as **reservas mínimas**.

**Rendibilidade empresarial (*corporate profitability*):** medida dos lucros das empresas, em relação, sobretudo, às suas vendas, activos ou capitais próprios. Existe um conjunto variado de rácios de

rendibilidade das empresas baseados nas demonstrações financeiras das mesmas, tais como o rácio de rendibilidade operacional (vendas menos custos operacionais) em relação às vendas, o rácio do resultado líquido (proveitos operacionais e não operacionais, depois de impostos, depreciações e rubricas extraordinárias) em relação às vendas, a rendibilidade do activo (que relaciona o resultado líquido com o total do activo) e a rendibilidade dos capitais próprios (que relaciona o resultado líquido com os fundos dos accionistas). A nível macroeconómico, o **excedente de exploração bruto**, com base nas contas nacionais, por exemplo em relação ao PIB ou ao valor acrescentado, é frequentemente utilizado como uma medida da rendibilidade.

**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 devida data, quer em qualquer data posterior. O risco de crédito inclui o risco do custo de substituição e o risco de capital. Inclui ainda o risco de falha do banco de liquidação.

**Risco de liquidação (*settlement risk*):** risco de uma liquidação num sistema de transferências não se realizar da forma esperada, normalmente devido ao incumprimento por uma parte de uma ou mais obrigações de liquidação. Este risco inclui, em particular, o risco operacional, o **risco de crédito** e o **risco de liquidez**.

**Risco de liquidez (*liquidity risk*):** risco de uma **contraparte** não liquidar uma obrigação pelo seu valor total na data devida. O risco de liquidez não implica que a contraparte ou participante esteja numa situação de insolvência, uma vez que esta pode ter capacidade para efectuar a liquidação necessária numa dada posterior não especificada.

**Risco de mercado (*market risk*):** risco de perdas (tanto nas posições de balanço, como nas posições fora do balanço) decorrentes de oscilações nos preços de mercado.

**Risco sistémico (*systemic risk*):** risco de a incapacidade de um participante cumprir as suas obrigações num sistema dar origem à incapacidade de outros participantes cumprirem as suas obrigações na data devida, com possíveis efeitos de repercussão, tais como problemas significativos de liquidez ou de crédito, que podem pôr em perigo a estabilidade do sistema financeiro. Essa incapacidade pode ser provocada por problemas operacionais ou financeiros.

**Saldo primário (*primary balance*):** crédito líquido ou endividamento líquido das administrações públicas, excluindo os pagamentos de juros sobre os seus passivos consolidados.

**Sistema de liquidação de títulos (SLT) (*securities settlement system (SSS)*):** sistema de transferências para a liquidação de transacções de títulos. Inclui todos os acordos institucionais necessários para a compensação e liquidação de transacções de títulos e para a prestação de serviços de custódia de títulos.



**Sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) (*real-time gross settlement (RTGS) system*):** sistema de liquidação no qual o processamento e a liquidação são efectuados instrução a instrução (sem compensação) em tempo real (em contínuo) (ver também **TARGET**).

**Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*):** constituído pelo **Banco Central Europeu (BCE)** e pelos BCN dos 27 Estados-Membros da UE, ou seja, inclui, para além dos membros do **Eurosistema**, os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro. O SEBC é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva** do BCE e, enquanto terceiro órgão de decisão do BCE, pelo **Conselho Geral**.

**Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95) (*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*):** sistema de contas macroeconómicas abrangente e integrado, assente num conjunto de conceitos estatísticos, definições, classificações e normas contabilísticas internacionalmente acordados, cujo objectivo é obter uma descrição quantitativa harmonizada das economias dos Estados-Membros da UE. O SEC 95 é a versão comunitária do Sistema de Contas Nacionais mundial de 1993 (SCN 93).

**Swap cambial (*foreign exchange swap*):** duas transacções simultâneas à vista e a prazo de uma moeda contra outra.

**TARGET (Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real) (*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system)*):** sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) para o euro. Sistema descentralizado composto pelos SLBTR nacionais, o mecanismo de pagamentos do BCE e o mecanismo de interligação.

**TARGET2 (*TARGET2*):** nova geração do sistema **TARGET**, na qual a anterior estrutura técnica descentralizada será substituída por uma plataforma única partilhada que oferecerá um serviço harmonizado com um sistema de fixação de preços uniforme.

**Taxa de câmbio efectiva (TCE) do euro (nominal/real) (*effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)*):** média ponderada de taxas de câmbio bilaterais do euro face às moedas dos principais parceiros comerciais da **área do euro**. O **Banco Central Europeu** publica índices da TCE nominal para o euro face a dois grupos de parceiros comerciais: o TCE-22 (que abrange os 12 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-22 e outros 20 países). Os pesos utilizados reflectem a quota de cada país parceiro no comércio da área do euro e ilustram a concorrência em mercados de países terceiros. As TCE reais são TCE nominais deflacionadas por uma média ponderada de preços ou custos externos em relação aos internos. São, por conseguinte, medidas da competitividade dos preços e dos custos.

**Taxa mínima de proposta (*minimum bid rate*):** limite mínimo das taxas de juro às quais as **contrapartes** podem apresentar propostas nos leilões de taxa variável das **operações principais de refinanciamento**. É uma das **taxas de juro directoras do BCE** que reflecte a orientação da política monetária.

**Taxas de juro das IFM (*MFI interest rates*):** taxas de juro aplicadas por **instituições de crédito** e outras **IFM** residentes, excluindo bancos centrais e fundos do **mercado monetário**, a depósitos e empréstimos denominados em euros face a famílias e sociedades não financeiras residentes na **área do euro**.

**Taxas de juro directoras do BCE (*key ECB interest rates*):** taxas de juro fixadas pelo **Conselho do BCE** que reflectem a orientação da política monetária do **Banco Central Europeu**. As taxas de juro directoras do BCE são 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. As acções geram habitualmente rendimentos sob a forma de dividendos.

**Tratado (*Treaty*):** refere-se ao Tratado que institui a Comunidade Europeia (o “Tratado de Roma”). Foram introduzidas alterações ao Tratado em diversas ocasiões, em particular pelo Tratado da União Europeia (“Tratado de Maastricht”), o qual lançou as bases para a **União Económica e Monetária** e incluiu os Estatutos do **SEBC**.

**União Económica e Monetária (UEM) (*Economic and Monetary Union (EMU)*):** processo que conduziu à moeda única, o euro, e à política monetária única na **área do euro**, bem como à coordenação das políticas económicas dos Estados-Membros da UE. Este processo, tal como definido no Tratado, foi realizado em três fases. A Terceira Fase (a última) teve início a 1 de Janeiro de 1999, com a transferência da competência monetária para o **Banco Central Europeu** e a introdução do euro. A transição para o euro fiduciário a 1 de Janeiro de 2002 concluiu o processo de estabelecimento da UEM.

**Valor de referência para o crescimento do M3 (*reference value for M3 growth*):** 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 anual do M3 é de 4½%.

**Volatilidade implícita (*implied volatility*):** volatilidade esperada (ou seja, desvio padrão) das taxas de variação do preço de um activo (por exemplo, uma acção ou uma obrigação). Pode ser calculada a partir do preço do activo, da data de vencimento e do preço de exercício das suas opções, bem como a partir de uma taxa de remuneração sem risco, utilizando um modelo de valorização de opções, como, por exemplo, o modelo de Black-Scholes.

ISSN 1561-4549



9 771561 454007