



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

RELATÓRIO ANUAL 2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

RELATÓRIO ANUAL
2006

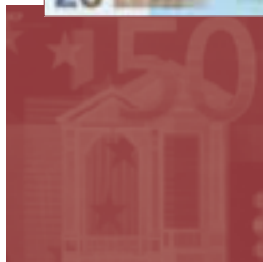
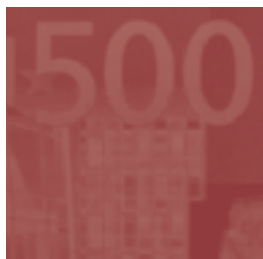
BANCO CENTRAL EUROPEU





BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA



RELATÓRIO ANUAL 2006

Em 2007, todas as publicações do BCE apresentam um motivo retirado da nota de €20.

© Banco Central Europeu, 2007

Morada

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemanha

Endereço postal

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

Todos os direitos reservados.

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

Fotografias:

Martin Joppen

Stefan Laub

Marcus Thelen

A data limite dos dados incluídos neste Relatório foi 2 de Março de 2007.

ISSN 1561-4549 (impresso)

ISSN 1725-292X (online)

ÍNDICE

PREFÁCIO	10	4 ESTATÍSTICAS	125
CAPÍTULO I		4.1 Estatísticas novas ou melhoradas na área do euro	125
EVOLUÇÃO ECONÓMICA E POLÍTICA MONETÁRIA		4.2 Outros desenvolvimentos estatísticos	126
1 DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA	18	4.3 Preparativos para o alargamento da área do euro	127
2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA	25	5 ESTUDOS ECONÓMICOS	128
2.1 Enquadramento macroeconómico mundial	25	5.1 Prioridades dos estudos	128
2.2 Evolução monetária e financeira	29	5.2 Publicações e conferências	130
2.3 Evolução dos preços e dos custos	56	6 OUTRAS ATRIBUIÇÕES E ACTIVIDADES	132
2.4 Evolução do produto, da procura e do mercado de trabalho	66	6.1 Cumprimento das proibições de financiamento monetário e de acesso privilegiado	132
2.5 Evolução orçamental	74	6.2 Funções consultivas	132
2.6 Taxas de câmbio e evolução da balança de pagamentos	80	6.3 Administração das operações activas e passivas da Comunidade Europeia	135
3 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NOS ESTADOS-MEMBROS DA UE NÃO PERTENCENTES À ÁREA DO EURO	90	6.4 Serviços de gestão de reservas do Eurosistema	135
CAPÍTULO 2		CAPÍTULO 3	
OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS		ENTRADA DA ESLOVÉNIA NA ÁREA DO EURO	
1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO	104	1 EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NA ESLOVÉNIA	138
1.1 Operações de política monetária	104	2 ASPECTOS JURÍDICOS DA INTEGRAÇÃO DO BANKA SLOVENIJE NO EUROSISTEMA	142
1.2 Operações cambiais	110	3 ASPECTOS OPERACIONAIS DA INTEGRAÇÃO DO BANKA SLOVENIJE NO EUROSISTEMA	144
1.3 Actividades de investimento	110	3.1 Operações de política monetária	144
2 SISTEMAS DE PAGAMENTOS E DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS	113	3.2 Contributo para o capital, reservas e activos de reserva externa do BCE	144
2.1 O sistema TARGET	113	4 A TRANSIÇÃO DA ESLOVÉNIA PARA O EURO FIDUCIÁRIO	146
2.2 TARGET2	115	CAPÍTULO 4	
2.3 TARGET2-Títulos	117	ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS	
2.4 Procedimentos de liquidação dos activos de garantia	118	1 ESTABILIDADE FINANCEIRA	150
3 NOTAS E MOEDAS	120	1.1 Acompanhamento da estabilidade financeira	150
3.1 A circulação de notas e moedas de euro e o processamento de moeda	120	1.2 Cooperação em situações de crise financeira	153
3.2 Contrafacção de notas e dissuasão da contrafacção	121		
3.3 Emissão e produção de notas	122		

2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS	154	CAPÍTULO 8	ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL, ORGANIZAÇÃO E CONTAS ANUAIS	
2.1 Questões gerais	154	1 ÓRGÃOS DE DECISÃO E GESTÃO DO BCE	195	
2.2 Sector bancário	155	1.1 O Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais	195	
2.3 Valores mobiliários	156	1.2 O Conselho do BCE	196	
2.4 Contabilidade	156	1.3 A Comissão Executiva	198	
3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	158	1.4 O Conselho Geral	200	
4 SUPERINTENDÊNCIA DE INFRA-ESTRUTURAS DE MERCADO	163	1.5 Comitês do Eurosistema/SEBC, o Comité de Orçamento e a Conferência de Recursos Humanos	201	
4.1 Superintendência de infra-estruturas e sistemas de pagamentos de importâncias avultadas em euros	163	1.6 Gestão	201	
4.2 Serviços de pagamento de retalho	165	2 EVOLUÇÃO ORGANIZACIONAL	204	
4.3 Compensação e liquidação de títulos	166	2.1 Recursos humanos	204	
		2.2 Novas instalações do BCE	206	
CAPÍTULO 5		3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC	208	
RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS		4 CONTAS ANUAIS DO BCE	209	
1 QUESTÕES EUROPEIAS	170	Relatório de gestão relativo ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2006	210	
1.1 Questões de política	170	Balanço em 31 de Dezembro de 2006	214	
1.2 Questões institucionais	172	Conta de resultados do exercício findo em 31 de Dezembro de 2006	216	
1.3 Evolução e relações com os países aderentes e os países candidatos à UE	173	Políticas contabilísticas	217	
2 QUESTÕES INTERNACIONAIS	175	Notas ao balanço	222	
2.1 Principais desenvolvimentos no sistema monetário e financeiro internacional	175	Notas à conta de resultados	231	
2.2 Cooperação com países fora da UE	177	Nota sobre a distribuição dos proveitos/repartição dos prejuízos	235	
CAPÍTULO 6		Relatório de auditoria	237	
RESPONSABILIZAÇÃO		5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006	238	
1 RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU	182			
2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU	183	ANEXOS		
		INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE	242	
CAPÍTULO 7		PARCERES ADOPTADOS PELO BCE	246	
COMUNICAÇÃO EXTERNA		CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA	253	
1 POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO	188			
2 ACTIVIDADES DE COMUNICAÇÃO	189			

**DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO
CENTRAL EUROPEU DESDE 2006**

255

GLOSSÁRIO

261

LISTA DE CAIXAS

1	O papel dos outros intermediários financeiros na dinâmica monetária	33	Gráfico D	Taxa de inflação implícita e probabilidade de a inflação medida pelo IHPC com uma antecedência de cinco anos ser igual ou superior a 2%	62	
	Gráfico A	Depósitos de curto prazo em IFM e acordos de reporte de outros intermediários financeiros não monetários	35	4	Diferenciais de crescimento do produto entre os países da área do euro	68
	Gráfico B	Desagregação por sector de depósitos a mais longo prazo das IFM	35	Gráfico	Dispersão do crescimento do PIB real nos países da área do euro	69
	Gráfico C	Empréstimos de IFM a outros intermediários financeiros não monetários	36	5	Evolução da produtividade na área do euro e necessidade de reformas estruturais	71
2	Dispersão das taxas de juro nos mercados da banca a retalho entre os países da área do euro	49	Gráfico A	Crescimento da produtividade do trabalho por hora trabalhada	72	
	Quadro	Varição entre países nas taxas de juro das IFM sobre novas operações	50	Gráfico B	Crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado	72
	Gráfico A	Taxas de juro das IFM sobre depósitos de famílias	51	Quadro A	Indicadores estruturais seleccionados	73
	Gráfico B	Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a famílias	52	Quadro B	Crescimento da produtividade do trabalho, por sector, por hora trabalhada	74
	Gráfico C	Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a sociedades não financeiras	54	6	Evolução da emissão de títulos de dívida pública e diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações na área do euro	76
3	Expectativas de inflação a mais longo prazo na área do euro	59	Quadro A	Títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro	76	
	Gráfico A	Medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo para a área do euro	60	Quadro B	Estrutura dos saldos de títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro	77
	Gráfico B	Distribuição da frequência das expectativas de inflação, com uma antecedência de cinco anos, entre os inquiridos do IAP (2001-06)	61	Gráfico	Variações acumuladas em diferenciais seleccionados das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública face à Alemanha	77
	Gráfico C	Relação entre revisões das expectativas de inflação a curto prazo e a mais longo prazo no IAP (2001-06)	61	Quadro C	Notações de crédito soberano para os países da área do euro	78
			7	Globalização e competitividade da área do euro	83	
			Quadro	Vantagem comparativa revelada por intensidade dos factores	84	

Gráfico A	Evolução da vantagem comparativa revelada	85	3	Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas	28
1	Exportações predominantemente intensivas em investigação	85	4	M3 e empréstimos ao sector privado	30
2	Exportações predominantemente intensivas em trabalho	85	5	Principais componentes do M3	31
Gráfico B	Variação nas quotas de importações da indústria transformadora da área do euro por país de origem	86	6	Taxas de juro das IFM sobre depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis	31
8	Implicações estatísticas do alargamento da área do euro para incluir a Eslovénia	140	7	Depósitos de curto prazo em IFM e acordos de reporte do sector privado	32
			8	Contrapartidas do M3	38
			9	Estimativas do desvio monetário	39
			10	Taxas de juro do mercado monetário na área do euro e inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário	40

LISTA DE QUADROS

1	Evolução dos preços	58	11	Taxas de futuros da EURIBOR a três meses e volatilidade implícita derivada das opções de futuros da EURIBOR a três meses	40
2	Indicadores de custos do trabalho	64	12	Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo	42
3	Composição do crescimento do PIB real	66	13	Taxas de inflação implícitas à vista e a prazo na área do euro	43
4	Evolução do mercado de trabalho	70	14	Principais índices de cotações de acções	45
5	Posições orçamentais na área do euro	75	15	Volatilidade implícita no mercado bolsista	45
6	Crescimento do PIB real	90	16	Empréstimos de IFM às famílias	46
7	Inflação medida pelo IHPC	91	17	Taxas de juro aplicadas aos empréstimos a famílias e a sociedades não financeiras	47
8	Posições orçamentais	93	18	Dívida e encargos com o serviço da dívida das famílias	47
9	Balança de pagamentos – rubricas seleccionadas	94	19	Custo real do financiamento externo de sociedades não financeiras da área do euro	48
10	Evolução no MTC II	95	20	Rácios dos lucros de sociedades não financeiras cotadas da área do euro	55
11	Estratégias oficiais de política monetária dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro durante 2006	99	21	Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras	55
12	Tráfego de pagamentos no TARGET	114	22	Dívida e pagamentos de juros líquidos do sector empresarial não financeiro	56
13	Distribuição de contrafacções por denominação	121	23	Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes	57
14	Distribuição da produção de notas de euro em 2006	124	24	Contributos das principais componentes para a inflação medida pelo IHPC	57
15	Principais indicadores económicos da Eslovénia	139			

LISTA DE GRÁFICOS

1	Taxas de juro do BCE e taxas do mercado monetário	18
2	Principais desenvolvimentos nas maiores economias industrializadas	25

25	Desagregação dos preços da produção industrial	63
26	Remuneração por empregado, por sector	65
27	Evolução dos preços dos edifícios residenciais na área do euro	65
28	Contributos para o crescimento trimestral do PIB real	67
29	Indicadores de confiança	67
30	Desemprego	70
31	Produtividade do trabalho	70
32	Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro	81
33	Saldo da balança corrente e suas componentes	82
34	Importações de bens da área do euro e preços do petróleo bruto Brent	82
35	Investimento directo e de carteira da área do euro	87
36	Saídas financeiras da área do euro para os novos Estados-Membros da UE	87
37	Posição de investimento internacional líquida	88
38	Variações na taxa de câmbio do euro face às moedas da UE não participantes no MTC II	96
39	Crédito ao sector privado em 2006	97
40	Factores de liquidez na área do euro em 2006	104
41	Activos transaccionáveis elegíveis	107
42	Activos transaccionáveis elegíveis apresentados como garantia	107
43	Diferença entre a percentagem nos activos transaccionáveis elegíveis e a percentagem nas garantias apresentadas em 2006	108
44	Número total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2006	120
45	Valor total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2006	120
46	Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2006 por denominação	121
47	Número de contrafacções de notas de euro retiradas de circulação entre 2002 e 2006	122

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemanha
IE	Irlanda
EE	Estónia
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
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia
FI	Finlândia
SE	Suécia
UK	Reino Unido
JP	Japão
EUA	Estados Unidos

OUTRAS

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

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

PREFÁCIO



Em 1 de Janeiro de 2007, a Eslovénia tornou-se o 13.º Estado-Membro a adoptar o euro e o Banka Slovenije o 13.º BCN a aderir ao Eurosistema. Gostaria de desejar os meus melhores votos de boas-vindas aos cidadãos da Eslovénia e elogiar este país pelo bom desempenho económico, graças à implementação nos últimos anos de políticas macroeconómicas orientadas para a estabilidade. A transição do tolar esloveno para o euro decorreu com muita tranquilidade e eficiência, tendo sido introduzidas 94.5 milhões de notas de euro. Este processo teve início com uma fase de fornecimento prévio no final de Novembro de 2006, seguida de um período de dupla circulação do euro e do tolar com a duração de duas semanas, findo o qual a moeda única tinha substituído na totalidade as notas e moedas de tolar. Neste contexto, o euro foi recebido com grande entusiasmo pela população eslovena.

A política monetária do BCE continuou a ancorar as expectativas de inflação a médio e longo prazo em níveis globalmente consistentes

com a estabilidade de preços. Tal reflectiu, em particular, a credibilidade do BCE no que respeita à condução da sua política monetária, cumprindo rigorosamente o seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços a médio prazo. O sólido ancorar das expectativas de inflação a mais longo prazo constitui um pré-requisito para que a política monetária dê um contributo contínuo para um crescimento económico sustentável e a criação de emprego na área do euro. Em 2006, a inflação média anual medida pelo IHPC situou-se em 2.2%, mantendo-se inalterada face ao ano anterior. Este valor é superior à definição do BCE de estabilidade de preços, ou seja, um valor inferior, mas próximo de 2%. Embora tal reflecta os choques dos preços do petróleo e das matérias-primas, não pode haver complacência.

Os riscos para a estabilidade de preços continuaram claramente no sentido ascendente ao longo de 2006. Entre estes riscos destaca-se a possibilidade de uma transmissão mais forte do que o esperado dos aumentos do preço do petróleo no passado, de aumentos inesperados dos preços administrados e dos impostos indirectos e de novos aumentos dos preços do petróleo. Mais especificamente, considerando a conjuntura económica muito favorável em 2006, com a redução em curso do desemprego e uma nova melhoria no desempenho do mercado de trabalho, a perspectiva de uma evolução salarial mais forte do que o esperado continuou a colocar riscos ascendentes significativos para a estabilidade de preços. Neste contexto e, em especial, face às próximas negociações salariais para 2007, o Conselho do BCE salientou que os acordos salariais devem ter em consideração o nível ainda inaceitavelmente elevado do desemprego em vários países, assim como as actuais posições em termos de competitividade dos preços e a evolução anual da produtividade do trabalho.

A avaliação do Conselho do BCE de que prevaleciam riscos para a estabilidade de preços foi confirmada pelo cruzamento com a análise monetária. Em 2006, o acentuado dinamismo

do crescimento da moeda e do crédito reflectiu a continuação da tendência ascendente persistente da taxa de expansão monetária subjacente na área do euro observada desde meados de 2004, dando um novo contributo para a acumulação de liquidez. Após vários anos de crescimento monetário robusto, a liquidez na área do euro continuou ampla, tendo em conta qualquer medida razoável. Num contexto de forte crescimento da moeda e do crédito, tal apontava para riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo.

Para fazer face aos riscos ascendentes para a estabilidade de preços, identificados pela análise económica e monetária do BCE ao longo do ano, o Conselho do BCE ajustou a orientação da política monetária em 2006, aumentando as suas taxas de juro directoras, em cinco ocasiões, num total de 125 pontos base. Em consequência, a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema aumentou de 2.25% em Janeiro de 2006, para 3.50% em Dezembro de 2006.

Em 2006, a economia da área do euro registou uma expansão robusta. Não obstante o impacto de preços do petróleo elevados e voláteis, o PIB real aumentou 2.8% em 2006, face a 1.5% em 2005. Ao longo do ano, a recuperação económica tornou-se gradualmente mais generalizada e a natureza da expansão económica tornou-se mais auto-sustentada, tendo como principal impulsor a procura interna. Em 2006, o crescimento do PIB real situou-se, em média, significativamente acima do potencial. A área do euro continuou a beneficiar da forte expansão da economia mundial, enquanto os ganhos significativos nos lucros empresariais e um período prolongado de condições de financiamento muito favoráveis suportaram o crescimento do investimento e o emprego.

Neste contexto, o Conselho do BCE considerou que, também após os ajustamentos da taxa em 2006, a orientação da sua política monetária

permaneceu acomodaticia, tendo continuado a justificar-se uma actuação firme e atempada para assegurar a estabilidade de preços a médio prazo.

A evolução orçamental na área do euro foi relativamente favorável em 2006. Segundo os programas de estabilidade actualizados, o rácio médio do défice orçamental da área do euro situou-se em cerca de 2.0% do PIB, face a 2.4% em 2005. Contudo, esta melhoria orçamental foi principalmente resultado de um forte crescimento do produto e de receitas inesperadas e, apenas em pequena medida, de efectiva consolidação orçamental. No contexto do actual período favorável em termos económicos, continua a ser essencial sustentar a dinâmica de melhoria das finanças públicas e acelerar o ritmo da consolidação orçamental, de modo a que todos os países da área do euro atinjam o mais rapidamente possível o seu objectivo de médio prazo de uma posição orçamental sólida. Neste particular, é crucial estabelecer medidas de consolidação orçamental adicionais, concretas e credíveis, e assegurar a sua rápida implementação. Essas medidas terão maior probabilidade de serem bem sucedidas se tiverem por base uma estratégia a médio prazo credível e abrangente, centrada na redução da despesa e não no aumento da receita. Tal contribuirá para um reforço da confiança numa política orçamental que é sustentável e que apoia o crescimento e o emprego.

No que respeita às reformas estruturais, nos últimos anos, os países da área do euro tornaram-se cada vez mais conscientes da necessidade de se adaptarem aos desafios do aumento da concorrência mundial, do envelhecimento da população e da aceleração da evolução tecnológica. A importância da adaptação a estes desafios é salientada pelo crescimento relativamente baixo da produtividade do trabalho na área do euro comparado com o dos Estados Unidos:

o crescimento médio anual da produtividade do trabalho entre 1999 e 2006 situou-se em 1.1% na área do euro e 2.2% nos Estados Unidos. Esta situação requer, em particular, a implementação muito activa de reformas estruturais no domínio da investigação e desenvolvimento, educação e formação profissional e a conclusão do Mercado Único. É igualmente de salientar que as reformas do mercado de trabalho realizadas por vários Estados-Membros começaram a criar mais oportunidades de emprego. Em resultado quer destas reformas, quer da moderação salarial, a área do euro tem registado um crescimento significativo do emprego no passado recente. Em particular, o número de empregados na área do euro aumentou em mais de 12 milhões de indivíduos no período de oito anos desde o início da Terceira Fase da UEM. Esta evolução é favorável se comparada com o aumento de pouco mais de 2 milhões registado pelo mesmo grupo de países nos oito anos anteriores a 1999. O crescimento mais forte do emprego também contribuiu para a redução do desemprego nos últimos anos. Embora ainda a uma taxa elevada de 7.5%, na parte final de 2006 a taxa de desemprego harmonizada atingiu o nível mais baixo desde o início da série em 1993. Contudo, continuam a existir entraves estruturais na área do euro, o que pode em parte explicar a existência de taxas de desemprego ainda inaceitavelmente altas e o facto de a participação no mercado de trabalho ser ainda baixa de acordo com os padrões internacionais. Por conseguinte, é essencial que cada país da área do euro minimize as distorções do mercado induzidas pela regulamentação nacional, e que no conjunto da área do euro sejam eliminadas as barreiras ainda existentes à integração do mercado. Para tal é necessário, nomeadamente, diferenciação salarial suficiente, maior mobilidade do trabalho e mercados do produto, de trabalho e financeiros mais flexíveis. As novas reformas irão melhorar a capacidade de adaptação da área do euro, estimular o crescimento económico e criar oportunidades de emprego adicionais.

Para além da disciplina orçamental e das reformas estruturais, o bom funcionamento da UEM também assenta na integração financeira europeia. Ao ajudar a desenvolver os sistemas financeiros europeus, a integração financeira contribui para o aumento do potencial de crescimento económico. Além disso, reforça a transmissão regular e efectiva dos impulsos da política monetária, apoia o funcionamento eficiente e regular dos sistemas de pagamentos e de compensação e contribui para a estabilidade financeira. Em último lugar, mas não menos importante, um sistema financeiro integrado desempenha um papel decisivo na absorção de choques, no caso de choques assimétricos na área do euro. O relatório do BCE sobre indicadores de integração financeira, publicado em Setembro de 2006, efectua uma análise pormenorizada e abrangente dos progressos realizados nos vários segmentos do sistema financeiro. O BCE e o Eurosistema também actuam como catalisadores das iniciativas do sector privado, incentivando a integração financeira. Por exemplo, o BCE e nove BCN contribuirão para a classificação dos instrumentos de dívida de curto prazo, ao abrigo da iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*), e o BCE irá disponibilizar regularmente estatísticas de taxas de rendibilidade e volumes no mercado STEP. O Eurosistema também apoia fortemente a Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA) e encoraja vivamente todas as partes interessadas a lançarem a SEPA até ao início de 2008 e a atingir uma massa crítica de transacções SEPA até ao final de 2010. O Eurosistema presta assistência ao sector bancário, no que diz respeito à concepção e preparação dos novos instrumentos e quadros SEPA e aconselha o mercado a prosseguir a adaptação atempada de sistemas de pagamentos de retalho para que possam processar instrumentos SEPA.

O Eurosistema contribui igualmente para a integração financeira disponibilizando infraestruturas de pagamento e liquidação. O projecto TARGET2 está bem encaminhado e entrará em produção antes do final de 2007, de acordo com o planeado. Em 2006, foram

efectuadas preparações técnicas, e o BCE disponibilizou informação pormenorizada sobre o esquema de fixação de preços e as diferentes formas de participar no TARGET2. Em Julho de 2006, o Eurosistema decidiu avaliar a possibilidade de disponibilizar serviços de liquidação para as transacções de títulos. O objectivo deste projecto – conhecido como TARGET2-Títulos – para o qual são procuradas sinergias com o TARGET2, consiste em permitir a liquidação harmonizada de títulos denominados em euros em moeda do banco central.

O Eurosistema continuou a contribuir para a estabilidade do sistema financeiro na área do euro e na UE, acompanhando e avaliando as principais fontes de risco e vulnerabilidade, contribuindo para discussões de política a nível europeu e internacional sobre as grandes questões jurídicas e de supervisão, e melhorando o seu quadro e operações para a gestão de possíveis crises financeiras.

O número total dos postos de trabalho orçamentados para 2006 foi de 1343 posições equivalentes a tempo inteiro, que compara com 1369 posições equivalentes a tempo inteiro em 2005. Em Setembro de 2006, o BCE admitiu, através de contratos de dois anos não convertíveis, os primeiros seis participantes no Programa para Licenciados do BCE, que se destina a recém-licenciados com habilitações académicas de banda larga.

Em 2006, o BCE introduziu os princípios gerais de mobilidade, os quais encorajam os funcionários a mudar de funções após cada período de cinco anos. A mobilidade interna representa uma oportunidade para o alargamento do conhecimento técnico dos funcionários e uma forma de aumentar sinergias entre áreas de trabalho. Em 2006, mais de 80 funcionários foram transferidos internamente para outras funções. Contando com funcionários dos 27 Estados-Membros da UE, o BCE integrou a gestão da diversidade nas suas práticas de

recursos humanos, lançando uma política de diversidade em 2006.

Para além de promover a mobilidade, a estratégia de recursos humanos continua a centrar-se no desenvolvimento dos funcionários e da gestão do BCE. As aptidões de gestão e liderança continuaram a ser reforçadas através da formação e treino individual. Após o lançamento da estratégia de diversidade, foi implementado um curso de formação específico para responsáveis pela gestão sobre a “dignidade no trabalho”.

A nível do Eurosistema, a Conferência de Recursos Humanos, estabelecida em 2005 com o objectivo de reforçar a cooperação e o espírito de equipa entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC na área da gestão de recursos humanos, continuou a expandir a sua actuação em 2006, em particular, no que respeita aos diferentes aspectos da formação e desenvolvimento dos funcionários.

Continuaram a verificar-se progressos no planeamento da nova sede do BCE. Após a optimização pelos arquitectos, o projecto passou à fase de planeamento em 2006. As autoridades da cidade de Frankfurt, em cooperação com o BCE, continuaram a preparar um plano juridicamente vinculativo de utilização do terreno para a nova sede. O processo de apresentação do pedido de autorizações de construção deverá estar finalizado, como previsto, no final de Outubro de 2007. A construção deverá começar no início de 2008, prevendo-se a sua conclusão até ao final de 2011. Irá também ser construído um espaço informativo e à memória dos cidadãos judeus deportados a partir do *Grossmarkthalle*.

Em 2006, o BCE registou um excedente de €1379 milhões, face a um excedente de €992 milhões em 2005. Tal como em 2005, um montante equivalente ao excedente foi

destinado à constituição de uma provisão para fazer face a riscos cambiais, 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 reavaliada anualmente.

Frankfurt am Main, Março de 2007



Jean Claude Trichet



CAPÍTULO I

**EVOLUÇÃO
ECONÓMICA E
POLÍTICA
MONETÁRIA**

I DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

TAXAS DE JURO DIRECTORAS DO BCE VOLTARAM A AUMENTAR EM 2006

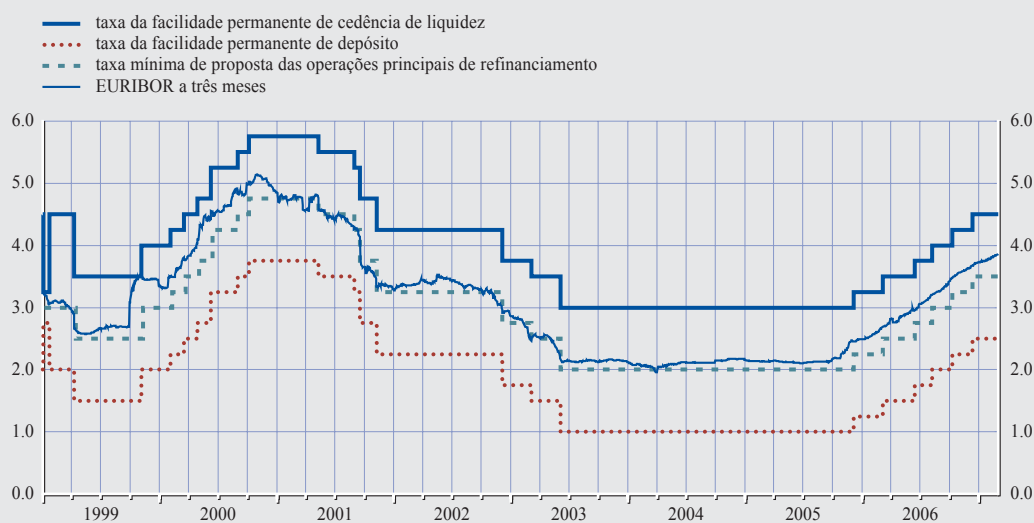
Ao longo de 2006, o Conselho do BCE aumentou as suas taxas de juro directoras para fazer face aos riscos ascendentes para a estabilidade de preços identificados com base nas suas análises económica e monetária. Esta redução da orientação acomodatória da política monetária teve lugar numa conjuntura marcada por crescimento económico robusto, forte expansão da moeda e do crédito e ampla liquidez na área do euro. O Conselho do BCE aumentou por várias vezes, em 25 pontos base, a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema, num total de 125 pontos base, tendo esta taxa passado de 2.25% em Janeiro de 2006 para 3.50% no final do ano (ver Gráfico 1).

No que respeita à evolução dos preços, a inflação média anual medida pelo IHPC situou-se em 2.2% em 2006, mantendo-se inalterada face a 2005. A taxa de inflação global oscilou ao longo do ano e foi fortemente influenciada pelos movimentos do preço do petróleo. Até

Agosto, esta taxa registou uma tendência ascendente, mantendo-se significativamente acima da definição de estabilidade de preços do BCE, ou seja, um valor inferior, mas próximo de 2%. Tal deve-se principalmente aos aumentos significativos dos preços dos produtos energéticos, mas também, em parte, aos aumentos dos preços administrados e dos impostos indirectos. Pelo contrário, nos restantes meses de 2006, a taxa de inflação homóloga caiu para um valor inferior a 2%, em grande parte, devido à queda significativa dos preços do petróleo e a efeitos de base. Não obstante o dinamismo favorável do crescimento real do PIB e sinais positivos dos mercados de trabalho, a evolução dos custos salariais na área do euro manteve-se moderada ao longo de 2006, reflectindo, em parte, a forte concorrência mundial, particularmente, no sector transformador, o que contribuiu para a redução de pressões inflacionistas. As expectativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se solidamente ancoradas em níveis amplamente consistentes com a estabilidade de preços. Todavia, os riscos para a estabilidade de preços mantiveram-se claramente do lado ascendente, nomeadamente, os riscos de uma transmissão

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.

mais forte do que o esperado das subidas passadas do preço do petróleo, de aumentos adicionais dos preços administrados e dos impostos indirectos para além dos já anunciados e a possibilidade de novos aumentos dos preços do petróleo. Mais especificamente, as perspectivas de uma evolução salarial mais forte do que a esperada e potenciais efeitos de segunda ordem no comportamento de fixação de preços e salários, na sequência dos aumentos dos preços do petróleo no passado, continuaram a colocar significativos riscos ascendentes para a estabilidade de preços, especialmente, face a uma conjuntura económica muito favorável e à melhoria do comportamento do mercado de trabalho.

No que respeita à actividade económica, a economia da área do euro expandiu-se de forma robusta ao longo de 2006. Na sequência de uma recuperação económica gradual e ainda moderada no segundo semestre de 2005, a expansão da actividade económica na área do euro ganhou dinamismo no primeiro semestre de 2006. O crescimento económico tornou-se gradualmente mais generalizado e auto-sustentado, sendo a procura interna – em particular, o investimento fixo – o seu principal impulsionador. Em 2006, em média, o crescimento real do PIB situou-se acima do potencial. Ao longo do ano, a conjuntura externa suportou uma expansão económica sustentada. As exportações da área do euro beneficiaram da forte expansão contínua da economia mundial, especialmente, das economias dos principais parceiros comerciais da área do euro. O crescimento do investimento ganhou um dinamismo crescente ao longo do ano, beneficiando do período prolongado de condições de financiamento muito favoráveis, da reestruturação dos balanços das empresas e de ganhos nos lucros consideráveis. O crescimento do consumo na área do euro registou igualmente um fortalecimento ao longo de 2006, em linha com a evolução do rendimento disponível real, à medida que o crescimento do emprego recuperava e a taxa de desemprego diminuía. Tudo considerado, e não obstante o impacto dos preços elevados e voláteis do

petróleo, o PIB real aumentou 2.8% em 2006, o que compara com 1.5% em 2005 e 1.8% em 2004. Os riscos de curto prazo para as perspectivas de crescimento económico mantiveram-se globalmente equilibrados durante a maior parte do ano, enquanto os riscos de médio a mais longo prazo continuaram a ser descendentes ao longo de 2006, devido principalmente a possíveis aumentos do preço do petróleo, a desequilíbrios mundiais e a potenciais pressões proteccionistas.

O crescimento da moeda e do crédito manteve-se muito robusto em 2006, reflectindo principalmente os efeitos estimulantes do nível baixo das taxas de juro na área do euro e o dinamismo da actividade económica. Numa perspectiva a médio prazo, o acentuado dinamismo do crescimento da moeda e do crédito em 2006 reflectiu a continuação da persistente tendência ascendente da taxa de expansão monetária subjacente, observada desde meados de 2004, e voltou a contribuir para a acumulação de liquidez. Na verdade, após vários anos de crescimento monetário robusto, a liquidez na área do euro continuou ampla, tendo em conta qualquer medida razoável, o que numa conjuntura de forte crescimento contínuo da moeda e do crédito apontou para riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo.

Para conter os riscos ascendentes para a estabilidade de preços, identificados nas análises económica e monetária do BCE, o Conselho do BCE ajustou a orientação da política monetária em 2006, aumentando as suas taxas de juro directoras em cinco ocasiões. O Conselho do BCE salientou que, também após estes aumentos, a orientação da sua política monetária continuou acomodatória, com a manutenção das taxas de juro em níveis baixos, o crescimento da moeda e do crédito forte e a liquidez ampla tendo em conta qualquer medida razoável. O Conselho do BCE expressou a opinião que se justificava uma actuação firme e atempada para assegurar a estabilidade de preços a médio prazo. O ancorar de expectativas

de inflação a médio e longo prazo, que resulta de tal compromisso, constitui um pré-requisito para que a política monetária dê um contributo contínuo para um crescimento económico sustentável e a criação de emprego.

Ao longo de 2006, a comunicação das decisões do Conselho do BCE e a sua avaliação mais ampla da situação económica teve impacto sobre as expectativas do mercado no que respeita às perspectivas para as taxas de juro de curto prazo. O Conselho do BCE comunicou claramente ao longo do ano que as medidas de política no futuro continuavam a depender da sua avaliação regular dos riscos para a estabilidade de preços e da confirmação do seu cenário principal. Os mercados financeiros parecem ter compreendido plenamente esta mensagem. Assim, em linha com os dados macroeconómicos divulgados, os quais, em termos gerais, confirmaram este cenário, as expectativas do mercado para as taxas de juro de curto prazo foram gradualmente ajustadas para cima ao longo do ano, à medida que se tornava mais claro para o mercado que o aumento inicial da taxa em Dezembro de 2005 seria seguido por uma redução gradual da orientação acomodatória da política monetária. A incerteza do mercado voltou a diminuir em 2006 e a volatilidade desceu para níveis bastante baixos, não obstante um aumento temporário no período do Verão, no contexto de uma reavaliação mundial do risco. Em termos gerais, em comparação com médias históricas de mais longo prazo, a incerteza do mercado sobre as decisões de política monetária futuras atingiu um nível relativamente baixo.

ANÁLISE MAIS PORMENORIZADA DAS DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

No início de 2006, as condições económicas eram relativamente favoráveis. O crescimento real do PIB tinha começado a fortalecer-se e generalizar-se no segundo semestre de 2005. Embora o crescimento trimestral em cadeia do PIB real no quarto trimestre de 2005 tenha sido consideravelmente mais baixo do que no trimestre anterior, os indicadores de sentimento

sugeriam que a tendência subjacente do crescimento económico era relativamente robusta. Na verdade, os dados disponíveis no início de 2006, em particular, dados de inquéritos, confirmaram a avaliação efectuada pelo Conselho do BCE, segundo a qual a expansão da actividade económica se fortalecia e alargava progressivamente, mantendo-se essa tendência nos primeiros meses do ano, suportada, em particular, por uma procura interna mais forte.

As perspectivas para o crescimento económico mantiveram-se relativamente favoráveis, devido principalmente a uma recuperação muito forte do crescimento do investimento e à melhoria gradual das condições no mercado de trabalho. Em Março de 2006, as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE sobre o crescimento económico foram, assim, revistas em alta em comparação com as projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema em Dezembro de 2005, reflectindo predominantemente uma perspectiva ligeiramente mais forte para o investimento privado ao longo do horizonte da projecção. Segundo as projecções, o crescimento médio anual do PIB real deverá situar-se num intervalo entre 1.7% e 2.5% em 2006 e entre 1.5% e 2.5% em 2007. As previsões efectuadas por organizações internacionais e por instituições do sector privado apontavam para um cenário em geral muito semelhante.

No que respeita à evolução dos preços, a inflação homóloga medida pelo IHPC situou-se acima de 2% no início de 2006, devendo continuar em níveis semelhantes a curto prazo, com os níveis exactos a dependerem, em grande parte, da evolução futura dos preços dos produtos energéticos. Para além do curto prazo, as alterações anunciadas nos impostos indirectos e os efeitos indirectos dos aumentos dos preços do petróleo no passado deverão ter um impacto ascendente significativo sobre a inflação, apesar do pressuposto de que a moderação salarial irá continuar. Em Março de 2006, as projecções elaboradas por especialistas do BCE para a inflação foram ligeiramente

revistas em alta em relação às projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em Dezembro de 2005. Segundo as projecções, a inflação média anual medida pelo IHPC deverá situar-se entre 1.9% e 2.5% em 2006 e entre 1.6% e 2.8% em 2007. Os riscos respeitantes a esta perspectiva sobre a evolução dos preços continuaram a ser ascendentes, estando particularmente relacionados com eventuais efeitos de segunda ordem resultantes dos aumentos do preço do petróleo no passado.

Face ao vigor do crescimento monetário, num contexto de ampla liquidez na área do euro, a análise monetária confirmou os sinais provenientes da análise económica, segundo os quais predominam os riscos ascendentes para a estabilidade de preços. Não obstante sinais de retoma de uma inversão de ajustamentos de carteira ocorridos no passado, que privilegiaram os activos monetários, a taxa de crescimento homóloga do agregado monetário M3 manteve-se robusta. Analisando para além dos efeitos de curto prazo gerados por esse comportamento de carteira, a tendência subjacente da expansão monetária continuou forte, reflectindo o impacto estimulante do nível baixo das taxas de juro. Para além disso, no que respeita às contrapartidas do M3, a expansão do crédito registou um novo fortalecimento, com o endividamento das famílias – especialmente empréstimos para aquisição de habitação – e das sociedades não financeiras a aumentar a um ritmo acentuado.

De um modo geral, no contexto de riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo, como indicado pelas análises económica e monetária do BCE, o Conselho do BCE reajustou a orientação acomodatória da política monetária, aumentando as suas taxas de juro directoras em 25 pontos base, em 2 de Março de 2006. O Conselho do BCE considerou que, ao ter uma actuação atempada, contribuiu para manter as expectativas de inflação a médio e longo prazo solidamente ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços e, desse modo, dava um contributo contínuo para

um crescimento económico sustentável e para a criação de emprego. Em particular, salientou que as taxas de juro em todo o espectro de prazos se mantinham em níveis muito baixos, em termos quer reais quer nominais, e que a política monetária do BCE continuava acomodatória.

Nos meses seguintes e não obstante um aumento temporário da volatilidade do mercado em Maio, no contexto de uma reavaliação mundial do risco, a informação disponível confirmou a opinião do Conselho do BCE de que, em Março, se tinha justificado um ajustamento da orientação acomodatória da política monetária do BCE, para fazer face a riscos ascendentes para a estabilidade de preços. O crescimento do PIB real situou-se em 0.6% numa base trimestral em cadeia no primeiro trimestre do ano (valor posteriormente revisto em alta para 0.8%), e os dados disponíveis confirmaram o parecer de que o crescimento se estava a generalizar e a tornar mais sustentado. Ao mesmo tempo, a inflação medida pelo IHPC aumentou para 2.5% em Maio, devido principalmente à evolução dos preços dos produtos energéticos. Segundo as projecções, as taxas de inflação deverão manter-se acima de 2% em 2006 e 2007. Nas projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em Junho, o intervalo para a inflação medida pelo IHPC em 2006 foi ligeiramente revisto em alta em relação às projecções elaboradas por especialistas do BCE em Março, para um valor entre 2.1% e 2.5%, face a um valor entre 1.9% e 2.5%, mantendo-se os riscos ascendentes para a evolução dos preços.

A análise monetária também continuou a apontar para riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo. No contexto de uma nova aceleração do crescimento da moeda e do crédito, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado atingiu os dois dígitos. Em particular, o endividamento das famílias – especialmente sob a forma de empréstimos hipotecários – e das sociedades não financeiras continuou a registar um crescimento muito

forte. Esta evolução voltou a confirmar que o impacto estimulante das baixas taxas de juro continuou a ser o principal factor subjacente à elevada taxa de expansão monetária.

Em geral, o cruzamento do resultado da análise económica com o da análise monetária confirmou o predomínio de riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo. Assim, em 8 de Junho, o Conselho do BCE decidiu voltar a aumentar as suas taxas de juro directoras, em 25 pontos base. O Conselho do BCE salientou que uma nova redução da orientação acomodatória da política monetária continuava a justificar-se se se confirmassem os seus pressupostos e cenário de referência.

Em Junho e Julho de 2006, os dados disponíveis voltaram a confirmar a avaliação do Conselho do BCE segundo a qual o crescimento económico tinha voltado a ganhar dinamismo, tornando-se mais generalizado no primeiro semestre do ano. Os indicadores de sentimento continuaram muito fortes e o crescimento do emprego robusto. Para além disso, continuaram a verificar-se condições para que o PIB real na área do euro cresça próximo da sua taxa potencial. Ao mesmo tempo, as taxas de inflação mantiveram-se significativamente acima de 2% em Junho e Julho e, segundo as projecções, deveriam situar-se acima desse nível, em média, quer em 2006 quer em 2007, com os riscos para esta perspectiva a continuarem no sentido ascendente. Considerando o forte dinamismo actual do crescimento monetário, numa conjuntura caracterizada por uma já ampla liquidez, os sinais provenientes da análise monetária confirmaram o resultado da análise económica de que predominavam os riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo. Para conter estes riscos e manter as expectativas de inflação a mais longo prazo firmemente ancoradas, em 3 de Agosto de 2006, o Conselho do BCE decidiu aumentar as suas taxas de juro directoras em 25 pontos base. O Conselho do BCE também salientou a necessidade de continuar a acompanhar de muito perto todos os desenvolvimentos, de modo a evitar a

materialização de riscos para a estabilidade de preços.

Ao longo do terceiro trimestre, os dados disponíveis sobre a actividade económica na área do euro confirmaram uma aceleração significativa da expansão económica ao longo dos últimos trimestres. Com base em dados revistos, a actividade económica tinha crescido a uma taxa trimestral em cadeia média de 0.7%, entre o terceiro trimestre de 2005 e o segundo trimestre de 2006, ou seja, muito acima da maior parte das estimativas para a taxa potencial. Além disso, a taxa de desemprego tinha seguido uma tendência descendente, o crescimento do emprego tinha registado um fortalecimento e as expectativas de emprego, deduzidas dos inquéritos às empresas, tinham-se mantido favoráveis. Os indicadores disponíveis respeitantes ao terceiro trimestre voltaram a corroborar a avaliação de que a actividade económica deveria continuar a expandir-se a um ritmo robusto, com uma possível moderação se comparada com as taxas de crescimento muito fortes registadas no primeiro semestre do ano. Em geral, continuam a existir condições para a economia da área do euro crescer a taxas sólidas próximo do potencial. Assim, em Setembro de 2006, segundo as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE, os intervalos projectados para o crescimento real do PIB em 2006 e 2007 foram novamente revistos em alta face às últimas projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema, para um valor entre 2.2% e 2.8% em 2006 e entre 1.6% e 2.6% em 2007, reflectindo principalmente um crescimento mais forte do que projectado no primeiro semestre do ano.

As taxas de inflação medidas pelo IHPC mantiveram-se em níveis acima de 2% em Julho e Agosto e, segundo as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE em Setembro, a inflação média anual deveria situar-se entre 2.3% e 2.5% em 2006 e entre 1.9% e 2.9% em 2007. Estas projecções representaram revisões em alta. O intervalo para 2006 passou para a parte superior do

intervalo divulgado nas projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema de Junho; o intervalo projectado para 2007 também registou um ligeiro ajustamento ascendente, reflectindo principalmente a revisão em alta do pressuposto em que assenta a projecção para os preços do petróleo. O cenário modificou-se ligeiramente no final de Setembro, devido à redução significativa dos preços do petróleo em Agosto e Setembro e a efeitos de base favoráveis. Tal levou a uma descida acentuada da taxa de inflação global, para um nível inferior a 2% a partir de Setembro. Contudo, manteve-se a opinião de que a inflação poderia voltar a aumentar para níveis acima de 2% no final de 2006 e no início de 2007, devido principalmente ao impacto de impostos indirectos mais elevados e, em menor escala, de efeitos de base desfavoráveis. Assim, na opinião do Conselho do BCE seria possível a existência de um grau considerável de volatilidade de curto prazo na taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC, mas, em média, a inflação deveria permanecer em níveis superiores a 2% em 2006 e 2007. Os riscos para a estabilidade de preços encontram-se claramente no sentido ascendente, opinião confirmada cruzando com a análise monetária.

Em suma, esta evolução levou à decisão do Conselho do BCE, de 5 de Outubro de 2006, de aumentar as taxas de juro directoras, novamente em 25 pontos base. O Conselho do BCE salientou que se continuaria a justificar uma nova redução da orientação acomodatória da política monetária, se o seu cenário de referência se voltasse a confirmar.

Os dados disponíveis e, em particular, os fortes indicadores dos inquéritos respeitantes ao quarto trimestre de 2006, suportaram a razão subjacente à decisão do Conselho do BCE de aumentar as taxas de juro em Outubro. O Conselho do BCE voltou a confirmar a avaliação de que a actividade económica continuava a expandir-se de forma robusta, continuando a procura interna a ser o principal impulsionador no terceiro trimestre do ano. Tal confirmou a expansão esperada da recuperação

económica e apontou para uma natureza mais auto-sustentada da expansão económica na área do euro. Perspectivando 2007, continuavam a verificar-se condições para a economia da área do euro crescer a taxas sólidas próximo do potencial. Embora parecesse provável o aparecimento de alguma volatilidade nas taxas de crescimento trimestrais na viragem do ano, associada ao impacto das alterações nos impostos indirectos, a perspectiva de médio prazo para a actividade económica manteve-se favorável. Esta perspectiva também está reflectida nas projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em Dezembro de 2006, as quais incorporaram revisões em alta, em relação às projecções elaboradas por especialistas do BCE em Setembro, reflectindo principalmente o pressuposto de preços mais baixos dos produtos energéticos e o seu impacto sobre o rendimento disponível real. O crescimento médio anual do PIB real deveria situar-se entre 1.7% e 2.7% em 2007 e entre 1.8% e 2.8% em 2008.

No que respeita à evolução dos preços, a inflação homóloga medida pelo IHPC manteve-se abaixo de 2% no último trimestre de 2006. Considerando os pressupostos revistos em baixa para os preços dos produtos energéticos, o intervalo para a inflação medida pelo IHPC em 2007 foi ligeiramente mais baixo nas projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema em Dezembro do que nas projecções elaboradas por especialistas do BCE em Setembro. De acordo com as projecções, a inflação média anual medida pelo IHPC deveria situar-se entre 1.5% e 2.5% em 2007 e entre 1.3% e 2.5% em 2008. As perspectivas para a evolução dos preços continuavam sujeitas a riscos ascendentes. Para além disso, o cruzamento dos resultados da análise económica com os da análise monetária continuavam a corroborar a avaliação de que prevalecem riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo.

Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu aumentar as suas taxas de juro directoras,

em 25 pontos base, em 7 de Dezembro de 2006. O Conselho afirmou que também após este aumento da taxa a orientação da política monetária do BCE se manteve acomodatória, com as taxas de juro directoras do BCE permanecendo em níveis baixos, o crescimento da moeda e do crédito mantendo-se forte e a liquidez na área do euro continuando ampla, por qualquer medida razoável. Assim, o Conselho do BCE expressou a opinião que se justifica actuar com firmeza e atempadamente, de modo a assegurar a estabilidade de preços a médio prazo. O Conselho do BCE também afirmou que irá acompanhar de muito perto todos os desenvolvimentos, de modo a evitar a materialização de riscos para a estabilidade de preços a médio prazo.

2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA, FINANCEIRA E ECONÓMICA

2.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO MUNDIAL

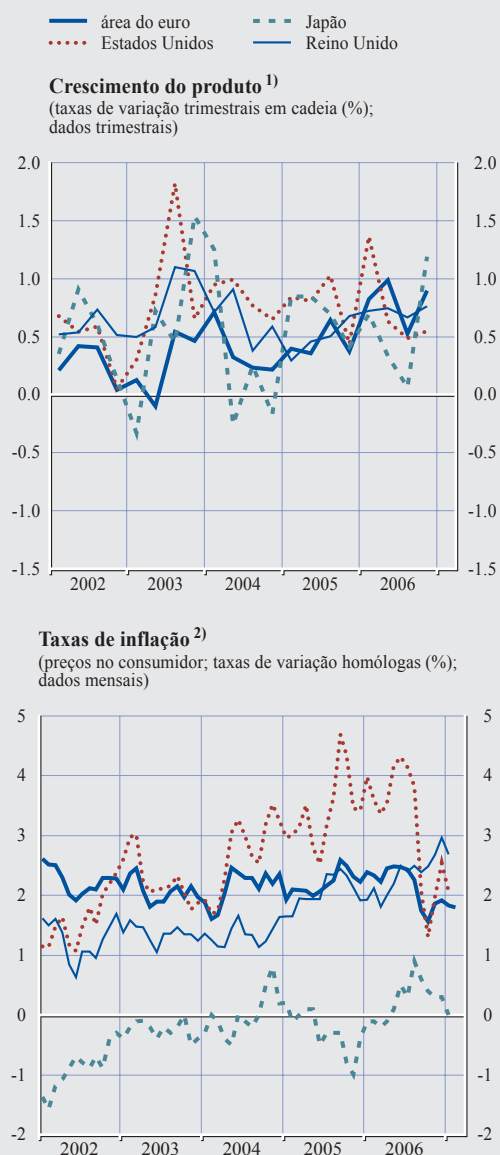
CRESCIMENTO MUNDIAL MODEROU-SE, MAS PERMANECEU ROBUSTO

Em 2006, a economia mundial continuou a expandir-se a um ritmo robusto, não obstante alguma moderação gradual no dinamismo do crescimento. Ao forte crescimento em todas as principais regiões observado no primeiro semestre seguiu-se uma ligeira desaceleração no segundo semestre, em particular nos Estados Unidos (ver Gráfico 2). Em termos globais, porém, o crescimento mundial permaneceu em níveis muito próximos dos registados em 2004 e 2005, beneficiando em particular da continuação de condições de financiamento favoráveis, lucros robustos e melhorias significativas nos balanços das empresas na maior parte das economias mundiais. Além disso, o crescimento robusto de algumas grandes economias emergentes, em conjunto com uma forte actividade no comércio, contribuiu para o ritmo robusto da expansão mundial. Embora o crescimento se tenha tornado mais equilibrado entre as principais economias industrializadas, os desequilíbrios externos internacionais tenderam a aumentar novamente, principalmente em resultado dos excedentes no comércio de produtos energéticos dos países exportadores de petróleo.

Os preços do petróleo permaneceram em níveis elevados em 2006. Após um máximo histórico de USD 78 por barril no início de Agosto, o preço do petróleo bruto Brent tinha diminuído até Dezembro para cerca de USD 60, ou seja, o nível prevalecente no final de 2005. Em 2006, a inflação global dos preços no consumidor, reflectindo amplamente a evolução dos preços dos produtos energéticos, atingiu um pico durante o Verão, tendo posteriormente registado uma descida. As pressões inflacionistas subjacentes mantiveram-se, no geral, relativamente contidas em 2006 na maior parte dos países. Em termos gerais, as taxas de inflação mundial permaneceram muito próximas dos níveis atingidos em 2004 e 2005. Para os países da OCDE, a inflação homóloga

medida pelo IPC global foi de 2.6% no conjunto do ano, e a inflação anual excluindo produtos alimentares e energéticos foi de 2.0%.

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.

Nos Estados Unidos, a taxa homóloga de crescimento do PIB real para o conjunto de 2006 situou-se em 3.3%. Ao longo do ano, porém, a actividade económica desacelerou, com o crescimento do PIB a descer abaixo da sua taxa potencial. Este abrandamento decorreu sobretudo de uma descida do investimento residencial, enquanto o crescimento do consumo privado se manteve resiliente. Embora a despesa das famílias tenha sido negativamente afectada pelo abrandamento no mercado da habitação e por preços elevados dos produtos energéticos, foi suportada por um crescimento robusto dos rendimentos do trabalho e condições de financiamento favoráveis. O investimento empresarial não residencial registou um forte crescimento, apoiado por condições de financiamento favoráveis e níveis elevados de rentabilidade das empresas. O contributo do comércio líquido para o crescimento em 2006 foi igual a zero.

O saldo das contas externas deteriorou-se durante 2006 em comparação com 2005. O agravamento do défice da balança de bens esteve na origem de grande parte da deterioração, reflectindo um crescimento sólido do consumo das famílias. No entanto, a actividade das exportações revelou alguns sinais de melhoria, reflectindo o dinamismo do crescimento económico no resto do mundo e a depreciação da taxa de câmbio efectiva real do dólar dos EUA.

Nos Estados Unidos, a taxa de variação homóloga do IPC para o conjunto de 2006 foi de 3.2%. A inflação dos preços no consumidor aumentou na primeira metade do ano devido à elevada utilização de recursos, a aumentos significativos dos preços dos produtos energéticos e a uma aceleração da componente “custos de ocupação de habitação própria” do IPC. No seguimento de um pico no Verão, as pressões inflacionistas regrediram posteriormente, com a inflação homóloga medida pelo IPC a situar-se em 2.5% em Dezembro. A taxa de inflação homóloga excluindo produtos energéticos e produtos alimentares seguiu um padrão globalmente

semelhante, alcançando em Setembro o nível máximo em dez anos, 2.9%, tendo posteriormente registado uma moderação gradual. A descida das taxas de inflação no final do ano poderá ter reflectido o abrandamento das pressões subjacentes sobre os preços em resultado de um crescimento da procura agregada mais moderado, bem como de preços dos produtos energéticos mais baixos.

Na primeira metade de 2006, o Comité de Operações de Mercado Aberto (FOMC) do Sistema da Reserva Federal aumentou o objectivo para a taxa dos fundos federais num total de 100 pontos base em quatro etapas sucessivas de 25 pontos base. Este aumento levou o objectivo para a taxa dos fundos federais até 5.25% em 29 de Junho. Embora o FOMC tenha mantido o objectivo para a taxa directora constante durante o resto do ano, referiu repetidamente nas suas declarações que permaneciam alguns riscos inflacionistas, embora uma maior reestruturabilidade da orientação de política dependesse da evolução das perspectivas macroeconómicas. No que respeita à política orçamental nos Estados Unidos, o défice orçamental do governo federal diminuiu no exercício de 2006 face a 2005, principalmente devido ao aumento das receitas fiscais das empresas e dos particulares. De acordo com as estimativas do Congressional Budget Office, o défice orçamental do governo federal situou-se em 1.9% do PIB no exercício de 2006.

No Japão, a recuperação económica continuou em 2006, com o PIB real a registar uma taxa de crescimento de 2.2%, o que compara com 1.9% em 2005. O crescimento do PIB manteve-se acima do potencial pelo terceiro ano consecutivo. A actividade económica foi suportada por uma rápida expansão do investimento não residencial privado e pela continuação do fortalecimento das exportações. A robustez do investimento não residencial reflectiu principalmente condições de financiamento favoráveis, o aumento de lucros empresariais e uma forte confiança nas empresas. Em termos gerais, a recuperação da procura interna manteve-se resiliente, não

obstante um abrandamento significativo do crescimento do consumo privado em 2006 em comparação com o ano anterior. A actividade das exportações beneficiou do efeito estimulante do enfraquecimento do iene e da maior procura de máquinas e equipamento. Reflectindo a melhoria dos balanços dos bancos japoneses e a sua renovada capacidade de assunção de riscos, bem como os efeitos da recuperação em curso, os empréstimos bancários aumentaram em 2006 pela primeira vez em dez anos.

As preocupações deflacionistas abrandaram novamente no Japão em 2006. A taxa de variação homóloga dos preços no consumidor voltou a ser positiva no decurso do ano. No entanto, a inflação manteve-se moderada, devido a pressões descendentes persistentes, em particular, sobre os salários. No conjunto do ano, a taxa de variação homóloga dos preços no consumidor foi de 0.3%, o que compara com -0.3% em 2005. Em Março de 2006, o Banco do Japão terminou a sua política de menor restritividade quantitativa, a qual tinha vigorado desde Março de 2001, e em Julho aumentou o objectivo da taxa *overnight* não garantida de zero para 0.25%. Em 2006, o Banco do Japão retirou liquidez excedentária do sector bancário, e o nível de saldos das contas correntes detidas junto do Banco do Japão por bancos privados japoneses diminuiu significativamente, de JPY 31000 mil milhões em Março para cerca de JPY 10000 mil milhões no final do ano.

Nos países emergentes da Ásia, o crescimento permaneceu forte em 2006 devido à procura interna resiliente, em particular nas maiores economias da região, não obstante a desaceleração da procura externa no segundo semestre. As pressões sobre os preços foram contidas por medidas de maior restritividade da política monetária em grande parte da região e, após o Verão, pela queda dos preços do petróleo. A evolução cambial foi divergente: em termos efectivos reais, as moedas da Coreia, Tailândia e Indonésia apreciaram-se em 2006, enquanto as moedas de outros países emergentes da Ásia se depreciaram (por exemplo, R.A.E. de Hong Kong e Taiwan, Província da China) ou

se mantiveram globalmente inalteradas (China, Índia, Malásia). Ao mesmo tempo, as reservas cambiais continuaram a crescer em várias economias da região.

No que respeita à China, a economia continuou a registar um forte crescimento em 2006. A actividade económica acelerou no primeiro semestre em resultado de uma recuperação do investimento do sector da indústria transformadora, imobiliário e da administração local em conjunto com fortes exportações. O crescimento do investimento em capital fixo e do valor acrescentado industrial registou uma ligeira moderação na segunda metade de 2006 em resultado da maior restritividade da política monetária, incluindo medidas administrativas, porém, o crescimento global do PIB manteve-se praticamente inalterado. As pressões inflacionistas permaneceram reduzidas, mas reforçaram-se no final do ano. Após a introdução de um regime cambial mais flexível em 2005, o renminbi chinês continuou, em 2006, a apreciar-se de forma gradual mas constante face ao dólar dos EUA, embora se tenha depreciado face ao euro. O excedente da balança corrente ultrapassou o anterior nível histórico alcançado em 2005, contribuindo assim para o aumento das reservas cambiais da China, as quais alcançaram um nível acumulado de mais de USD 1000 mil milhões.

Na América Latina, o crescimento económico manteve-se dinâmico, suportado pela continuação da conjuntura externa favorável (incluindo os preços elevados das matérias-primas exportadas pela região) e pela procura interna robusta. Entre as maiores economias da América Latina, a Argentina continuou a registar elevadas taxas de crescimento económico real, embora a inflação persistentemente elevada tenha constituído um desafio para as autoridades. O ritmo de expansão económica nas principais economias da região, Brasil e México, foi mais moderado, embora ainda robusto, em particular em relação a este último, enquanto a inflação permaneceu contida. Muitas economias da América Latina continuaram a aproveitar as condições de

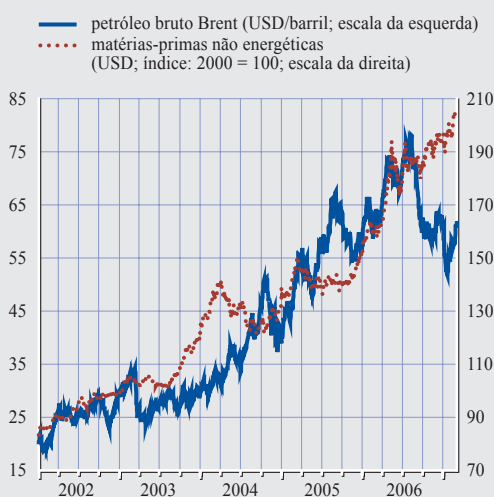
financiamento internacional ainda favoráveis para se envolverem em operações activas de gestão da dívida, em parte através de operações de recompra a título definitivo, bem como de *swaps*, numa tentativa de reduzir os custos com o serviço da dívida e de melhorar os perfis de prazos. Em conjunto com a melhoria dos fundamentos económicos, tal ajudou a concretizar uma nova redução da vulnerabilidade financeira em toda a região.

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS EM 2006

Os preços do petróleo aumentaram fortemente durante a maior parte de 2006 (ver Gráfico 3), com o preço do petróleo bruto Brent a atingir um novo máximo histórico de USD 78 por barril no início do Agosto (aproximadamente 35% acima do nível observado no início do ano). Porém, posteriormente aqueles preços registaram uma queda significativa e, num contexto de volatilidade considerável, atingiram o valor de USD 61 no final do ano. O preço médio do petróleo bruto Brent situou-se em USD 65 em 2006, ou seja, aproximadamente 20% acima da média do ano anterior.

O crescimento da procura mundial de petróleo, que tinha conduzido a restrições em termos de capacidade ao longo da cadeia de fornecimento de petróleo desde meados de 2003, abrandou ligeiramente em 2006 em comparação com os anos anteriores. Tal ficou a dever-se principalmente ao enfraquecimento da procura de petróleo por parte de países da OCDE, que compensou em parte o aumento da procura por parte de países não pertencentes à OCDE, em particular a China. Porém, os preços foram impulsionados por outros factores que surgiram no lado da oferta. Em particular, o grande aumento dos preços do petróleo ao longo dos primeiros sete meses do ano reflectiu principalmente perturbações no fornecimento e uma maior preocupação sobre a segurança da oferta de petróleo no futuro, numa altura em que os fundamentos do mercado petrolífero eram já restritivos. Tais receios foram agravados pela persistência de tensões geopolíticas no Médio Oriente – em particular no que respeita

Gráfico 3 Principais desenvolvimentos nos mercados das matérias-primas



Fontes: Bloomberg e Instituto de Economia Internacional de Hamburgo.

ao programa nuclear do Irão e ao eclodir da guerra entre Israel e o Líbano.

No entanto, após terem registado um pico no início de Agosto, os preços do petróleo diminuíram significativamente à medida que regredia a ameaça de furacões no Golfo do México, que se moderavam consideravelmente as tensões geopolíticas e que diminuía a restitividade do mercado petrolífero retirando alguma pressão dos mercados petrolíferos. A queda dos preços levou a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a anunciar em Outubro um corte na produção no valor de 1.2 milhões de barris por dia a partir de Novembro, a que se seguiu a decisão em Dezembro de proceder a um novo corte da produção no valor de 0.5 milhões de barris por dia a partir de Fevereiro de 2007. No entanto, um início involuntariamente moderado do Inverno na maior parte do Hemisfério Norte, que teve um efeito atenuante sobre a procura de combustíveis para aquecimento, e o limitado cumprimento por parte da OPEP do corte anunciado exerceram pressões descendentes sobre os preços no final de 2006 e particularmente no início de Janeiro de 2007.

Os preços registaram uma recuperação na segunda metade de Janeiro, reflectindo condições meteorológicas mais frias no Hemisfério Norte e o resultante aumento da procura, a descida da oferta da OPEP e o aumento das preocupações geopolíticas.

Os preços das matérias-primas não energéticas aumentaram consideravelmente no decurso de 2006, no contexto de alguma volatilidade. Os preços das matérias-primas não energéticas, medidos pelo índice agregado do Instituto de Economia Internacional de Hamburgo (ver Gráfico 3), subiram acentuadamente no primeiro semestre, principalmente suportados pelo aumento significativo dos preços dos metais. A sólida procura por parte das economias emergentes da Ásia, em particular da China, os preços elevados dos produtos energéticos, o crescimento limitado da produção e os níveis de existências baixos impulsionaram os preços da maior parte dos metais industriais. Depois de terem alcançado um pico em Maio, os preços das matérias-primas não energéticas registaram posteriormente uma ligeira descida, mas mantiveram-se em níveis elevados em termos históricos. O aumento dos preços dos produtos agrícolas também contribuiu para um nível elevado do preço das matérias-primas não energéticas no final do ano. Em termos agregados, os preços das matérias-primas não energéticas (denominados em dólares dos EUA) aumentaram, em média, cerca de 26% em 2006 face ao ano anterior. No início de 2007, os preços das matérias-primas não energéticas continuaram a aumentar, e o índice de preços total atingiu um novo máximo, em termos nominais, no final de Fevereiro.

2.2 EVOLUÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA

CRESCIMENTO DO M3 CONTINUOU A SUBIR, MOTIVADO SOBRETUDO PELO NÍVEL BAIXO DAS TAXAS DE JURO E PELO FORTALECIMENTO DA ACTIVIDADE ECONÓMICA

Em 2006, o crescimento monetário continuou a aumentar, atingindo, no final do ano, a taxa homóloga mais elevada registada desde o início da Terceira Fase da UEM. O forte crescimento do M3 foi motivado sobretudo pelo nível baixo das taxas de juro e pela robustez da actividade económica na área do euro, a qual também apoiou de forma vigorosa a expansão do crédito ao sector privado. Ao mesmo tempo, a subida das taxas de juro começou a afectar a evolução monetária no decurso do ano, embora em grande medida através da substituição entre as componentes do M3, e não com uma redução do crescimento global deste agregado monetário. No geral, a continuação do fortalecimento do crescimento monetário deu um maior contributo para a já ampla situação de liquidez e, em conjunto com a forte expansão do crédito, apontou para riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio e mais longo prazo.

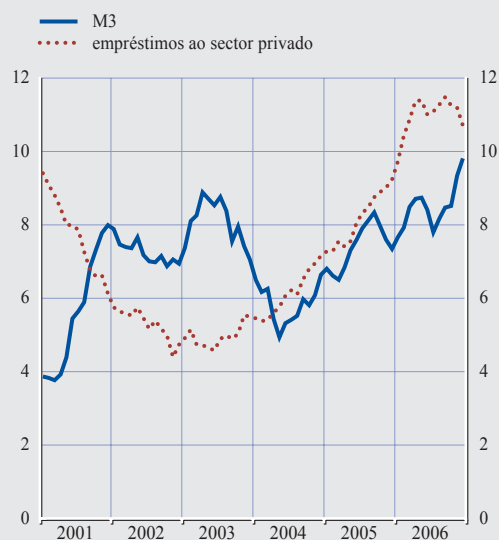
Depois da descida registada no quarto trimestre de 2005, o crescimento do M3 acelerou nos primeiros meses de 2006, tendo a taxa de crescimento homóloga atingido 8.6% no segundo trimestre. O crescimento homólogo do M3 registou uma moderação temporária no terceiro trimestre, antes de se fortalecer novamente, cifrando-se em 9.0% no quarto trimestre. O resultado de 9.8% registado em Dezembro representou a taxa de crescimento homóloga mais elevada registada desde o início da Terceira Fase da UEM. Em termos gerais, a evolução do crescimento homólogo do M3 caracterizou-se por um grau de volatilidade relativamente elevado em 2006. A grande variação também foi visível na dinâmica a mais curto prazo do M3 (isto é, as taxas de crescimento a um mês, a três meses e a seis meses, anualizadas), o que significa que a variabilidade da taxa homóloga não esteve principalmente relacionada com efeitos de base.

No que respeita à evolução das componentes do M3, na primeira metade de 2006 o maior contributo para o crescimento homólogo do M3 foi dado pela expansão dos depósitos *overnight* contidos no agregado monetário estreito M1, tal como tinha acontecido em 2005. Em contraste, na segunda metade do ano, os depósitos a prazo (que são incluídos no agregado mais largo M2, mas não no M1) deram o maior contributo. No que respeita às contrapartidas do M3, a força da expansão monetária em 2006 foi motivada pelo crescimento robusto do crédito das IFM ao sector privado, o qual começou, todavia, a moderar-se ligeiramente no final do ano. Paralelamente, as descidas pronunciadas na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM observadas até ao final de 2005 desvaneceram nos primeiros meses de 2006. Perto do final do ano, registaram-se aumentos significativos no fluxo de disponibilidades líquidas sobre o exterior, que terão contribuído para o novo aumento do crescimento homólogo do M3.

No geral, a evolução em 2006 sugere que o vigoroso crescimento monetário observado foi motivado sobretudo pelo nível baixo das taxas de juro e pela robustez da actividade económica na área do euro. Estes desenvolvimentos dinâmicos podem ser vistos como uma continuação da tendência ascendente do crescimento monetário verificada desde meados de 2004 e que reflectiu a subida constante da taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado (ver Gráfico 4). Isto sugere que os factores subjacentes ao forte crescimento do M3 nos últimos anos, incluindo 2006, diferem dos subjacentes ao forte crescimento do M3 observado entre 2001 e início de 2003. No último caso, os ajustamentos de carteira para activos monetários resultantes da intensificação da incerteza geopolítica, económica e financeira prevalecente na altura foram o principal factor impulsionador da expansão monetária, enquanto o crescimento dos empréstimos ao sector privado se apresentou moderado. Nesta perspectiva, a actual robustez do crescimento do M3 pode ser motivo de maior preocupação em termos da avaliação dos riscos

Gráfico 4 M3 e empréstimos ao sector privado

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



Fonte: BCE.

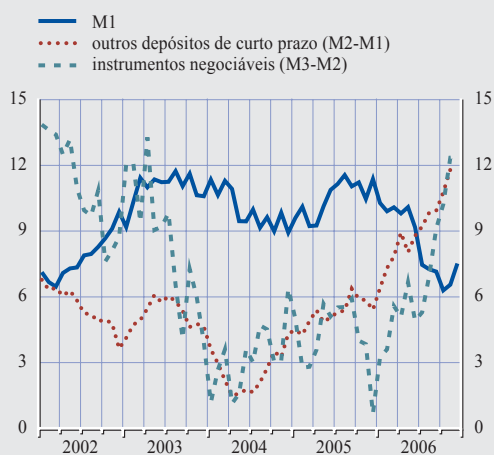
para a estabilidade de preços do que a observada entre 2001 e o início de 2003.

DIFERENTES DESENVOLVIMENTOS NAS PRINCIPAIS COMPONENTES DO M3

No lado das componentes, a taxa de crescimento homóloga do M1 registou uma descida significativa em 2006, apesar de um ligeiro aumento no final do ano, de 10.3% em Janeiro para 7.5% em Dezembro (ver Gráfico 5). Embora o contributo para o crescimento homólogo do M3 tenha caído para 3.5 pontos percentuais no final de 2006, manteve-se significativo. Entre os activos líquidos contidos no M1, a taxa de crescimento homóloga das detenções de moeda em circulação foi de 11.1% em Dezembro, face a 13.5% em Janeiro, em linha com expectativas de uma continuação do processo prolongado de ajustamento de detenções de notas e moedas no seguimento da introdução do euro fiduciário em Janeiro de 2002. Contudo, o principal factor subjacente à diminuição significativa do crescimento do M1, especialmente na segunda metade do ano, foi o crescimento homólogo bastante mais baixo dos depósitos *overnight*, que se situaram

Gráfico 5 Principais componentes do M3

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



Fonte: BCE.

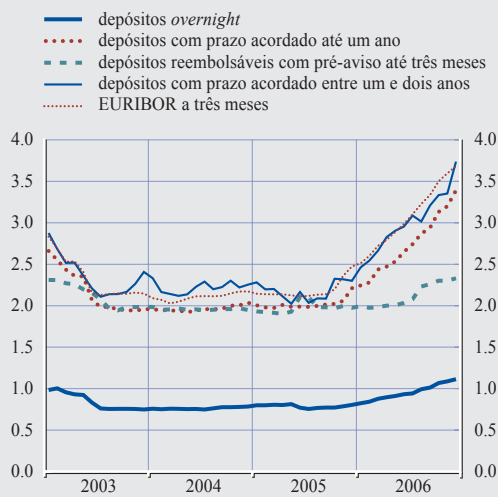
em 6.9% em Dezembro de 2006, face a 9.7% em Janeiro.

Em contraste, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos de curto prazo excepto depósitos *overnight* (M2-M1) fortaleceu-se acentuadamente no decurso de 2006, de 6.4% em Janeiro para 11.8% em Dezembro. O contributo destes outros depósitos de curto prazo para o crescimento homólogo do M3 aumentou para 4.3 pontos percentuais no final de 2006, ou seja, estes depósitos foram responsáveis pelo contributo mais importante. Este maior contributo mais do que compensa a menor contribuição do M1, tendo reflectido a subida significativa da taxa de crescimento homóloga dos depósitos a curto prazo (ou seja, depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive), que cresceu 27.3% no ano até Dezembro, de longe a taxa de crescimento mais elevada desta componente do M3 desde o início da série em 1998. Em contraste, a taxa de crescimento homóloga dos depósitos de poupança de curto prazo (isto é, depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive) registou uma forte descida durante o ano.

Os desenvolvimentos divergentes na dinâmica dos depósitos de curto prazo incluídos no M3

Gráfico 6 Taxas de juro das IFM sobre depósitos de curto prazo e instrumentos negociáveis

(percentagens por ano)



Fonte: BCE.

em 2006 foram, em grande medida, explicados pelos maiores diferenciais entre a remuneração dos depósitos a prazo (que aumentou, em larga medida, em linha com as taxas de juro do mercado monetário desde o final de 2005) e dos depósitos *overnight* (a qual, de acordo com padrões históricos, reagiu de forma mais lenta e mais modesta ao aumento das taxas de mercado) (ver Gráfico 6). Tal originou uma transferência de depósitos *overnight* para depósitos a prazo, reduzindo assim o crescimento do M1, mas com pouco impacto no crescimento do M3 no seu conjunto. No geral, estes desenvolvimentos demonstraram que as subidas das taxas de juro directoras do BCE desde Dezembro de 2005 tiveram um impacto notório na evolução monetária em 2006, embora principalmente sob a forma de substituição entre as componentes do M3 e não pelo condicionamento do crescimento deste agregado monetário.

A taxa de crescimento homóloga dos instrumentos negociáveis (M3-M2) também aumentou fortemente em 2006, situando-se em 12.4% em Dezembro, face a 3.2% em Janeiro (ver Gráfico 5). Consequentemente, o contributo destes instrumentos para a taxa de crescimento

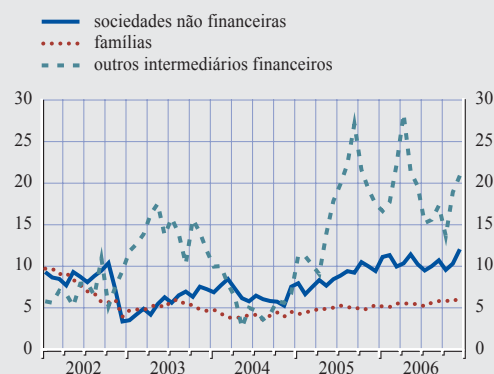
homóloga do M3 aumentou de forma acentuada, para 1.7 pontos percentuais no final de 2006, embora ocultando desenvolvimentos bastante diferentes nas subcomponentes. A taxa de crescimento homóloga das acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário apresentou-se ligeiramente negativa na primeira metade de 2006, antes de se tornar positiva na segunda metade do ano. O fortalecimento do crescimento das acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário no decurso do ano poderá reflectir uma normalização parcial da procura destes instrumentos após um período prolongado de crescimento excepcionalmente baixo, com o desaparecimento dos ajustamentos de carteira (que tinham resultado em detenções excessivas destes activos entre 2001 e o início de 2003, um período de maior incerteza económica e financeira), tendo os investidores mudado para instrumentos mais líquidos.

A procura de títulos de dívida com prazo até dois anos aumentou de forma acentuada em 2006, representando a maior parte do crescente contributo dos instrumentos negociáveis para o crescimento homólogo do M3. As taxas de crescimento elevadas destes títulos de dívida de curto prazo estiveram relacionadas, em parte, com as subidas das taxas de juro de curto prazo no decurso do ano. Os títulos de dívida de curto prazo são predominantemente emitidos a taxas variáveis, característica que permite aos investidores beneficiarem dos aumentos das taxas de juro antes do vencimento do título¹. A taxa de crescimento homóloga dos acordos de reporte também se fortaleceu ligeiramente entre a primeira e a segunda metade de 2006, num contexto de considerável volatilidade de curto prazo.

Uma desagregação por sector dos depósitos de curto prazo e dos acordos de reporte (isto é, a agregação mais ampla das componentes do M3 para a qual se encontra disponível informação fiável por sector detentor) revela que as famílias continuaram a dar o maior contributo para o forte crescimento monetário em 2006, o que reflecte a grande percentagem do *stock* total

Gráfico 7 Depósitos de curto prazo em IFM e acordos de reporte do sector privado

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



Fonte: BCE.

Notas: O sector que reporta os dados abrange as IFM excluindo o Eurosistema. Além disso, não se incluem as responsabilidades monetárias da administração central (correios, Tesouro).

destes depósitos de curto prazo que é detida pelo sector das famílias. A taxa de crescimento homóloga das detenções de moeda das famílias tem seguido uma tendência ascendente constante desde o início de 2004 (ver Gráfico 7), apesar dos fortes rendimentos de activos concorrentes (como as acções e a habitação) ao longo dos últimos anos, mas manteve-se bastante abaixo das taxas de crescimento dos restantes sectores privados detentores de moeda.

Em 2006, o crescimento homólogo das detenções de moeda das sociedades não financeiras situou-se próximo de 10%, representando cerca de um quarto do crescimento vigoroso dos depósitos de curto prazo e acordos de reporte. A forte rentabilidade, o investimento empresarial elevado e a intensa actividade de fusões e aquisições (F&A) foram os principais factores subjacentes à forte procura de activos líquidos pelas empresas².

1 Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Developments in short-term debt securities within M3", na edição de Janeiro de 2007 do Boletim Mensal do BCE.

2 Ver também o artigo intitulado "Sectoral money holding: determinants and recent developments", na edição de Agosto de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

O grau relativamente elevado de volatilidade no crescimento global do M3 em 2006 ficou a dever-se, na sua maioria, à evolução das detenções de depósitos por intermediários financeiros não monetários excepto sociedades de seguros e fundos de pensões (ou seja, o sector dos “outros intermediários financeiros” ou dos OIF). Os OIF tornaram-se detentores significativamente mais importantes de activos monetários ao longo da última década. Esta evolução prende-se com a desregulamentação e a liberalização financeiras e com o desenvolvimento associado de mercados de títulos mais profundos e mais líquidos. A crescente importância dos OIF tem sido particularmente visível desde meados de 2004 (ver a Caixa 1 para uma discussão sobre o crescente papel dos OIF na determinação da dinâmica monetária).

Caixa 1

O PAPEL DOS OUTROS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NA DINÂMICA MONETÁRIA

A moeda detida por intermediários financeiros não monetários tornou-se significativamente mais importante na análise da evolução monetária ao longo da última década¹. Isto verifica-se em particular no sector “outros intermediários financeiros” (OIF), ou seja, os intermediários financeiros não monetários excepto sociedades de seguros e fundos de pensões. Em parte, a maior importância deste sector para a análise monetária reflecte a liberalização e a inovação financeiras, bem como o correspondente desenvolvimento de mercados de títulos mais profundos e mais líquidos. A importância crescente do sector dos OIF tem sido particularmente visível desde meados de 2004, tal como reflectido nos seus contributos para a taxa de crescimento anual dos depósitos de curto prazo incluindo acordos de reporte (referidos aqui como depósitos do M3) – a agregação mais ampla de componentes do M3 para a qual está disponível uma desagregação por sector. Em 2006, o contributo do sector dos OIF para a taxa de crescimento homóloga média de 8.1% ascendeu a 1.8 pontos percentuais. Neste contexto, a presente caixa toma em consideração o papel dos OIF na dinâmica monetária ao longo dos últimos anos.

A natureza do sector dos OIF e a sua procura de moeda

Os OIF proporcionam tipicamente serviços financeiros a famílias e a sociedades não financeiras e/ou operam em mercados financeiros em nome próprio. O sector dos OIF também inclui instituições criadas por IFM de modo a facilitar a titularização de empréstimos no balanço das IFM. O sector dos OIF é, assim, heterogéneo, consistindo num conjunto de entidades muito diferentes, tais como fundos de investimento, sociedades envolvidas na concessão de crédito, locação financeira e *factoring*, sociedades de titularização e corretores de títulos e derivados. Esta heterogeneidade tem implicações para a relação financeira entre OIF e IFM e, deste modo, para o padrão de detenção de moeda no sector dos OIF. Enquanto as sociedades de locação financeira têm maior probabilidade de serem mutuários líquidos do sector das IFM, os fundos de investimentos e empresas de *factoring* são tipicamente depositantes líquidos. Para outras instituições pertencentes ao sector dos OIF, tais como as sociedades de titularização, a posição líquida junto das IFM é menos clara.

¹ Ver o artigo intitulado “Sectoral money holding: determinants and recent developments”, na edição de Agosto de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

A procura de moeda por parte dos OIF parece reflectir motivos relacionados com carteiras e é, assim, determinada pelas taxas de rendibilidade relativas de moeda, obrigações, títulos de participação e activos reais (tais como capital físico, matérias-primas e terrenos). Além disso, a procura de moeda originada por transacções de OIF deverá estar estreitamente relacionada com a necessidade de liquidar transacções financeiras, e não com a aquisição de bens e serviços.

Detenções por OIF de depósitos e empréstimos de IFM

De modo a avaliar o modo como a natureza dos OIF e os seus motivos para deterem moeda se reflectem na evolução monetária, é útil analisar os seus contributos para a evolução das componentes do M3 (depósitos de curto prazo e acordos de reporte) e das contrapartidas do M3 (depósitos de mais longo prazo e empréstimos de IFM).

Analisando em primeiro lugar as componentes do M3, a estreita ligação entre as detenções de depósitos de OIF e a evolução dos mercados de capitais reflecte-se na percentagem considerável de acordos de reporte (*repos*) nas detenções globais de depósitos do M3 dos OIF. Os acordos de reporte representam cerca de um quarto do total de detenções pelos OIF de depósitos do M3, uma percentagem muito superior à observada para o sector privado não financeiro. As operações de recompra são realizadas de modo a tomar de empréstimo títulos e/ou obter liquidez. Muitas estratégias de engenharia financeira moderna empregues por investidores institucionais dificilmente seriam implementadas caso tais operações não fossem realizadas.

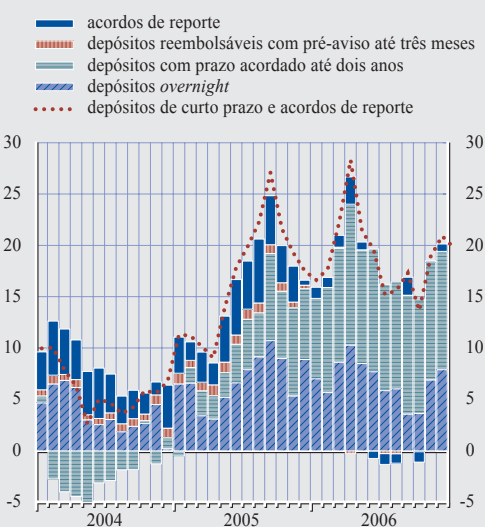
Porém, o contributo significativo dos acordos de reporte para a taxa de crescimento anual dos depósitos do M3 detidos por OIF em 2005 (ver Gráfico A) também reflecte, em parte, a migração das actividades das instituições de crédito no mercado monetário do comércio interbancário directo para plataformas comerciais electrónicas. Várias destas plataformas comerciais são operadas por câmaras de compensação de títulos, fazendo, assim, parte do sector dos OIF². Numa perspectiva económica, transacções anteriormente realizadas ao balcão entre IFM, mas agora realizadas através de uma plataforma detida por OIF, continuam a constituir actividade interbancária. Porém, numa perspectiva estatística, dão agora origem a posições credoras e devedoras face a OIF ao nível do balanço das IFM, incluindo rubricas que contribuem para a expansão do M3. Para avaliar as implicações do crescimento monetário para a evolução macroeconómica, essas distorções devem ser claramente corrigidas.

Mais recentemente, as detenções de depósitos do M3 por parte dos OIF foram impulsionadas em larga medida pelas suas detenções de depósitos de curto prazo (depósitos a prazo até dois anos). Esta evolução é igualmente visível para as detenções de depósitos por parte do sector privado não financeiro e deverá reflectir um movimento de fundos de depósitos *overnight* com rendibilidade reduzida para depósitos de curto prazo com remuneração cada vez mais elevada e um prazo apenas ligeiramente mais longo. No caso dos OIF, existe alguma evidência de que o aumento das detenções destes depósitos poderá estar relacionado com a antecipação por parte das IFM do quadro “Basileia II”, no sentido em que as IFM têm vindo a realizar titularizações sintéticas adicionais utilizando sociedades de titularização, que colocaram fundos sob a forma de depósitos a prazo durante a transacção.

² Ver a edição de Novembro de 2005 do Relatório Mensal do Deutsche Bundesbank.

Gráfico A Depósitos de curto prazo em IFM e acordos de reporte de outros intermediários financeiros não monetários

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

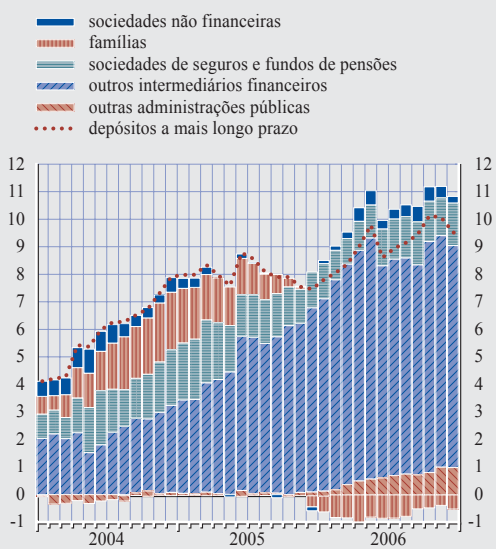


Fonte: BCE.

Notas: O sector que reporta os dados abrange as IFM excluindo o Eurosistema. As contribuições podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

Gráfico B Desagregação por sector de depósitos a mais longo prazo das IFM

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



Fonte: BCE.

Notas: O sector que reporta os dados abrange as IFM excluindo o Eurosistema. As contribuições podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

Analisando as contrapartidas do M3, o crescimento das detenções de OIF está na origem da maior parte do crescimento anual dos depósitos a mais longo prazo das IFM (cerca de 90% em 2006; ver Gráfico B), explicando assim uma percentagem importante da evolução das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas), as quais consistem em títulos de dívida das IFM emitidos com prazo superior a dois anos e depósitos com prazo superior a dois anos ou com pré-aviso superior a três meses. O forte crescimento dos depósitos a mais longo prazo reflecte factores relacionados com mudanças na natureza da intermediação financeira.

A crescente utilização da titularização – um processo no qual as sociedades de titularização estão crucialmente envolvidas – é um exemplo de tais factores. Quando um crédito titularizado é removido do balanço de uma IFM e é transferido para o balanço de uma sociedade de titularização (ou seja, é realizada uma titularização “fora do balanço”), tipicamente não existe um impacto imediato sobre a evolução das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM. No entanto, quando o crédito titularizado permanece no balanço das IFM (isto é, titularização sintética), o risco é transferido para a sociedade de titularização, a qual emite títulos garantidos por activos e tipicamente investe as receitas em activos seguros, que com grande probabilidade incluem depósitos a mais longo prazo de IFM ou títulos de dívida de mais longo prazo de IFM

3 O facto de tal implicar um impacto líquido sobre os agregados monetários depende de quem adquire o instrumento de dívida titularizado e do modo como a aquisição é financiada. Por exemplo, se o instrumento de dívida titularizado for comprado por um não residente, tal resultará em primeira instância num aumento de depósitos do sector dos OIF e numa melhoria da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM. Porém, se, por exemplo, o instrumento de dívida titularizado for adquirido por uma sociedade de seguros que financia a aquisição com depósitos de curto prazo, e a sociedade de titularização mantiver os fundos sob a forma de activos seguros e muito líquidos, o impacto sobre a evolução monetária agregada seria então neutro.

(para os quais não está disponível informação sobre as detenções sectoriais)³. Alterações regulamentares, relacionadas nomeadamente com a introdução das Normas Internacionais de Contabilidade, e alterações nos impostos nos países da área do euro encorajaram as IFM a realizar mais titularizações sintéticas nos últimos anos, impulsionando assim mais responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM detidas por OIF.

No lado das contrapartidas, os OIF também influenciam a evolução monetária através da sua procura de empréstimos. O contributo dos OIF para o crescimento anual dos empréstimos ao sector privado aumentou de ½ ponto percentual em meados de 2004 para 1¼ pontos percentuais na segunda metade de 2006. A procura de empréstimos por parte dos OIF centrou-se principalmente nos prazos inferiores a um ano e, em menor medida, nos prazos superiores a cinco anos (ver Gráfico C).

A natureza de curto prazo dos empréstimos concedidos a OIF sugere que, em parte, os empréstimos foram contraídos de modo a satisfazer necessidades de financiamento. No processo de titularização sintética, por exemplo, tais empréstimos de curto prazo poderão ser utilizados para equilibrar fluxos de tesouraria entre a aquisição dos activos e a finalização do financiamento a mais longo prazo. Uma segunda fonte de forte procura de empréstimos de curto prazo por parte dos OIF resultou da migração de comércio interbancário directo para plataformas comerciais electrónicas. A interposição de uma plataforma comercial electrónica resulta na desagregação de uma operação de reporte em duas transacções independentes: o acordo de recompra original e uma transacção compensatória (um “acordo de revenda”), que na realidade representa um empréstimo de curto prazo concedido por uma IFM à plataforma comercial.

A procura de empréstimos com prazos mais longos por parte de OIF provavelmente reflecte as actividades de sociedades financeiras concessoas de crédito ao sector não financeiro, embora em alguns casos as sociedades de titularização envolvidas em titularização também possam ter solicitado empréstimos de fundos com prazos superiores a cinco anos.

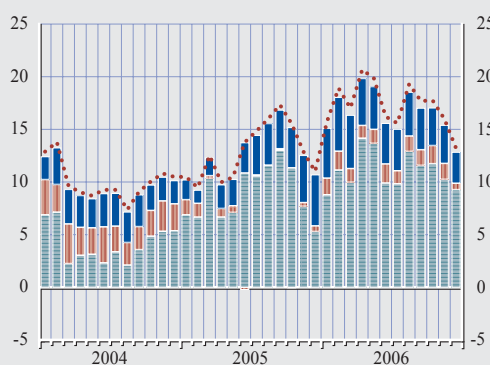
Implicações das detenções de moeda por OIF para os riscos para a estabilidade de preços

As detenções de moeda por OIF tendem a ser de natureza ligeiramente diferente das referentes às famílias ou às sociedades não financeiras. Deste modo, o impacto da detenção de moeda por OIF sobre a actividade económica e os preços pode ser menos óbvio. No entanto, o sector dos OIF deve ser tomado em consideração na análise de riscos inflacionistas resultantes da evolução monetária, dado que os OIF afectam a evolução da economia através das suas ligações financeiras com outros sectores, na medida em que permitem às empresas ou famílias modificar os seus padrões de despesa e poupança. Neste sentido, as detenções de moeda por parte de OIF

Gráfico C Empréstimos de IFM a outros intermediários financeiros não monetários

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

- empréstimos a OIF com prazo superior a cinco anos
- empréstimos a OIF com prazo entre um e cinco anos
- empréstimos a OIF com prazo até um ano
- total dos empréstimos a OIF



Fonte: BCE.

Nota: As contribuições podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

deverão conter informação relevante no médio a mais longo prazo que seria ignorada caso o sector detentor de moeda fosse analisado sem este grupo.

O conteúdo informativo dos agregados monetários assenta no facto de estes subsumirem os complexos processos de substituição que ocorrem entre uma grande variedade de activos e que têm impacto sobre os prémios de liquidez e de risco não observáveis. Estes prémios afectam a capacidade das famílias e das empresas para contraírem ou concederem empréstimos, isto é, para antecipar ou adiar a despesa. Devido à sua gestão de risco profissional, os OIF podem realizar transacções, por exemplo, cedendo liquidez através da compra de carteiras de crédito hipotecário e empresarial ou através do *factoring*, que os investidores não especializados consideram comportar demasiado risco. Em certa medida, o recente crescimento dos depósitos e empréstimos de OIF pode reflectir um ajustamento estrutural pontual no funcionamento do sistema financeiro. Porém, os efeitos cíclicos relacionados com o nível baixo das taxas de juro – induzindo uma procura de rendimento – poderão estar a fortalecer a atractividade de determinados investimentos de cedência de liquidez por parte dos OIF.

A evidência empírica sugere que a evolução das detenções de depósitos de OIF aumenta a volatilidade de curto prazo no crescimento monetário e, deste modo, pode complicar a avaliação da dinâmica monetária subjacente. Além disso, a cobertura por sector mais alargada do agregado monetário reduz a proximidade do co-movimento entre a tendência de crescimento monetário e a inflação. No entanto, a evidência indica igualmente que a evolução subjacente num agregado monetário mais largo incluindo detenções de depósitos de OIF permite identificar pontos de viragem da inflação com maior antecedência⁴. Esta conclusão sugere que as detenções de depósitos de OIF poderão conter informação não fornecida por outros sectores e que poderá ser relevante para a avaliação dos riscos para a estabilidade de preços.

Em conclusão, ao longo da última década, os OIF tornaram-se significativamente mais importantes para a evolução monetária. O aprofundamento dos mercados financeiros mundiais em conjunto com os processos em curso de integração e inovação financeiras na área do euro sugerem que a sua importância continuará a crescer. A procura de moeda por parte dos OIF deve, assim, ser analisada e avaliada com precaução, de modo a extrair em tempo real os sinais da evolução monetária relevantes para a avaliação dos riscos para a estabilidade de preços. Com base nos dados disponibilizados por IFM, esta análise e avaliação não são totalmente possíveis. Está em curso um processo de compilação de dados mais abrangentes.

⁴ Ver também a caixa intitulada “Detenção de moeda por sector e conteúdo de informação da moeda em relação à inflação”, na edição de Setembro de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

CRESCIMENTO DO CRÉDITO DAS IFM AO SECTOR PRIVADO FORTALECEU-SE DE NOVO

No lado das contrapartidas, a dinâmica monetária em 2006 reflectiu principalmente o forte crescimento do crédito das IFM ao sector privado (ver Gráfico 8). Em particular, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM ao sector privado aumentou significativamente no início de 2006, tendo depois oscilado em torno de uma taxa

ligeiramente acima de 11% durante a maior parte do ano de 2006. Perto do final do ano, o crescimento dos empréstimos ao sector privado começou a apresentar alguns sinais de moderação, embora com taxas ainda vigorosas. A continuação da forte procura de empréstimos foi apoiada pelo nível baixo das taxas de juro, por condições favoráveis de concessão de crédito, de acordo com os dados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do

Eurosistema, por uma actividade económica mais forte e por uma evolução robusta do mercado imobiliário em diversas partes da área do euro. A ligeira desaceleração do crescimento dos empréstimos no final do ano sugere que as subidas das taxas de juro directoras do BCE podem ter começado a influenciar gradualmente a dinâmica do endividamento.

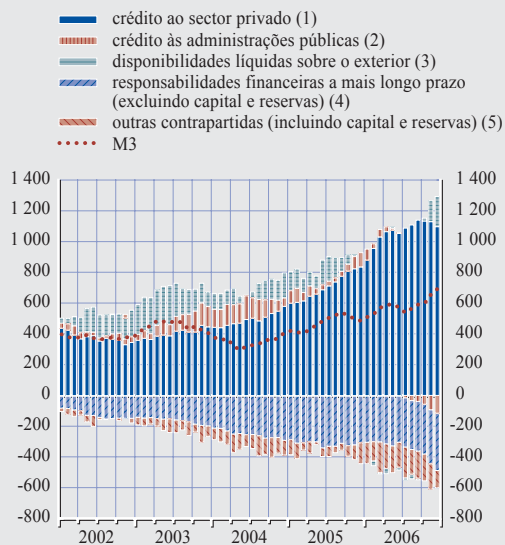
O forte dinamismo dos empréstimos das IFM ao sector privado foi generalizado nos principais sectores detentores de moeda, embora a evolução por sector tenha apresentado padrões ligeiramente diferentes durante o ano. Na primeira metade de 2006, o maior contributo para o crescimento dos empréstimos ao sector privado reflectiu a procura por parte do sector das famílias. Contudo, o crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação moderou-se a partir de Maio de 2006, com a subida das taxas hipotecárias e o arrefecimento dos mercados da habitação em algumas partes da área do euro, enquanto os empréstimos a sociedades não financeiras aceleraram de novo, o que possivelmente esteve associado à robustez continuada do investimento empresarial e da actividade de F&A (para mais pormenores, ver a subsecção abaixo, relativa à procura de financiamento externo das sociedades não financeiras). Consequentemente, na segunda metade do ano, o maior contributo para o crescimento dos empréstimos foi proveniente do sector empresarial não financeiro.

Entre as outras contrapartidas do M3, o crescimento homólogo das responsabilidades financeiras a mais longo prazo das IFM (excluindo capital e reservas) manteve-se forte em 2006, fortalecendo-se mesmo perto do final do ano.

O fluxo anual da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM oscilou numa banda relativamente estreita em torno de zero durante os três primeiros trimestres de 2006, o que implicou o desaparecimento do efeito atenuante das descidas pronunciadas na posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM sobre a dinâmica anual do M3

Gráfico 8 Contrapartidas do M3

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



Fonte: BCE.

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

observada na segunda metade de 2005. Os dados da balança de pagamentos sugerem que a evolução globalmente neutra da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM nos três primeiros trimestres de 2006 ocultou um fortalecimento gradual tanto do investimento de carteira líquido, como do investimento directo estrangeiro na área do euro. Tal prendeu-se sobretudo com uma melhoria das perspectivas económicas para a área do euro desde o início do ano, com a apreciação da taxa de câmbio do euro relativamente ao dólar dos EUA e com a redução do diferencial de taxa de juro entre os Estados Unidos e a área do euro nos prazos curtos da curva de rendimentos no decurso do ano.

Perto do final de 2006, o fluxo anual da posição das disponibilidades líquidas sobre o exterior das IFM tornou-se bastante positivo e parece ter tido um impacto ascendente sobre o

crescimento homólogo do M3 nos dois últimos meses do ano. O forte aumento das entradas de capital na área do euro perto do final de 2006 pode ter reflectido, em parte, as expectativas prevaletentes de um fortalecimento da taxa de câmbio do euro.

LIQUIDEZ PERMANECEU AMPLA

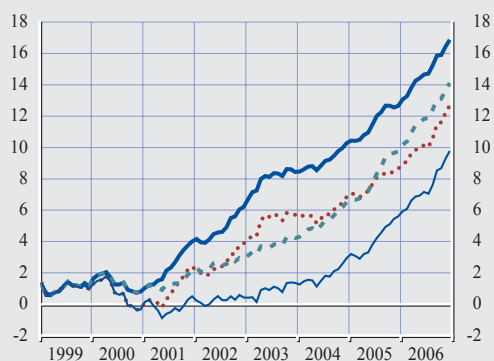
A continuação do forte crescimento do M3 ao longo de 2006 veio acrescer ao *stock* de liquidez já amplo na área do euro. Os indicadores disponíveis da situação de liquidez continuaram a aumentar (ver Gráfico 9). Quer o desvio monetário nominal, definido como a diferença entre o nível observado do M3 e o nível do M3 que teria resultado do crescimento constante do M3 de acordo com o seu valor de referência de 4½% desde Dezembro de 1998, quer o desvio monetário real, que corrige o desvio monetário nominal da liquidez excedentária absorvida pela evolução dos preços passada (isto é, o desvio acumulado das taxas de inflação face à definição de estabilidade de preços do BCE), aumentaram de forma acentuada novamente em 2006. No final do ano, ambas as medidas se situavam nos níveis mais elevados observados desde o início da Terceira Fase da UEM, não tendo apresentado quaisquer sinais claros de estabilização.

O BCE também publicou regularmente desvios monetários construídos com base numa série do M3 ajustada, que tenta corrigir o impacto estimado de ajustamentos de carteira para activos monetários desencadeado pelo aumento da incerteza económica e financeira observada entre 2001 e 2003³. Visto não ter havido qualquer sinal de um novo desvanecimento de ajustamentos de carteira passados após a retoma temporária no quarto trimestre de 2005, estas medidas corrigidas continuaram a mover-se em paralelo com os correspondentes desvios monetários obtidos com base na série oficial do M3 também em 2006. Não obstante, as medidas do desvio monetário calculadas a partir da série corrigida permaneceram significativamente abaixo das baseadas na série oficial do M3. Ao se avaliar estes indicadores da situação de liquidez, convém ter em conta que se trata

Gráfico 9 Estimativas do desvio monetário¹⁾

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

- desvio monetário nominal com base no M3 oficial
- desvio monetário real com base no M3 oficial
- - - desvio monetário nominal com base no M3 corrigido do impacto estimado de ajustamentos de carteira²⁾
- desvio monetário real com base no M3 corrigido do impacto estimado de ajustamentos de carteira²⁾



Fonte: BCE.

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

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

apenas de estimativas, sendo, assim, inevitavelmente imperfeitas e devendo, por conseguinte, ser tratadas com precaução.

Não obstante a incerteza em torno das estimativas a nível individual, o quadro geral veiculado por estes indicadores aponta para uma maior acumulação de liquidez em 2006, o que tende a confirmar a ideia de ampla liquidez.

³ Para mais pormenores, ver o artigo intitulado “Análise monetária em tempo real”, na edição de Outubro de 2004 do Boletim Mensal do BCE.

AUMENTO DAS TAXAS DO MERCADO MONETÁRIO, APÓS SUBIDAS DAS TAXAS DE JURO DIRECTORAS DO BCE

Durante 2006, as taxas do mercado monetário subiram em todo o espectro de prazos, em linha com os aumentos das taxas de juro directoras do BCE que ocorreram durante o ano. A evolução regular das taxas de juro do mercado monetário, juntamente com o nível geralmente baixo da volatilidade por estas registado, sugere que as medidas de política monetária foram bem antecipadas pelos participantes no mercado, reflectindo a transparência e previsibilidade das decisões de política do BCE.

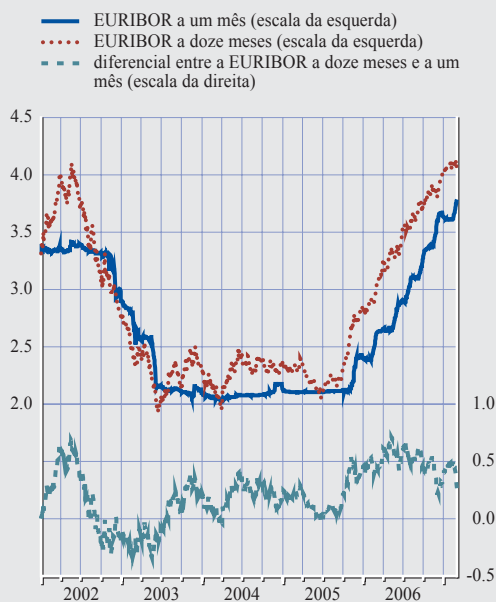
Depois de dois anos e meio a manter as taxas de juro directoras do BCE em níveis historicamente baixos, em Dezembro de 2005 o Conselho do BCE aumentou as taxas de juro directoras em 25 pontos base. Durante 2006, o Conselho do BCE aumentou as taxas de juro directoras do BCE em degraus de 25 pontos base em cinco outras ocasiões. Em linha com estas subidas

das taxas de juro directoras do BCE, as taxas de juro do mercado monetário aumentaram de forma constante no decurso do ano em todo o espectro de prazos. No dia 2 de Março de 2007, as taxas de juro a um e a doze meses situavam-se em 3.79% e 4.05%, respectivamente, isto é, 139 e 119 pontos base acima do nível registado no início de Janeiro de 2006.

Analisando mais de perto os desenvolvimentos no decurso de 2006, as taxas do mercado monetário com prazos mais longos aumentaram até ao início de Novembro (ver Gráfico 10). Em Novembro, as taxas de juro de mais longo prazo do mercado monetário desceram ligeiramente, reflectindo expectativas de uma certa desaceleração na redução da orientação acomodatória da política monetária pelo Conselho do BCE. Todavia, as taxas de juro do mercado monetário voltaram a aumentar em Dezembro, em particular após a última reunião de 2006 do Conselho do BCE e estabilizaram, de um modo geral, depois do final do ano. Em contraste com esta evolução, as taxas de juro de

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

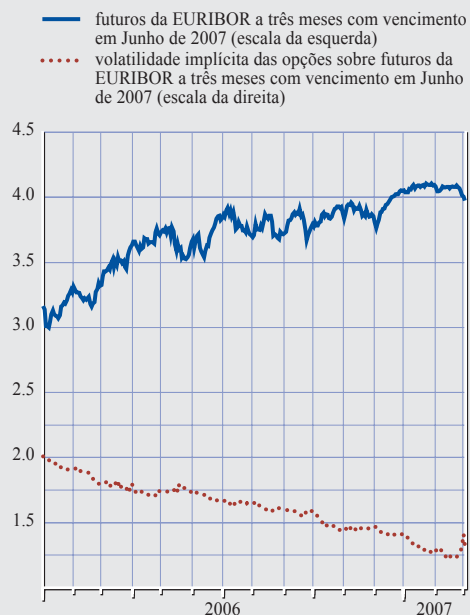
(percentagens por ano; pontos percentuais; dados diários)



Fonte: Reuters.

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

(percentagens por ano; pontos base; dados diários)



Fontes: Reuters e Bloomberg.

mais curto prazo aumentaram de forma contínua ao longo do ano, não apresentando qualquer inversão temporária desta tendência ascendente.

Entre Janeiro e meados de Maio de 2006, a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário, medida pela diferença entre a EURIBOR a doze meses e a um mês, acentuou-se, atingindo 71 pontos base em 12 de Maio. A inclinação tornou-se então mais horizontal, estabilizando em cerca de 50 pontos base ao longo do período de Julho a Outubro de 2006. A curva tornou-se de novo mais marcadamente horizontal desde a primeira semana de Novembro de 2006 até aos dias que antecederam a reunião do Conselho do BCE de 7 de Dezembro de 2006, com a descida temporária da taxa a doze meses. Após a reunião de 7 de Dezembro do Conselho do BCE, a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário acentuou-se progressivamente, estabilizando em cerca de 45 pontos base depois do final do ano, antes de diminuir para aproximadamente 30 pontos base no início de Março de 2007.

As taxas de juro implícitas nos futuros da EURIBOR a três meses transmitem um cenário globalmente semelhante. Estas taxas aumentaram de um modo constante entre Janeiro e Novembro de 2006, tendo a única excepção ocorrido no período entre meados de Maio e o final de Junho de 2006 (ver Gráfico 11). Em Novembro de 2006, estas taxas registaram uma descida, mas aumentaram novamente, de forma acentuada, em Dezembro. A 2 de Março de 2007, a taxa de juro a três meses implícita no contrato de futuros de Junho de 2007 situava-se em 3.97%, isto é, 81 pontos base acima do valor registado no início de Janeiro de 2006.

Durante 2006, a volatilidade implícita nas opções de contratos de futuros sobre a EURIBOR a três meses foi, no geral, moderada. A volatilidade implícita diminuiu progressivamente entre Janeiro e Dezembro, sugerindo um elevado grau de previsibilidade das decisões de política monetária do BCE para

os participantes no mercado monetário. As duas únicas excepções foram a subida ligeira da volatilidade em Maio e uma estabilização global observada entre o final de Outubro e o início de Dezembro, associada à referida incerteza em torno de movimentos futuros das taxas de juro directoras antes da reunião de Dezembro do Conselho do BCE. Após esta reunião, a volatilidade implícita diminuiu de forma constante, seguindo uma tendência negativa, invertida apenas alguns dias antes da reunião de Março de 2007 do Conselho do BCE.

TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE LONGO PRAZO DA ÁREA DO EURO RECUPERARAM EM 2006

Em 2006, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo na área do euro continuaram a recuperar face aos níveis historicamente baixos observados no final de 2005. No geral, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos da área do euro aumentaram 70 pontos base em 2006, para 4.0% no final do ano (ver Gráfico 12). Este aumento das taxas de juro de longo prazo terá reflectido principalmente o maior optimismo dos investidores no que respeita às perspectivas de crescimento para a economia da área do euro. A corroborar esta ideia, a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública indexadas com vencimento em 2015 – uma medida das taxas de juro reais de longo prazo – aumentou 60 pontos base entre o final de 2005 e o final de Dezembro de 2006. Pelo contrário, as taxas de inflação implícitas a dez anos, que medem as expectativas de inflação dos participantes no mercado e os prémios de risco relacionados, variaram pouco, em termos gerais, nesse período.

Na primeira metade de 2006, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo aumentaram de forma acentuada em ambos os lados do Atlântico. Tanto na área do euro como nos Estados Unidos, as taxas de rendibilidade das obrigações a dez anos aumentaram cerca de 80 pontos base entre o final de Dezembro de 2005 e o final de Junho de 2006. Para além das

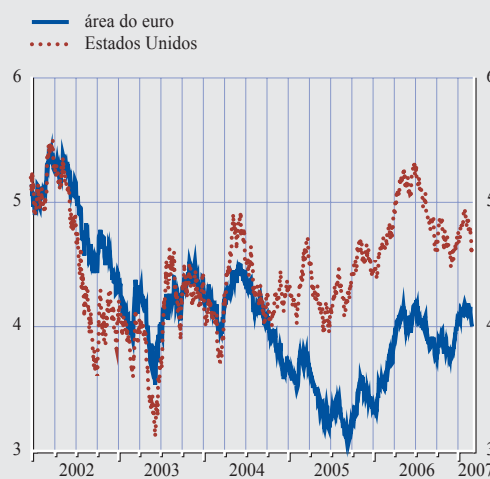
ligações de taxa de juro internacionais normalmente fortes, a subida das taxas de juro de longo prazo da área do euro também reflectiu reacções do mercado a divulgações de dados sobre a actividade económica e o sentimento empresarial, que os investidores interpretaram, em termos gerais, como apontando para a melhoria das perspectivas de crescimento da área do euro. Em conformidade com esta interpretação, a subida relativamente forte das taxas de rendibilidade das obrigações nominais na primeira metade de 2006 foi motivada sobretudo por um aumento na componente de taxa de juro real. Contudo, perto do final de Junho, a tendência ascendente geral das taxas de rendibilidade das obrigações dos EUA e da área do euro chegou ao fim.

A queda posterior das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo no terceiro trimestre, que ocorreu, de novo, de forma altamente sincronizada em ambos os lados do Atlântico, esteve, em parte, relacionada com a turbulência nos mercados accionistas internacionais que teve início em Maio e levou os investidores mundiais a optarem temporariamente pela segurança relativa de produtos de rendimento fixo líquidos. Além disso, o forte aumento dos preços do petróleo à luz das tensões geopolíticas no Médio Oriente poderá ter afectado as perspectivas mundiais de crescimento. Ao mesmo tempo, é provável que os sinais emergentes de um abrandamento na economia norte-americana, que causaram uma descida acentuada das taxas de juro dos EUA em todo o espectro de prazos, também tenham afectado em alguma medida as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro, através da transmissão internacional normalmente forte dos choques do mercado obrigacionista. Perto do final de 2006, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro registaram uma recuperação, num contexto de divulgações de dados favoráveis sobre a actividade económica na área do euro.

Apesar do aumento global das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da

Gráfico 12 Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de longo prazo¹⁾

(percentagens por ano; dados diários)



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

área do euro, a curva de rendimentos da área do euro tornou-se mais horizontal em 2006, o que se traduziu numa descida correspondente do “diferencial de prazo”, medido pela diferença entre a taxa de rendibilidade de uma obrigação de dívida pública a dez anos e a EURIBOR a três meses. O diferencial de prazo da área do euro reduziu-se cerca de 50 pontos base no decurso de 2006, tendo atingido o nível relativamente baixo de aproximadamente 30 pontos base no final do ano. A menor inclinação da curva de rendimentos da área do euro em 2006 decorreu de forma gradual juntamente com os cinco aumentos consecutivos das taxas de juro directoras do BCE. Em termos históricos, um diferencial de prazo baixo – e, em particular, um diferencial negativo – (uma “curva de rendimentos invertida”) tem sido, frequentemente, prenúncio de um abrandamento subsequente na actividade económica, ou mesmo uma recessão. Todavia, a menor inclinação da curva de rendimentos da área do euro em 2006 tem de ser interpretada à luz dos prémios de risco incluídos nas taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo. Os prémios de risco dos mercados obrigacionistas terão atingido níveis extraordinariamente

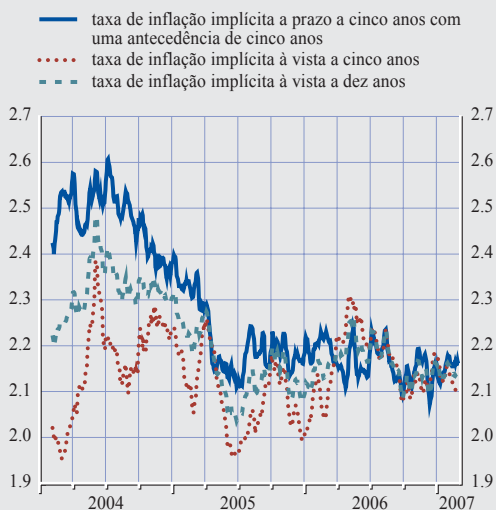
baixos ao longo dos últimos dois anos. Quando se consideram os níveis baixos dos prémios de risco dos mercados obrigacionistas, o diferencial de prazo no final de 2006 deixa de se apresentar muito baixo⁴.

Em 2006, as expectativas de inflação a longo prazo dos participantes no mercado e os prémios de risco relacionados, reflectidos nas taxas de inflação implícitas, parecem ter permanecido globalmente inalterados e estáveis nos vários horizontes, em níveis ligeiramente superiores a 2% por ano. A informação acerca das expectativas de inflação e dos prémios de risco relacionados em horizontes específicos pode ser obtida a partir da decomposição das taxas de inflação implícitas a dez anos em taxas implícitas a cinco anos e taxas implícitas a prazo a cinco anos com uma antecedência de cinco anos extraídas das estruturas de prazos estimadas das taxas de inflação implícitas (ver Gráfico 13)⁵. A decomposição mostra que as expectativas de inflação a médio e longo prazo relativamente estáveis, reflectidas pelo movimento lateral das taxas implícitas a prazo a cinco anos com uma antecedência de cinco anos, estiveram associadas a uma evolução mais volátil das expectativas de inflação a curto e médio prazo. De facto, na primeira metade de 2006 as expectativas de inflação a curto e médio prazo medidas pela taxa de inflação implícita a cinco anos aumentaram cerca de 30 pontos base. Este aumento das expectativas de inflação a curto e médio prazo no contexto de uma subida dos preços do petróleo foi quase compensado por uma correspondente redução na segunda metade de 2006. Consequentemente, na segunda metade de 2006, a curva da inflação implícita da área do euro tornou-se consideravelmente mais horizontal (ver Gráfico 13).

A volatilidade implícita no mercado obrigacionista da área do euro aumentou ligeiramente em Maio e Junho de 2006, tendo depois diminuído de forma constante na segunda metade do ano. O aumento temporário da volatilidade implícita nos mercados obrigacionistas em Maio e Junho terá reflectido

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)



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

um aumento da incerteza dos participantes no mercado quanto aos movimentos futuros nas taxas de juro, dada a turbulência do mercado accionista nesta altura. No último trimestre de 2006, a volatilidade implícita nos mercados obrigacionistas da área do euro diminuiu para valores historicamente baixos, indicando um nível bastante baixo de incerteza dos participantes no mercado em relação à evolução de curto prazo das taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo.

Nos dois primeiros meses de 2007, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro mantiveram-se globalmente inalteradas, situando-se em 4% a 2 de Março. Durante esse período, as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo da área do euro começaram por aumentar de novo para cerca de

4 Ver a caixa intitulada "A recente menor inclinação da curva de rendimentos da área do euro: qual o papel desempenhado pelos prémios de risco?", na edição de Dezembro de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

5 Para pormenores sobre a estimação, ver a caixa intitulada "Estimation of constant-maturity index-linked bond yields and break-even inflation rates for the euro area", na edição de Julho de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

4.2% até meados de Fevereiro, tendo posteriormente registado uma descida. As taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo dos EUA também desceram na segunda metade de Fevereiro. Estes desenvolvimentos terão resultado, em larga medida, de ajustamentos de carteira que privilegiaram a “fuga para a segurança”, no sentido de obrigações de dívida pública de longo prazo, à luz da turbulência no mercado accionista mundial no final de Fevereiro.

FORTE AUMENTO DOS PREÇOS DAS ACÇÕES DA ÁREA DO EURO EM 2006

Os preços das acções da área do euro, apesar de algumas flutuações, registaram um forte aumento em 2006, mantendo assim a tendência ascendente que tinha começado no início de 2003 (ver Gráfico 14). O índice Dow Jones EURO STOXX terminou o ano com um ganho de 20% relativamente ao final de 2005, tendo assim superado quer o índice Standard & Poor's 500, quer o índice Nikkei 225. O forte desempenho do mercado accionista da área do euro relativamente aos mercados accionistas norte-americano e japonês deverá ser analisado à luz de uma apreciação relativamente forte do euro em relação ao dólar dos EUA e ao iene japonês em 2006. O efeito atenuante da apreciação do euro sobre as perspectivas de lucros das empresas da área do euro em sectores sensíveis às exportações terá sido mais do que compensado pela robustez do crescimento dos lucros observados e previstos das empresas da área do euro, no contexto de uma forte melhoria das perspectivas económicas para a área do euro. O período recente de crescimento rápido dos preços das acções difere em relação à segunda metade da década de 90, uma vez que os rácios dos preços em relação aos lucros se mantiveram mais próximo dos seus valores médios de longo prazo.

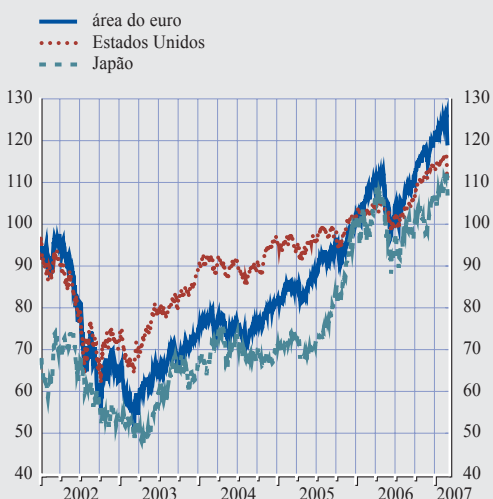
O forte desempenho global do mercado accionista da área do euro em 2006 oculta uma descida temporária, embora acentuada, dos preços das acções no segundo trimestre do ano. No seguimento de um aumento de dois dígitos nos preços das acções nos quatro primeiros

meses do ano, os preços das acções da área do euro começaram a descer no início de Maio e registaram uma depreciação na ordem de 13% ao longo do mês seguinte, em consequência da turbulência nos mercados accionistas mundiais. Indicando condições turbulentas nos mercados, a volatilidade implícita nos mercados accionistas dos Estados Unidos e da área do euro aumentou significativamente em Maio e Junho, para níveis que não eram observados desde 2003 e 2004, respectivamente (ver Gráfico 15). Para além do aumento da percepção de incerteza do mercado accionista, como indicado pela volatilidade implícita, os participantes no mercado também terão reduzido a sua apetência pelo risco durante o período de turbulência nos mercados. Na ausência de deteriorações significativas nos fundamentos, as variações na apetência pelo risco e nas percepções de risco dos investidores parecem ser, assim, a explicação mais provável para a queda temporária nos preços das acções no segundo trimestre de 2006. Este ponto de vista é consistente com o facto de as correcções acentuadas dos preços das acções da área do euro terem ocorrido apesar das revisões ascendentes das expectativas de lucros dos analistas no segundo trimestre de 2006. Na segunda metade do ano, a volatilidade implícita no mercado accionista caiu, retomando os níveis historicamente baixos, e a apetência pelo risco dos investidores parece ter recuperado. A descida resultante dos prémios de acções, juntamente com perspectivas persistentes de crescimento sólido dos lucros empresariais, terão contribuído para a forte recuperação dos preços das acções da área do euro ao longo da segunda metade de 2006.

Desagregando por sector, o sector dos serviços básicos registou o melhor desempenho em 2006, com um aumento dos preços das acções superior a 30%. Este forte desempenho ficou provavelmente a dever-se à intensa actividade de F&A à luz da consolidação no sector dos serviços básicos da área do euro. Apoiado pela melhoria do sentimento empresarial na área do euro, o sector industrial também superou significativamente o índice global. Ao contrário

Gráfico 14 Principais índices de cotações de acções¹⁾

(índice: 30 de Dezembro de 2005 = 100, dados diários)

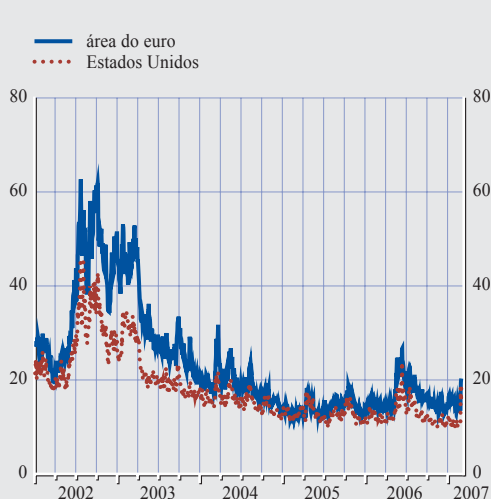


Fontes: Reuters, Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

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.

Gráfico 15 Volatilidade implícita no mercado bolsista¹⁾

(percentagens por ano; dados diários)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

1) A volatilidade implícita para a área do euro é medida pelo índice VSTOXX, que se refere ao índice Dow Jones EURO STOXX 50, e a volatilidade implícita para os Estados Unidos é medida pelo índice VIX, que se refere ao índice Standard and Poor's 500. Ambos os índices reflectem o desvio padrão esperado das variações em percentagem dos índices do mercado bolsista correspondentes ao longo de um período de 30 dias.

dos desenvolvimentos em 2005, o sector do petróleo e do gás teve um desempenho aquém do índice global em 2006. A evolução dos preços do petróleo poderá ter contribuído para o desempenho comparativamente fraco deste sector. O sector da saúde, onde os lucros são normalmente menos dependentes da posição no ciclo económico, também teve um desempenho aquém do esperado em 2006.

No princípio de 2007, os preços das acções mundiais inicialmente continuaram a aumentar a um ritmo comparável ao registado durante o segundo semestre de 2006. A tendência ascendente dos preços das acções terminou em 27 de Fevereiro de 2007, altura em que os preços das acções, impulsionados por uma queda acentuada dos preços dos títulos de participação chineses, registaram uma descida significativa em todo o mundo. Os índices Dow Jones EURO STOXX e Standard and Poor's 500 caíram ambos cerca de 5% em poucos dias. As descidas marcadas dos preços

das acções apagaram os aumentos das primeiras oito semanas do ano e, em 2 de Março de 2007, ambos os índices do mercado accionista se situavam em níveis ligeiramente mais baixos do que no final de 2006. Além disso, no início de Março, a volatilidade implícita aumentou em todos os principais mercados accionistas, provavelmente assinalando uma reavaliação significativa dos riscos destes mercados.

CONTINUAÇÃO DO FORTE FINANCIAMENTO DAS FAMÍLIAS

O endividamento das famílias permaneceu forte em 2006, sustentado por condições de financiamento favoráveis, pela forte dinâmica do mercado da habitação e pela melhoria da confiança dos consumidores. A procura de empréstimos das IFM por parte das famílias acelerou nos primeiros meses do ano, atingindo um pico na Primavera, com uma taxa homóloga de 9.8%, moderando depois gradualmente, situando-se numa taxa homóloga de de 8.2% em

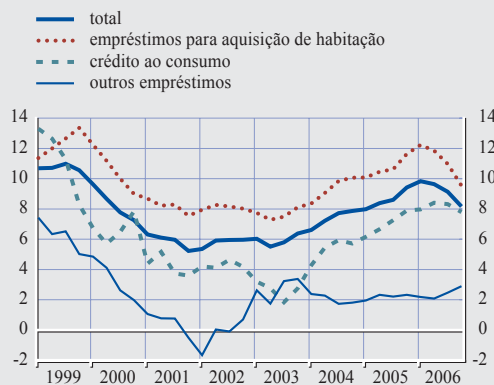
Dezembro. Os últimos dados disponíveis das contas financeiras trimestrais da área do euro, disponibilizados até ao terceiro trimestre de 2006, indicam que a taxa de crescimento homóloga da dívida do sector das famílias às instituições financeiras não monetárias (sector não monetário), que inclui OIF e sociedades de seguros e fundos de pensões, permaneceu relativamente estável em 2006, oscilando em torno de 8% durante o ano.

Analisando a desagregação dos empréstimos das IFM às famílias por objectivo, o vigor do endividamento das famílias continuou a ser explicado principalmente pela procura robusta de empréstimos para aquisição de habitação (ver Gráfico 16). A actual robustez do crédito hipotecário foi facilitada pelo nível baixo das taxas de juro em toda a área do euro e pela evolução dinâmica do mercado da habitação em muitas regiões que criaram elevadas necessidades de financiamento (ver Secção 2.3 do presente capítulo). Além disso, os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do Eurosistema indicam que a continuação do forte crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação também esteve relacionada com uma menor restritividade dos critérios aplicados pelos bancos à aprovação de crédito. Segundo os dados fornecidos pelos bancos, a concorrência por parte de outros bancos e de não-bancos e uma percepção de menores riscos em termos de expectativas relativamente à actividade económica geral são os principais factores subjacentes à menor restritividade dos critérios aplicados à concessão de crédito. As alterações nestes critérios foram implementadas, na sua maioria, através da redução das margens dos empréstimos médios e do alargamento dos prazos.

Na Primavera de 2006, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos das IFM às famílias para aquisição de habitação começou a registar uma ligeira moderação face a taxas superiores a 12%, situando-se em 9.5% em Dezembro. Este desenvolvimento esteve de acordo com o aumento das taxas dos empréstimos hipotecários

Gráfico 16 Empréstimos de IFM às famílias

(taxas de variação homólogas (%))



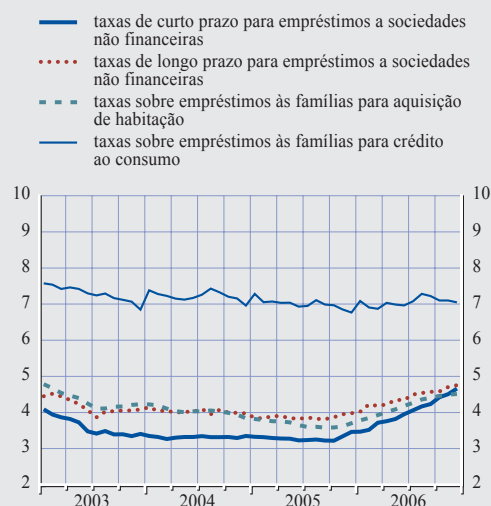
Fonte: BCE.

no decurso do ano, face aos níveis muito baixos observados em anos anteriores (ver Gráfico 17), no contexto de subidas das taxas de juro directoras do BCE e das taxas de mercado. As taxas activas sobre novos empréstimos à habitação foram entre 50 e 120 pontos base mais elevadas em Dezembro de 2006 do que no final de Novembro de 2005, antes do início do aumento pelo BCE das taxas de juro directoras em Dezembro de 2005. As taxas dos empréstimos com um menor período de fixação inicial de taxa aumentaram de forma mais intensa do que as dos empréstimos com um maior período de fixação inicial de taxa. Os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do Eurosistema também sugerem que a procura de empréstimos à habitação foi atenuada pelas perspectivas menos optimistas do mercado da habitação na segunda metade de 2006, como também ficou reflectido num certo enfraquecimento do crescimento dos preços da habitação e da actividade do mercado da habitação em algumas partes da área do euro que anteriormente se tinham mostrado robustas.

À semelhança dos empréstimos para aquisição de habitação, embora a um nível ligeiramente mais baixo, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao consumo fortaleceu-se de novo até meados do ano, antes de desacelerar

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

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

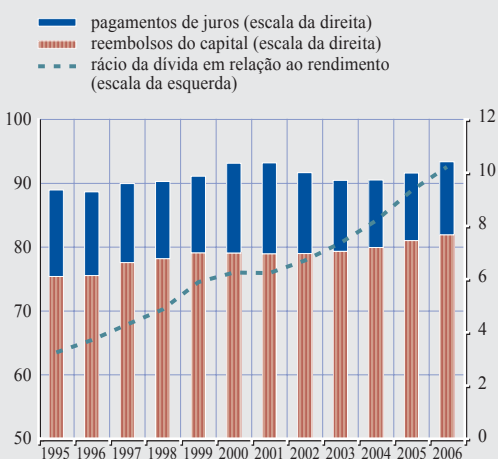


Fonte: BCE.

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.

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

(em percentagem do rendimento disponível)



Fonte: BCE.

Nota: Os dados para 2006 são estimativas.

ligeiramente na segunda metade do ano e se situar em 7.8% em Dezembro. De acordo com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do Eurosistema, a procura de crédito ao consumo foi motivada sobretudo por uma melhoria da confiança dos consumidores e por um aumento da despesa em bens de consumo duradouros, embora a importância do último factor tenha diminuído perto do final do ano. Além disso, os critérios aplicados à aprovação de crédito ao consumo foram menos restritivos em 2006, implicando que as condições de concessão de empréstimos melhoraram durante o ano.

NOVA SUBIDA DO ENVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS

Reflectindo a continuação da forte dinâmica de endividamento, o rácio da dívida das famílias em relação ao rendimento disponível aumentou de novo em 2006 (ver Gráfico 18). Porém,

o nível de endividamento das famílias na área do euro manteve-se abaixo do observado nos outros grandes países industrializados, nomeadamente os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão. O grau de esforço associado ao serviço da dívida do sector das famílias (ou seja, o rácio dos pagamentos de juros e reembolsos do capital em relação ao rendimento disponível) aumentou ligeiramente em 2006, devido ao crescimento ainda vigoroso dos empréstimos e à subida modesta das taxas dos empréstimos bancários.

A continuação do aumento do endividamento das famílias fez aumentar a sua exposição a variações nas taxas de juro, no rendimento e nos preços dos activos. Ao avaliar estes valores agregados, convém notar que representam médias para o sector consolidado das famílias e que variam de forma acentuada entre países da área do euro e entre famílias. Assim sendo, o

nível da dívida e o grau de esforço associado ao serviço da dívida são, por exemplo, mais elevados se a análise se restringir às famílias que têm efectivamente uma hipoteca por liquidar. Além disso, os níveis da dívida e o grau de esforço associado ao serviço da dívida variam consoante os diferentes níveis de rendimento: enquanto, em termos absolutos, a maior parte da dívida é detida pelas famílias com elevados níveis de rendimento, as quais podem ser mais resistentes a uma deterioração nas condições macroeconómicas e/ou a taxas de juro mais elevadas, o grau de esforço associado ao serviço da dívida é claramente maior para as famílias com baixos rendimentos. Por último, existe alguma incerteza relacionada com o facto de a percentagem da dívida hipotecária exposta a variações nas condições das taxas de juro prevaletentes depender das características específicas dos contratos hipotecários subjacentes, as quais variam consideravelmente dentro da área do euro.

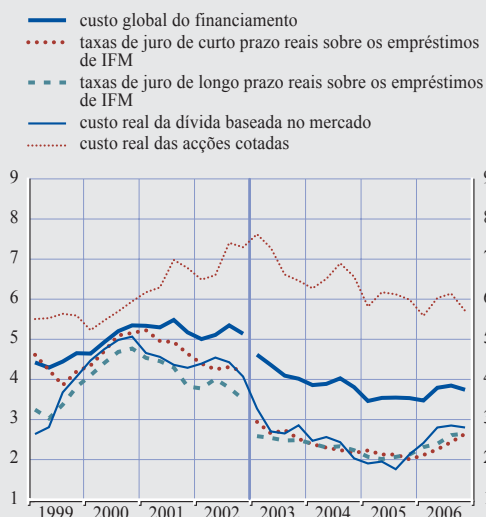
CONTINUAÇÃO DO BAIXO CUSTO REAL DO FINANCIAMENTO EXTERNO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

As condições de financiamento das sociedades não financeiras na área do euro mantiveram-se favoráveis em 2006, incentivando assim o crescimento económico. Tal encontrava-se reflectido no baixo custo do financiamento e no fácil acesso a fontes de financiamento. As sociedades não financeiras aumentaram, em particular, o endividamento bancário, enquanto a sua emissão de instrumentos baseados no mercado foi mais moderada. Apesar da recente subida dos rácios da dívida e dos pagamentos de juros líquidos, a situação financeira das sociedades não financeiras manteve-se favorável em 2006, sobretudo devido à forte rentabilidade em combinação com o custo ainda baixo do financiamento.

Após a subida das taxas de juro directoras do BCE, o custo real global do financiamento externo das sociedades não financeiras aumentou, mas manteve-se baixo, quando comparado com padrões históricos, ao longo de 2006 (ver Gráfico 19)⁶.

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.

Relativamente às componentes do custo do financiamento, as taxas de juro sobre os empréstimos das IFM a sociedades não financeiras aumentaram no decurso de 2006, tanto em termos reais como em termos nominais (ver Gráfico 17). A subida das taxas de juro do mercado monetário – que ascendeu a 155 pontos base entre Setembro de 2005 e Dezembro de 2006 no caso da EURIBOR a três meses – repercutiu-se, em geral, sobre os empréstimos das IFM. As taxas de juro das IFM sobre empréstimos com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano aumentaram entre aproximadamente 125 e 155 pontos base

⁶ 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.

durante o mesmo período, embora se deva ter em conta que continua a haver uma certa dispersão entre países (ver Caixa 2). A maioria das taxas de juro de longo prazo das IFM também seguiu estes movimentos ascendentes observados nas taxas de juro do mercado com prazos comparáveis. Estes aumentos – que oscilaram entre aproximadamente 60 e 135 pontos base – de um modo geral seguiram os movimentos das taxas de juro de longo prazo do mercado, mantendo assim os diferenciais dos bancos em níveis baixos.

O custo real da dívida baseada no mercado das sociedades não financeiras, embora tenha aumentado mais do que o custo da dívida baseada nos bancos em 2006, também se manteve relativamente reduzido. Os diferenciais das obrigações de empresas com notação BBB flutuaram em torno de uma média de aproximadamente 75 pontos base em 2006. É provável que o nível baixo dos diferenciais reflecta um baixo risco de crédito, apoiado pela baixa volatilidade dos preços dos activos e pela robustez dos lucros empresariais⁷. Apesar do desempenho relativamente positivo em 2006, a prazo, pode ser necessária precaução, dado existirem alguns sinais de deterioração no ambiente geral de negócios das empresas e no

mercado de crédito. De facto, existem indicações de que o número crescente de fusões e aquisições financiadas por dívida e de transacções de empresas envolvendo elevados endividamentos (“*leveraged buyouts*”), recompra de acções e pagamentos de dividendos especiais podem ter um impacto adverso na sustentabilidade dos níveis de dívida das empresas⁸.

O custo real das acções cotadas das sociedades não financeiras registou algumas flutuações no decurso de 2006, mas, no geral, situou-se em níveis comparáveis aos de 2005, apesar da recuperação nos preços das acções. O custo do financiamento por acções permanece significativamente superior ao das outras formas de financiamento, embora – também devido ao aumento do custo do financiamento por dívida em 2006 – o diferencial dos custos tenha diminuído ligeiramente.

7 Ver a caixa intitulada “*The outlook for corporate credit spreads in the euro area*”, na edição de Novembro de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

8 Ver a caixa intitulada “Tendências recentes nas transacções de empresas envolvendo elevados endividamentos na área do euro”, na edição de Dezembro de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

Caixa 2

DISPERSÃO DAS TAXAS DE JURO NOS MERCADOS DA BANCA A RETALHO ENTRE OS PAÍSES DA ÁREA DO EURO

Não obstante a considerável convergência das taxas de juro observada durante o período que antecedeu a conclusão da UEM, as taxas de juro das IFM relativas a depósitos de e empréstimos às famílias e sociedades não financeiras ainda diferem entre os países da área do euro. Os mercados da banca a retalho contam-se entre os mais fragmentados do sistema financeiro da área do euro¹. O propósito da presente caixa é ilustrar as diferenças entre países e salientar algumas das suas causas. A compreensão destas diferenças fornece informações adicionais para a interpretação da evolução na área do euro e para a avaliação do potencial impacto das decisões de política monetária sobre as várias economias da área do euro. Os bancos desempenham um papel fundamental no sistema financeiro e, deste modo, influenciam as decisões de poupança, financiamento e despesa das famílias e sociedades não financeiras.

1 Ver, por exemplo, “*Indicators of financial integration in the euro area*”, BCE, 29 de Setembro de 2006.

Varição entre países nas taxas de juro das IFM sobre novas operações^{1), 2)}

(coeficiente de variação entre países; média de Janeiro de 2003 a Dezembro de 2006)

Depósitos de famílias			
Depósitos <i>overnight</i>			0.51
Depósitos com prazo acordado até um ano			0.08
Depósitos de sociedades não financeiras			
Depósitos <i>overnight</i>			0.43
Depósitos com prazo acordado até um ano			0.03
Empréstimos às famílias			
Descobertos bancários			0.17
Empréstimos ao consumo	com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano		0.26
	com fixação inicial de taxa superior a um e até cinco anos		0.15
	com fixação inicial de taxa superior a cinco anos		0.12
Empréstimos para aquisição de habitação	com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano		0.10
	com fixação inicial de taxa superior a um e até cinco anos		0.09
	com fixação inicial de taxa superior a cinco e até dez anos		0.07
	com fixação inicial de taxa superior a dez anos		0.07
Empréstimos a sociedades não financeiras			
Descobertos bancários			0.20
Empréstimos até ao valor de €1 milhão	com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano		0.11
	com fixação inicial de taxa superior a um e até cinco anos		0.07
	com fixação inicial de taxa superior a cinco anos		0.07
Empréstimos acima do valor de €1 milhão	com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano		0.08
	com fixação inicial de taxa superior a um e até cinco anos		0.11
	com fixação inicial de taxa superior a cinco anos		0.09

Fonte: BCE.

1) O coeficiente de variação é calculado como o desvio padrão dividido pela taxa de juro da área do euro. O desvio padrão é calculado como a raiz quadrada da variância ponderada das taxas de juro das IFM nacionais relativamente à taxa de juro da área do euro. A variância ponderada corresponde aos desvios quadrados entre as taxas de juro das IFM nacionais e da área do euro, calculados de acordo com a percentagem nacional no total do volume de operações da área do euro para uma determinada categoria de instrumento.

2) Este quadro apresenta um subconjunto dos coeficientes de variação para as taxas de juro das IFM da área do euro sobre novas operações, disponível a partir do *site* do BCE.

Grande parte desta análise tem por base um relatório preparado pelo Comité de Política Monetária e pelo Comité de Estatísticas do Eurosistema e publicado em Setembro de 2006². Desde então, as taxas de juro por país relativas a um grupo de taxas de juro das IFM seleccionadas também foram divulgadas em conjunto nos *sites* do BCE e dos BCN da área do euro. Com base nesta selecção, a comparação apresentada na presente caixa aplica-se principalmente às dez taxas de juro das IFM relativas a novas operações, dado que são compiladas para o mesmo período de referência entre os países.

O quadro apresenta uma visão geral da dispersão relativa do nível das taxas de juro das IFM entre países, medida pelo coeficiente de variação. O nível de dispersão é mais elevado para as taxas de juro dos depósitos *overnight* e consideravelmente mais baixo para os depósitos com prazo de vencimento acordado até um ano. No que respeita aos empréstimos, os descobertos bancários e os empréstimos às famílias para consumo apresentam as maiores diferenças entre os países, enquanto a dispersão das taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras e dos empréstimos à habitação é menor. Além disso, na maior parte das categorias, a dispersão relativa a novos empréstimos com taxa variável e fixação inicial de taxa até um ano tende a ser ligeiramente mais elevada do que a relativa a novos empréstimos com períodos de fixação inicial de taxa mais longos.

2 “Differences in MFI interest rates across euro area countries”, BCE, 20 de Setembro de 2006.

Existem várias explicações possíveis para as diferenças nas taxas de juro das IFM entre os países, incluindo a concorrência no mercado, vários prémios de risco (por exemplo, para risco de crédito ou risco de pré-pagamento), características dos bancos e determinantes cíclicos, tais como o ciclo económico, a evolução da oferta de depósitos e procura de crédito, ou a dinâmica dos preços da habitação. Análises recentes sugerem que as taxas de juro diferem entre si porque os produtos bancários nacionais são diferentes ou porque estes são diferenciados por factores nacionais³. As diferenças nos períodos médios de fixação inicial de taxa são uma explicação possível para a dispersão das taxas de juro das IFM que cobre várias categorias de empréstimos. Além disso, quando se comparam as taxas de juro das IFM nacionais individuais, deve-se ter em conta que os volumes das operações variam muito entre países e que em alguns países certos mercados são muito pequenos ou praticamente inexistentes⁴. Nesses casos, os volumes subjacentes de novas operações poderão ser muito voláteis e as taxas de juro poderão reflectir transacções ocasionais realizadas em condições atípicas.

O restante texto da presente caixa analisa mais pormenorizadamente os vários segmentos de mercado, centrando-se em particular na influência da heterogeneidade de produtos, nas diferenças institucionais resultantes dos quadros regulamentar e orçamental, bem como em questões de medição.

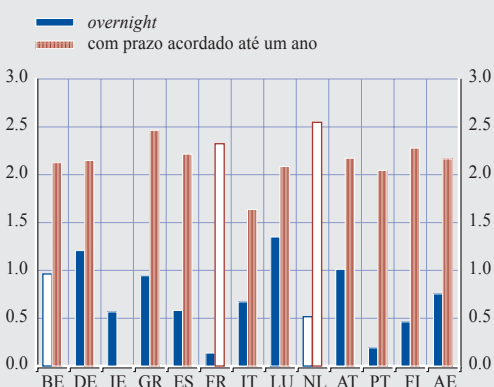
Taxas de juro das IFM sobre depósitos de famílias

As diferenças entre países ao nível das taxas de juro das IFM sobre depósitos de famílias podem estar frequentemente associadas a diferenças nas características dos produtos, tais como o grau de liquidez e a estrutura de rendimentos dos depósitos, a regulamentação do mercado e práticas de negócio. Outros factores importantes resultam de diferenças no quadro orçamental (por exemplo, contas que dão direito a benefícios fiscais em alguns países), embora seja difícil estabelecer uma ligação causal directa.

As diferenças nas taxas de juro dos depósitos *overnight* são particularmente pronunciadas. Em alguns países, as IFM geralmente não remuneram estes depósitos, enquanto noutros países os depositantes podem receber, em média, mais de 1.30% sobre os saldos das suas contas à ordem (ver Gráfico A). Esta dispersão significativa pode ser causada pelo facto de os bancos utilizarem diferentes estratégias para a

Gráfico A Taxas de juro das IFM sobre depósitos de famílias^{1), 2)}

(percentagens por ano; média de Janeiro de 2003 a Dezembro de 2006)



Fonte: BCE.

1) A abreviatura "AE" representa a taxa de juro média ponderada para a área do euro.

2) As barras a vazio indicam os países em que a categoria da taxa de juro é de pouca relevância num contexto de área do euro. Para pormenores sobre os critérios determinantes desta relevância, ver a publicação do BCE citada na nota 2 da presente caixa.

3 As diferenças nacionais podem ser parcialmente explicadas por variáveis que reflectem as características dos depositantes e mutuários nacionais e pelas características dos sistemas bancários (ver M. Affinito e F. Farabullini, "An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area", Temi di Discussione n.º 589, Banca d'Italia, Maio de 2006). Uma comparação pormenorizada entre países das taxas de juro das IFM também é apresentada no Apêndice II do Relatório Intercalar II sobre "Current accounts and related services", Comissão Europeia, 17 de Julho de 2006.

4 Por exemplo, o relatório do BCE referido na nota 2 documenta as diferenças entre países em termos da prevalência dos empréstimos com taxa variável ou empréstimos com diferentes períodos de fixação inicial de taxa.

fixação de preços das contas à ordem e serviços relacionados. Por exemplo, alguns bancos podem pagar taxas de juro *overnight* mais elevadas mas cobram comissões elevadas por serviços relacionados com contas à ordem ou, pelo contrário, alguns bancos podem pagar taxas mais baixas e cobram comissões mais reduzidas. Os dados recolhidos pela Comissão Europeia no seu inquérito sectorial sobre a banca a retalho mostram que tal será o caso em vários países da área do euro, embora em alguns países da área do euro as reduzidas taxas de depósito estejam associadas a comissões elevadas⁵.

Além disso, a crescente popularidade em alguns países de contas na Internet e outros depósitos de elevada rendibilidade, que permitem retirar fundos no prazo de um dia mas que não podem ser utilizados para efeitos de pagamentos, poderá resultar numa tendência para aumentar as taxas de juro dos depósitos *overnight*⁶.

A excepção assinalável às diferenças pronunciadas entre países em termos de taxas de depósitos de famílias diz respeito a depósitos com prazo acordado até um ano, que são mais homogêneos entre países.

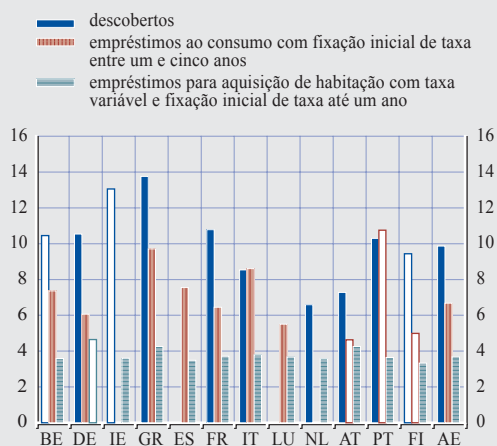
Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a famílias para consumo

No que respeita às taxas de juro dos empréstimos, as taxas sobre empréstimos a famílias para consumo apresentam o maior nível de dispersão. Em particular, as taxas de juro dos descobertos bancários variam consideravelmente, oscilando entre menos de 7.00% e 13.50% ou mais (ver Gráfico B). As diferenças entre países quanto a outros tipos de crédito ao consumo são menos pronunciadas, mas continuam significativas.

Existem grandes diferenças não apenas no que se refere à dimensão do mercado do crédito ao consumo, mas também ao leque de produtos oferecidos (incluindo práticas em termos de garantias), à utilização do crédito baseado em cartões de crédito, ao enquadramento de mercado, particularmente em termos da influência de mutuantes especializados, bem como aos períodos de fixação inicial de taxa⁷. Em geral, esses factores podem também reflectir-se, pelo menos em parte, nas diferenças entre países relativamente às taxas de juro das IFM. Por exemplo, as diferenças no tratamento estatístico do crédito baseado em cartões de crédito nos dados correntes poderão ter um impacto dado que as taxas de juro sobre esse

Gráfico B Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a famílias¹⁾

(percentagens por ano; média de Janeiro de 2003 a Dezembro de 2006)



Fonte: BCE.

1) Ver notas ao Gráfico A.

5 Ver "Report on the retail banking sector inquiry", documento de trabalho dos serviços da Comissão, SEC(2007) 106, 31 de Janeiro de 2007.

6 Ver, por exemplo, a caixa intitulada "Factors explaining the robust growth of MI" na edição de Abril de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

7 Ver, por exemplo, K. Lannoo, R. Ayadi e C. Selosse, "Consumer credit in Europe: riding the wave", Mercer Oliver Wyman e o European Credit Research Institute, Novembro de 2005.

crédito são tipicamente mais elevadas do que as taxas sobre o restante crédito ao consumo. Além disso, as características dos descobertos bancários e empréstimos concedidos através de linhas de crédito diferem entre países.

Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a famílias para aquisição de habitação

Embora alguns dos níveis mais reduzidos de dispersão entre países possam ser observados em termos das taxas de juro das IFM sobre empréstimos a famílias para aquisição de habitação (ver Gráfico B), uma comparação com os Estados Unidos sugere que a dispersão das taxas hipotecárias entre as regiões norte-americanas é inferior à observada entre países da área do euro⁸. Análises recentes dos mercados hipotecários europeus sublinham as grandes diferenças no que respeita ao leque de produtos e ao quadro fiscal e regulamentar, factores que deverão explicar grande parte das diferenças observadas ao nível das taxas de juro das IFM sobre empréstimos a famílias para aquisição de habitação⁹.

Um factor importante está relacionado com as diferenças no período de fixação inicial de taxa, que torna as taxas observadas para empréstimos sensíveis à inclinação da curva de rendimentos. A prevalência de regimes específicos de financiamento para aquisição de habitação em alguns países também pode ter importância. Os quadros fiscal e regulamentar num país deverão ter um impacto superior sobre os empréstimos hipotecários (do que sobre outros tipos de empréstimos) devido à importância habitualmente atribuída à posse de habitação própria¹⁰.

Além disso, como a maior parte dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação é garantida por imóveis, as diferenças nas taxas de juro podem estar em parte relacionadas com diferenças na evolução esperada do mercado imobiliário. As diferenças na evolução dos preços dos edifícios residenciais poderão ter afectado o valor das garantias de empréstimos.

Por último, as práticas de financiamento na área do euro encontram-se também bastante fragmentadas, variando entre o financiamento por depósitos e obrigações cobertas e títulos hipotecários, em comparação com o mercado hipotecário norte-americano, que se movimenta em torno de agências hipotecárias.

Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a sociedades não financeiras

O nível de dispersão nas taxas de juro dos descobertos bancários a sociedades não financeiras é um dos mais elevados (e superior ao dos descobertos bancários a famílias), como se ilustra no Gráfico C. A dispersão nas taxas de juro sobre os outros empréstimos às empresas é consideravelmente mais baixa, situando-se, de facto, entre as mais baixas de todos os tipos de empréstimos, embora em alguns casos seja ligeiramente superior à do crédito à habitação. As principais razões para estas diferenças entre países incluem as várias facetas da heterogeneidade dos produtos e os ambientes de negócios específicos nas quais as sociedades não financeiras operam (por exemplo, dependendo da dimensão da empresa).

8 Ver a caixa intitulada “Comparação inter-regional entre as taxas hipotecárias na área do euro e nos Estados Unidos” no Relatório Anual de 2005 do BCE.

9 Por exemplo, “*The costs and benefits of integration of EU mortgage markets*”, relatório da London Economics para a Comissão Europeia, Agosto de 2005.

10 Os mercados da banca a retalho contam-se entre as prioridades da política de serviços financeiros da Comissão Europeia até 2010, de acordo com o definido no seu Livro Branco sobre os serviços financeiros 2005-2010.

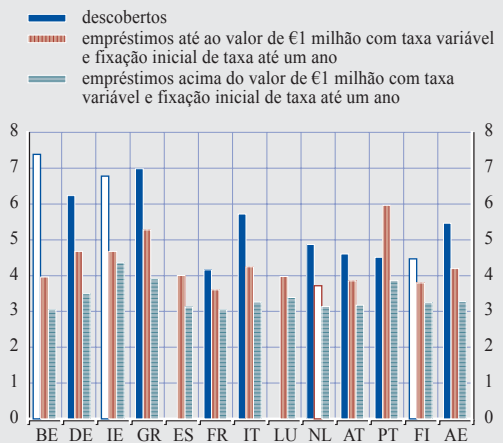
Persistem diferenças relativamente às práticas em termos de garantias, não apenas para empréstimos, mas também para descobertos bancários. Em alguns países, os descobertos bancários habitualmente não são garantidos, enquanto noutros países são frequentemente garantidos (por exemplo, através de facturas ou parte da carteira da empresa). Além disso, uma taxa de juro elevada sobre descobertos bancários poderá reflectir a sua não autorização e a inclusão de uma penalização na taxa de juro. Os bancos podem igualmente considerar o recurso a este tipo de crédito um sinal de fraca gestão de tesouraria por parte da empresa, cobrando assim uma taxa mais elevada para compensar a percepção de risco mais elevado.

Além disso, no que respeita aos empréstimos (excepto descobertos bancários) existem diferenças no período médio de fixação inicial de taxa por categoria de instrumentos. Dado que a curva de rendimentos geralmente apresenta uma inclinação ascendente, as taxas de juro deverão ser mais elevadas nos países onde o período médio de fixação inicial de taxa está mais próximo da banda superior de uma determinada categoria de instrumentos. Uma questão relacionada prende-se com o potencial impacto do método de agregação de taxas de juro relativas a novas operações, dado que os empréstimos com prazos mais curtos tendem a ser concedidos com maior frequência do que os empréstimos com prazos mais longos.

Por último, outros factores importantes deverão incluir algumas características específicas do quadro de mercado relativamente a empréstimos a sociedades não financeiras, em particular a dimensão da empresa, o acesso ao financiamento não bancário, tipos de mutuantes e banca personalizada (*relationship banking*).

Gráfico C Taxas de juro das IFM sobre empréstimos a sociedades não financeiras ¹⁾

(percentagens por ano; média de Janeiro de 2003 a Dezembro de 2006)



Fonte: BCE.

1) Ver notas ao gráfico A.

NOVO AUMENTO DA PROCURA DE FINANCIAMENTO EXTERNO PELAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

As sociedades não financeiras aumentaram a procura de financiamento externo, de novo, no decurso de 2006.

A procura de financiamento externo aumentou, apesar da abundância de fundos internos. A rentabilidade das sociedades não financeiras cotadas da área do euro permaneceu forte em 2006, como indicado, por exemplo, pelo rácio do rendimento líquido em relação às vendas (ver Gráfico 20)⁹. Os rácios dos lucros aumentaram, em particular, no sector dos

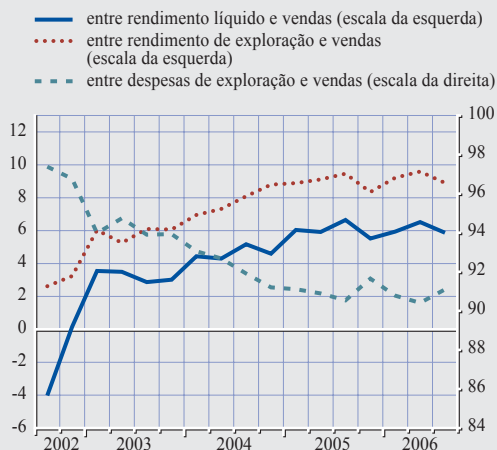
transportes e das comunicações, enquanto a subida dos lucros nos sectores do comércio a retalho e por grosso se mantiveram abaixo do aumento médio para todas as sociedades não financeiras cotadas. Este último desenvolvimento pode reflectir o crescimento relativamente moderado do consumo privado na área do euro.

No final de 2006, a taxa de crescimento homóloga real do financiamento das sociedades

⁹ Ver a caixa intitulada "Evolução da rentabilidade e do endividamento de sociedades não financeiras cotadas da área do euro", na edição de Junho de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

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

(percentagens)

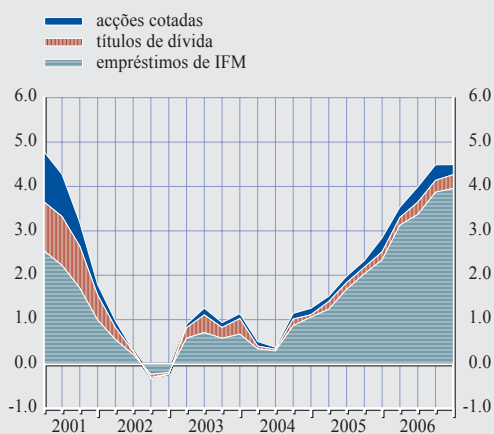


Fontes: Thomson Financial Datastream e cálculos do BCE.

Notas: O cálculo baseia-se em demonstrações financeiras trimestrais agregadas de sociedades não financeiras cotadas na área do euro. Foram excluídas da amostra as observações excepcionais. 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.

Gráfico 21 Desagregação da taxa de crescimento homóloga real do financiamento externo de sociedades não financeiras ¹⁾

(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 deflador do PIB.

não financeiras subiu para 4.5%, face a 1.2% no final de 2004. Esta evolução deveu-se principalmente a um forte aumento do contributo dos empréstimos concedidos por IFM, enquanto a subida dos contributos dos títulos de dívida e das acções cotadas foi mais modesta (ver Gráfico 21).

O crescimento robusto dos empréstimos das IFM em todo o espectro de prazos continuou em 2006, e em Dezembro de 2006 os empréstimos das IFM a sociedades não financeiras cresceram a uma taxa homóloga de 13.0% em termos nominais. Embora não se observem estes níveis da taxa de crescimento homóloga desde a introdução do euro em 1999, convém ter em conta que a dinâmica dos empréstimos bancários a sociedades não financeiras também foi robusta nas outras economias principais, nomeadamente nos Estados Unidos, onde se registou um crescimento ainda mais forte do crédito bancário ao longo dos últimos anos. De acordo com a avaliação dos bancos, como explicado no

inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do Eurosistema, o papel das necessidades de financiamento relacionadas com a actividade económica real – nomeadamente de existências, fundos de tesouraria e investimento em capital fixo – tornou-se mais importante para explicar a continuação da intensificação da procura de empréstimos na área do euro em 2006. Contudo, outros factores de natureza mais financeira, tais como as necessidades de financiamento para a actividade de F&A, também continuaram a contribuir para a procura líquida de empréstimos. Um afrouxamento das condições de concessão de empréstimos bancários ao longo dos últimos anos pode ter actuado como um impulso adicional para a evolução actual do crédito às empresas.

Contrastando com a robustez do financiamento das empresas baseado nos bancos, o financiamento baseado no mercado – através de dívida e de acções – manteve-se relativamente baixo. A taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida emitidos por sociedades não

financeiras, que se situou em cerca de 4.0%, em média, em 2006, permaneceu relativamente modesta, como aconteceu em anos anteriores. As explicações prováveis para o crescimento moderado são o aumento mais forte do custo da dívida baseada no mercado, em comparação com a dívida baseada nos bancos em 2006, e a substituição de títulos de dívida por empréstimos para o financiamento de fusões e aquisições. Existem, de facto, dados que comprovam que a crescente actividade de F&A está a ser predominantemente financiada por empréstimos bancários sindicados, e não por títulos de dívida, os quais foram empregues de forma mais extensiva para este tipo de transacções em ocasiões anteriores.

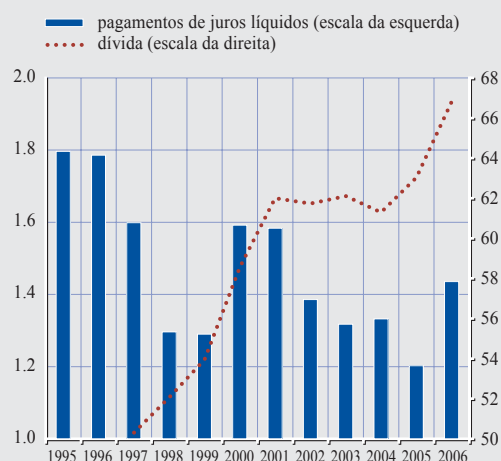
A taxa de crescimento homóloga das acções cotadas emitidas por sociedades não financeiras apresentou uma certa tendência ascendente ao longo de 2006, mas manteve-se, no geral, moderada. O contributo globalmente modesto da emissão líquida de acções cotadas para o financiamento líquido do sector empresarial da área do euro está provavelmente relacionado com o custo real significativamente mais elevado das acções, em comparação com o custo real do financiamento por dívida. Este baixo crescimento pode também ser explicado pela continuação da popularidade dos programas de recompra de acções. Ao mesmo tempo, a emissão bruta tem aumentado ligeiramente no passado recente, apoiada pelo desenvolvimento de ofertas públicas iniciais e secundárias. No geral, é provável que a recuperação da emissão bruta de títulos de participação por sociedades não financeiras esteja relacionada com a retoma do crescimento económico na área do euro¹⁰.

AUMENTO DA DÍVIDA DAS EMPRESAS

No que respeita ao desenvolvimento da posição do balanço das sociedades não financeiras na área do euro, a subida significativa do financiamento por dívida do sector levou a uma continuação do aumento do rácio da dívida em relação ao PIB em 2006. Após um período de consolidação, o rácio da dívida das sociedades não financeiras é actualmente mais elevado do que o registado no pico anterior em 2003, o

Gráfico 22 Dívida e pagamentos de juros líquidos do sector empresarial não financeiro

(em percentagem do PIB)



Fontes: BCE e Eurostat.

Nota: Os dados para 2006 são estimativas.

qual se seguira a um aumento acentuado da dívida na segunda metade da década de 90.

Os pagamentos de juros líquidos das sociedades não financeiras sobre os seus empréstimos e depósitos de IFM em percentagem do PIB desceram de modo significativo na primeira metade da década de 90, tendo atingido um nível relativamente baixo em 2005. A evolução recente da dívida, juntamente com a evolução das taxas de juro, levou a um aumento significativo dos encargos com juros das sociedades não financeiras no decurso de 2006.

2.3 EVOLUÇÃO DOS PREÇOS E DOS CUSTOS

A inflação global medida pelo IHPC situou-se, em média, em 2.2% em 2006, mantendo-se inalterada face a 2005. Apesar desta estabilidade geral, as taxas de inflação homólogas revelaram uma volatilidade considerável ao longo do ano, em larga medida relacionada com a evolução dos preços dos produtos energéticos.

¹⁰ Ver o artigo intitulado "Equity issuance in the euro area", na edição de Maio de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

Continuaram a verificar-se algumas pressões iminentes adicionais associadas, em particular, à forte subida observada nos preços mundiais das matérias-primas não energéticas. Assim, a inflação dos preços dos bens intermédios aumentou significativamente em 2006. Ao longo da cadeia de produção, alguns movimentos ascendentes nos preços no produtor de bens de consumo podem significar o aparecimento de potenciais efeitos indirectos de anteriores aumentos nos preços das matérias-primas. Até à data, estes efeitos mantiveram-se contidos. Por último, a evolução moderada dos custos do trabalho em 2006 continuou a contribuir para pressões inflacionistas globais

moderadas, enquanto a apreciação do euro teve um efeito idêntico.

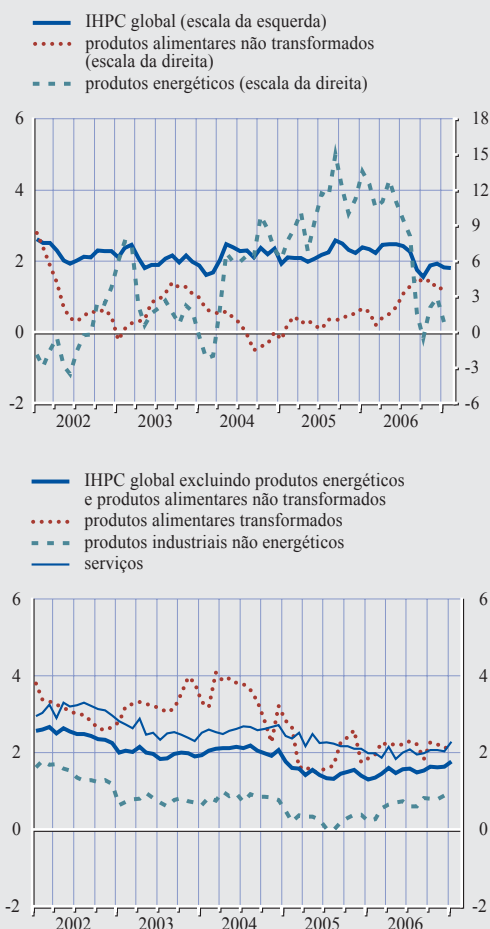
INFLAÇÃO GLOBAL INFLUENCIADA SIGNIFICATIVAMENTE PELA EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS PRODUTOS ENERGÉTICOS

As flutuações de curto prazo dos preços do petróleo e os efeitos de base da anterior evolução dos preços dos produtos energéticos contribuíram fortemente para o perfil da inflação global medida pelo IHPC em 2006 (ver Gráfico 23).

O preço médio (em euros) de um barril de petróleo bruto Brent aumentou cerca de 20%

Gráfico 23 Desagregação da inflação medida pelo IHPC: principais componentes

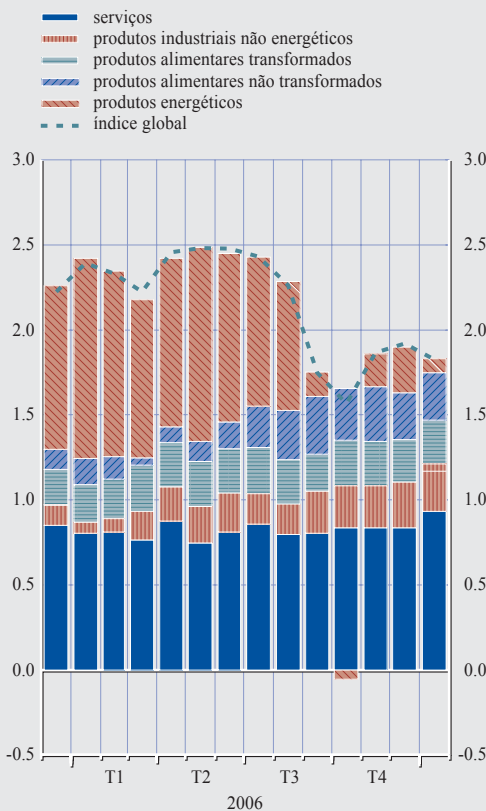
(taxas de variação homólogas (%); dados mensais)



Fonte: Eurostat.

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

(contributos anuais em pontos percentuais; dados mensais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

Quadro 1 Evolução dos preços

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

	2004	2005	2006	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4	2007 Jan.	2007 Fev.
IHPC e suas componentes										
Índice global ¹⁾	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.5	2.1	1.8	1.8	1.8
Produtos energéticos	4.5	10.1	7.7	11.1	12.2	11.6	6.3	1.5	0.9	.
Produtos alimentares transformados	3.4	2.0	2.1	2.2	2.0	2.2	2.1	2.2	2.2	.
Produtos alimentares não transformados	0.6	0.8	2.8	1.4	1.4	1.6	3.9	4.1	3.7	.
Produtos industriais não energéticos	0.8	0.3	0.6	0.4	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9	.
Serviços	2.6	2.3	2.0	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	2.3	.
Outros indicadores de preços e de custos										
Preços da produção industrial ²⁾	2.3	4.1	5.1	4.4	5.2	5.8	5.4	4.1	2.9	.
Preços do petróleo (EUR por barril) ³⁾	30.5	44.6	52.9	48.6	52.3	56.2	55.7	47.3	42.2	44.9
Preços das matérias-primas ⁴⁾	10.8	9.4	24.8	23.2	23.6	26.2	26.6	23.0	15.6	.

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

1) A inflação medida pelo IHPC em Fevereiro de 2007 refere-se à estimativa provisória do Eurostat.

2) Excluindo a construção.

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

4) Excluindo produtos energéticos; em euros.

em 2006, em comparação com uma subida de cerca de 45% em 2005 (ver Quadro 1). Os preços do petróleo revelaram também uma volatilidade considerável em 2006, tendo aumentado na primeira metade do ano e atingido níveis historicamente elevados em Agosto, antes de descerem acentuadamente. Esta descida nos preços do petróleo bruto foi acompanhada por uma queda rápida dos preços dos produtos energéticos relacionados com o petróleo ao nível do consumidor. Além disso, o impacto sobre os preços parece ter sido reforçado por uma descida significativa da margem de refinação da gasolina¹¹. O contributo dos aumentos dos preços dos produtos energéticos para a taxa de inflação global medida pelo IHPC, que foi particularmente forte na primeira metade de 2006, diminuiu substancialmente na segunda metade do ano (ver Gráfico 24). Os fortes aumentos dos preços dos produtos energéticos ocorridos em 2005 tiveram como resultado efeitos de base favoráveis ao longo da maior parte de 2006¹².

O contributo dos preços dos produtos alimentares não transformados para a taxa de inflação global foi consideravelmente mais

forte em 2006 do que nos anos anteriores, devido à evolução particularmente acentuada no terceiro e quarto trimestres. Tal deveu-se principalmente às condições meteorológicas verificadas ao longo do Verão em quase toda a Europa, o que afectou a oferta de frutos e vegetais. Além disso, o contributo dos preços da carne aumentou também ao longo do ano.

A taxa de crescimento homóloga do IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados situou-se em média em 1.5% em 2006, mantendo-se praticamente inalterada face a 2005. Porém, observou-se ao longo do ano um ligeiro aumento da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares não transformados, de 1.4% no primeiro trimestre para 1.6% no quarto trimestre. Este padrão ascendente deveu-se principalmente ao aumento observado da taxa de crescimento homóloga dos preços dos

11 Ver a caixa intitulada “Recent developments in oil and petrol prices” na edição de Novembro de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

12 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.

produtos industriais não energéticos, de 0.3% no primeiro trimestre para 0.8% no quarto trimestre, reflectindo, muito provavelmente, uma repercussão gradual para os consumidores de anteriores aumentos dos custos das matérias-primas energéticas e não energéticas. A inflação dos preços nos serviços manteve-se bastante estável em torno de 2.0% ao longo de 2006, apesar de alguma volatilidade de curto prazo devida a algumas subcomponentes, tais como o preço das férias organizadas, que foram afectadas por uma mudança no calendário das férias da Primavera em 2006. Em termos gerais, em 2006, as pressões dos preços internos terão

estado contidas e as repercussões de anteriores aumentos dos preços das matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas para o consumidor permaneceram limitadas.

Apesar dos significativos choques inflacionistas em 2006, em particular devido à evolução dos preços dos produtos energéticos, e embora a inflação global se tenha mantido constantemente acima de 2% nos três primeiros trimestres, as expectativas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços (ver Caixa 3).

Caixa 3

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO A MAIS LONGO PRAZO NA ÁREA DO EURO

O objectivo primordial da política monetária do BCE é a manutenção da estabilidade de preços. Com esta finalidade, o Conselho do BCE procura manter a taxa de crescimento homóloga do IHPC da área do euro num nível inferior a, mas próximo de, 2% no médio prazo. A estabilização das expectativas de inflação a mais longo prazo dos agentes económicos da área do euro em níveis consistentes com a estabilidade de preços é uma condição prévia para a eficiência da política monetária. Enquanto os choques fora do controlo da política monetária, tais como as subidas dos preços do petróleo, podem ter um impacto sobre a inflação global no curto prazo, podendo, portanto, afectar as expectativas de inflação a curto prazo, as expectativas de inflação a mais longo prazo deverão reflectir a medida em que os agentes acreditam que o BCE atingirá o seu objectivo de estabilidade de preços. Uma política monetária credível contribui para ancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo ao objectivo. A presente caixa analisa as diferentes medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo que poderão ser utilizadas para aferir a credibilidade da política monetária na área do euro e avalia a evolução destas medidas desde 2001.

Diferentes medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo

A informação sobre as expectativas de inflação a mais longo prazo dos agentes económicos da área do euro é disponibilizada a partir de dois tipos de medidas: com base em inquéritos e com base no mercado financeiro. Estas diferem quanto ao tipo de medida (directa ou indirecta), à categoria do agente envolvido e ao horizonte temporal utilizado¹. A informação com base em inquéritos sobre as expectativas de inflação a longo prazo encontra-se actualmente disponível ao nível da área do euro em três fontes. Em primeiro lugar, o Inquérito aos Analistas Profissionais (IAP) do BCE publica trimestralmente desde 2001 previsões de inflação com uma antecedência de cinco anos, preparadas por um painel de especialistas de instituições financeiras

¹ Para mais pormenores, ver o artigo intitulado “*Measures of inflation expectations in the euro area*” na edição de Julho de 2006 do Boletim Mensal do BCE.

e não financeiras com sede na UE². Em segundo lugar, a Consensus Economics publica semestralmente previsões a longo prazo (com uma antecedência de seis a dez anos) para os preços no consumidor da área do euro, fornecidas por especialistas de bancos e outras instituições financeiras. Por último, o Barómetro da Zona Euro fornece trimestralmente previsões para a inflação com uma antecedência até quatro anos.

As expectativas de inflação a mais longo prazo podem também ser calculadas a partir de instrumentos do mercado financeiro. A informação quanto às expectativas de inflação média dos participantes no mercado financeiro ao longo do prazo até ao vencimento de uma obrigação pode ser calculada como a diferença entre a taxa de rendibilidade de uma obrigação padrão e a taxa de rendibilidade de uma obrigação indexada à inflação com prazo semelhante. Esta medida é geralmente conhecida como taxa de inflação implícita. Uma outra medida com base no mercado financeiro para as expectativas de inflação a longo prazo pode ser extraída de *swaps* indexados à inflação com prazos correspondentes. Todas as medidas do mercado financeiro têm a vantagem de estar disponíveis em tempo real para uma vasta gama de horizontes possíveis. Contudo, em geral, não são medidas directas de expectativas de inflação, visto ser provável que incluam prémios de risco não observáveis (em particular, um prémio de risco de inflação e um prémio de liquidez) e possam por vezes ser distorcidas por factores de mercado técnicos. Apesar disso, quando comparados com os inquéritos, os indicadores com base no mercado estão mais estreitamente relacionados com o desempenho económico verificado. Em termos gerais, uma vez que apenas se encontram disponíveis indicadores imperfeitos de expectativas de inflação a mais longo prazo, é preferível basear a análise numa combinação destas medidas, procedendo a uma verificação cruzada da informação proveniente de várias fontes.

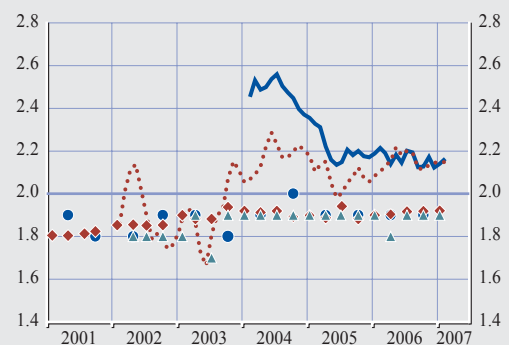
Evolução das expectativas de inflação a mais longo prazo desde 2001

O Gráfico A apresenta das medidas de expectativas de inflação a mais longo prazo acima referidas. Apesar dos diferentes horizontes temporais, as medidas transmitem mensagens relativamente semelhantes. Em particular, as medidas dos inquéritos das expectativas de inflação média a mais longo prazo mostram geralmente uma estabilidade assinalável, que se situa em níveis inferiores a, mas próximos de, 2%. As taxas de inflação implícita têm sido mais voláteis, apresentando

Gráfico A Medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo para a área do euro

(taxas de variação médias anuais (%))

- Consensus Economics – com uma antecedência entre seis e dez anos
- ◆ Inquérito aos Analistas Profissionais (IAP) do BCE – com uma antecedência de cinco anos
- ▲ Barómetro da Zona Euro – com uma antecedência de quatro anos
- taxa de inflação implícita a prazo a cinco anos, com uma antecedência de cinco anos
- taxa de inflação implícita a dez anos



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

Notas: A taxa de inflação implícita a dez anos é calculada a partir de obrigações com vencimento em 2012 até Março de 2005 e, após esta data, calculada a partir de obrigações com vencimento em 2015. O inquérito mais recente da Consensus Economics refere-se ao período 2012-16; os inquéritos mais recentes do IAP e do Barómetro da Zona Euro referem-se a 2011.

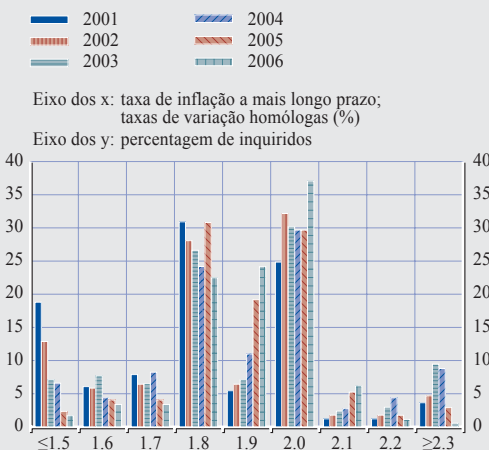
2 Em 1999 e 2000, as expectativas de inflação a mais longo prazo apenas se encontravam disponíveis numa base anual.

níveis acima de 2%, mas tal poderá estar relacionado com o facto de não reflectirem apenas expectativas de inflação mas incluírem também um prémio positivo, mas variável no tempo, dos riscos de inflação.

A estabilidade das medidas médias dos inquéritos das expectativas de inflação é assinalável. Porém, oculta revisões regulares das previsões individuais que se compensaram entre si. Por exemplo, como se ilustra no Gráfico B, os resultados do IAP têm revelado uma mudança gradual na distribuição da frequência das expectativas desde 2001, o que conduz a um menor desvio padrão nas respostas individuais e a uma maior proporção de inquiridos que colocam as suas expectativas de inflação a mais longo prazo em 1.9% e 2.0%. Por seu lado, a percentagem de inquiridos que esperam que a inflação se situe num valor igual ou inferior a 1.6% diminuiu desde 2001.

A capacidade de um banco central ancorar as expectativas de inflação pode ser avaliada com base na medida em que as expectativas de inflação a longo prazo reagem a alterações nas expectativas de inflação a muito curto prazo. O Gráfico C apresenta as revisões individuais das expectativas de inflação a curto prazo (i.e. com uma antecedência de um ano) e a mais longo prazo (i.e. com uma antecedência de cinco anos) entre duas rondas de inquéritos, fornecidas pelos participantes no IAP. Estas revisões sugerem que há de facto pouca correlação entre os movimentos das previsões de inflação a curto prazo e os movimentos das expectativas a longo prazo. Apesar de vários choques ascendentes sobre os preços a curto prazo (por exemplo, subidas dos preços do petróleo, choques relacionados com as condições meteorológicas e com os produtos alimentares e aumentos imprevistos dos preços administrados e da tributação indirecta), em conjugação com um enviesamento descendente persistente nas expectativas de inflação a curto prazo dos analistas profissionais, não é visível qualquer impacto sobre as expectativas de inflação a mais longo prazo. A resistência das expectativas de inflação a mais longo prazo sugere que, na opinião dos agentes económicos, o BCE assegurará que esses choques a curto prazo não afectarão a evolução dos preços de médio a longo prazo.

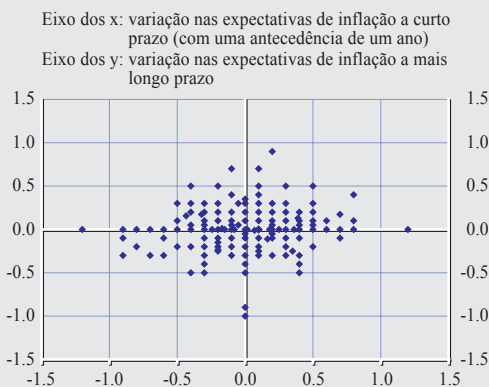
Gráfico B Distribuição da frequência das expectativas de inflação, com uma antecedência de cinco anos, entre os inquiridos do IAP (2001-06)



Fonte: BCE.

Gráfico C Relação entre revisões das expectativas de inflação a curto prazo e a mais longo prazo no IAP (2001-06)

(pontos percentuais)



Fonte: BCE.

Movimentos da distribuição de probabilidades como indicação da percepção de riscos para a estabilidade dos preços

No IAP, os participantes devem também associar uma distribuição de probabilidades à sua previsão. Esta distribuição, expressa em percentagem, fornece informações sobre a probabilidade de o resultado futuro se situar num intervalo específico. A um nível agregado, contribui para avaliar a forma como, em média, os inquiridos aferem o risco de o resultado observado se situar abaixo ou acima do intervalo mais provável. Considerando a definição quantitativa do objectivo de estabilidade de preços do BCE, a probabilidade, tal como apresentada pelo IAP, de inflação a mais longo prazo ser igual ou superior a 2% poderá ser utilizada como um novo indicador para avaliar os riscos para a estabilidade de preços detectados pelos inquiridos. A

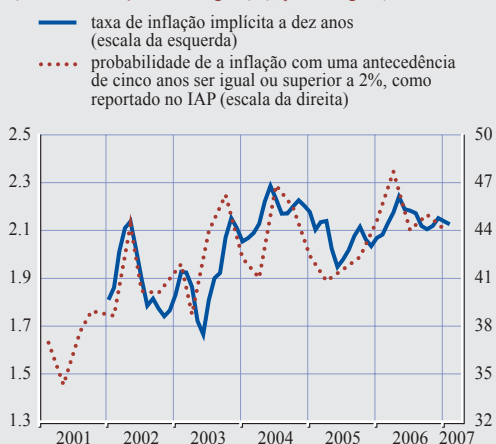
probabilidade apresentada pelos participantes no IAP de que a inflação a mais longo prazo (ou seja, com uma antecedência de cinco anos) se situe num nível igual ou superior a 2% aumentou gradualmente, passando de cerca de 35% em 2001 para aproximadamente 40% em 2003. Nos anos mais recentes, estabilizou ligeiramente, flutuando num intervalo entre 40-45%. Uma vez que a média das expectativas de inflação a mais longo prazo do IAP se tem mantido inalterada em 1.9% desde o início de 2002, estes movimentos da probabilidade parecem reflectir alterações na avaliação de risco por parte dos inquiridos. Esta análise é confirmada pelo Gráfico D, que sugere algum co-movimento entre a probabilidade de a inflação com uma antecedência de cinco anos se situar num nível igual ou superior a 2% e a medida da taxa de inflação implícita a dez anos, que incorpora um prémio de risco de inflação.

Conclusão

Em termos gerais, uma análise cruzando as diferentes medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo sugere que, apesar dos aumentos da inflação verificada e das expectativas de inflação a curto prazo devido a choques recentes, as expectativas de inflação a mais longo prazo revelaram uma resistência considerável e mantiveram-se, em geral, solidamente ancoradas em níveis consistentes com o objectivo do BCE de manutenção da inflação num nível inferior a, mas próximo de, 2%. Ao mesmo tempo, não há lugar a complacência, uma vez que aumentou ao longo do tempo a percepção de risco para a inflação num nível igual ou superior a 2% a mais longo prazo. Se por um lado tal exige vigilância, de um modo geral, todavia, a evidência relativa às expectativas de inflação a longo prazo apoia a ideia de que a política monetária do BCE é considerada credível pelos agentes económicos da área do euro.

Gráfico D Taxa de inflação implícita e probabilidade de a inflação medida pelo IHPC com uma antecedência de cinco anos ser igual ou superior a 2%

(taxas de variação homólogas (%); percentagens)



Fontes: BCE, Reuters e cálculos do BCE.

Nota: A taxa de inflação implícita a dez anos é calculada a partir de obrigações com vencimento em 2012 até Março de 2005 e, após esta data, é calculada a partir de obrigações com vencimento em 2015.

EFEITOS INDIRECTOS CONTINUAM LIMITADOS EM FASES MAIS AVANÇADAS DA CADEIA DE PRODUÇÃO

A taxa de crescimento homóloga global dos preços da produção industrial (excluindo a construção) na área do euro aumentou, em média, de 4.1% em 2005 para 5.1% em 2006 (ver Gráfico 25). Embora este aumento tenha sido principalmente impulsionado pelos preços dos produtos energéticos, a taxa de crescimento homóloga dos preços da produção industrial excluindo a construção e os produtos energéticos seguiu também uma tendência ascendente em 2006, reflectindo uma pressão forte dos preços das matérias-primas não energéticas e os efeitos indirectos de preços do petróleo mais elevados.

A taxa de crescimento homóloga dos preços dos bens intermédios acelerou de forma significativa na primeira metade de 2006, subindo de 1.9% em Dezembro de 2005 para 6.4% em Agosto de 2006. Tratou-se da taxa de crescimento mais elevada registada desde há mais de uma década e deveu-se em grande parte a um aumento dos preços das matérias-primas industriais, em particular dos preços dos metais. Além disso, o efeito indirecto do aumento dos preços do petróleo contribuiu também, embora em menor escala, para a pressão ascendente sobre os preços dos bens intermédios. Na segunda metade de 2006, a inflação dos preços dos bens intermédios manteve-se elevada. Contudo, a sua dinâmica de curto prazo abrandou no final do ano, provavelmente em resultado de alguma atenuação do crescimento dos preços das matérias-primas não energéticas, bem como da descida observada nos preços do petróleo e da apreciação do euro face ao dólar dos EUA.

Ao longo da cadeia de produção, a inflação dos preços no produtor foi mais moderada, embora o crescimento homólogo dos preços dos bens de investimento e dos bens de consumo tenha mantido a tendência ascendente observada desde meados de 2005. Esta evolução reflectiu em larga medida o impacto ascendente associado aos efeitos indirectos de anteriores

Gráfico 25 Desagregação dos preços da produção industrial

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



Fonte: Eurostat.

aumentos dos preços das matérias-primas. No caso dos bens de consumo, foi possível observar alguma desaceleração após Agosto, devido ao impacto combinado de dois factores específicos (relacionados com os preços do tabaco e de rubricas relacionadas com a saúde). Excluindo o efeito destes factores, o padrão subjacente indicou que as empresas puderam transmitir parcialmente os custos mais elevados dos factores de produção aos consumidores.

Em termos gerais, no final de 2006, as repercussões de anteriores aumentos dos preços das matérias-primas terão sido limitadas ao nível do produtor, possivelmente mitigadas por descidas nos preços do petróleo depois de Agosto e pela apreciação do euro ao longo do quarto trimestre. As pressões reduzidas sobre o mercado de trabalho terão também desempenhado um papel atenuante das pressões externas sobre os preços. Não obstante, em termos prospectivos, existem riscos ascendentes para a inflação, na medida em que os custos mais elevados dos factores de produção não relacionados com os salários em

alguns sectores possam ter repercussões sobre os consumidores, caso o poder de fixação de preços das empresas se reforce de acordo com a melhoria das perspectivas económicas.

EVOLUÇÃO DOS CUSTOS DO TRABALHO MANTÉM-SE MODERADA

A taxa de crescimento homóloga da remuneração por empregado aumentou moderadamente em 2005 e 2006, subindo para 2.1%, em média, ao longo dos três primeiros trimestres de 2006, e recuperando de um nível médio substancialmente inferior (1.6%) em 2005 (ver Quadro 2).

Uma vez que o crescimento dos custos horários totais do trabalho se manteve relativamente estável ao longo do mesmo período, o perfil ascendente da taxa de crescimento da remuneração por empregado terá provavelmente reflectido um ajustamento ascendente das horas trabalhadas por empregado, em linha com a recuperação gradual da actividade económica¹³. A nível sectorial observou-se uma evolução idêntica em 2006, com um crescimento da remuneração por empregado ligeiramente mais dinâmico e volátil nos sectores industriais do que nos sectores dos serviços (ver Gráfico 26). Estas variações no número de horas trabalhadas por empregado tiveram também um impacto ascendente sobre a produtividade do trabalho por empregado, implicando a sua neutralidade no que se refere à evolução dos custos unitários do trabalho.

Em termos gerais, os indicadores dos custos do trabalho disponíveis confirmaram um cenário

de continuação de evolução salarial moderada em 2006, apesar das situações variarem bastante entre os vários países. O aumento da taxa de crescimento destes indicadores observado no segundo trimestre parece ter sido de natureza temporária, devido ao impacto de pagamentos pontuais em determinados países. O crescimento dos acordos salariais continuou a ser moderado em 2006 (situando-se em 2.2%, em média, em comparação com 2.1% em 2005), apesar da volatilidade ao longo do ano.

A taxa de crescimento homóloga dos custos unitários do trabalho manteve-se estável em 0.8% nos três primeiros trimestres de 2006, em níveis inferiores aos observados em 2005 e nos anos anteriores. Em termos gerais, os custos do trabalho continuaram a contribuir para pressões inflacionistas internas moderadas na área do euro. Assim, o reforço da actividade económica e a melhoria das condições do mercado de trabalho em 2006 não parecem ter resultado numa acumulação significativa de pressões salariais ao longo do ano. Tal reflecte provavelmente o impacto sobre as negociações salariais de determinados factores, tais como a ameaça de mudança para outro país num contexto de fortes pressões concorrenciais a nível mundial, em especial no sector da indústria transformadora, e uma maior consciencialização da necessidade de preservar a competitividade dos custos. Outros elementos poderão ter também desempenhado um papel,

¹³ Ver caixa intitulada “Evolução recente no total de horas trabalhadas na área do euro” na edição de Setembro de 2006 do Boletim Mensal.

Quadro 2 Indicadores de custos do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))

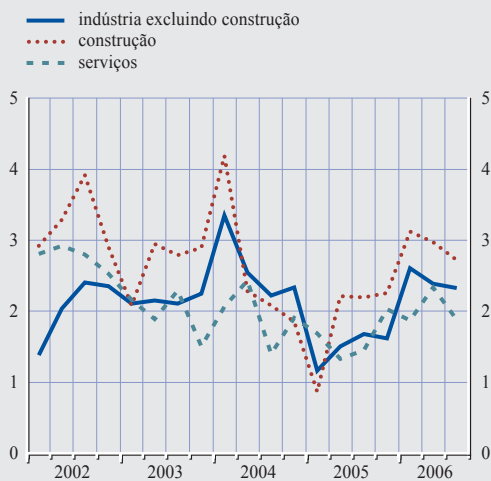
	2004	2005	2006	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4
Acordos salariais	2.1	2.1	2.2	2.0	2.1	2.4	2.0	2.4
Custos horários totais do trabalho	2.4	2.4	.	2.4	2.3	2.4	2.0	.
Remuneração por empregado	2.1	1.6	.	1.9	2.1	2.3	2.0	.
<i>Por memória</i>								
Produtividade do trabalho	1.0	0.7	.	1.0	1.2	1.5	1.2	.
Custos unitários do trabalho	1.1	0.9	.	0.9	0.8	0.8	0.8	.

Fontes: Eurostat, dados nacionais e cálculos do BCE.

Nota: Os dados relativos aos acordos salariais não incluem a Eslovénia.

Gráfico 26 Remuneração por empregado, por sector

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



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

tais como os efeitos favoráveis de uma política monetária credível sobre as expectativas de inflação, a reduzida participação dos trabalhadores nos sindicatos e a elevada percentagem de contratos de trabalho a tempo parcial e de curto prazo. A este respeito, as reformas do mercado de trabalho podem ter tido um papel na continuação da moderação dos custos do trabalho.

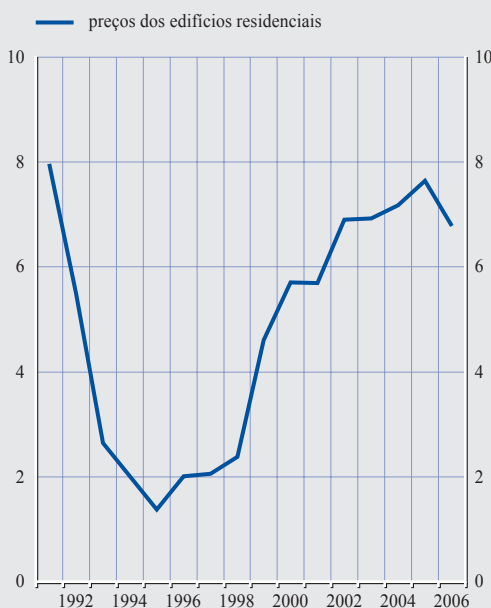
O crescimento moderado dos salários e a crescente actividade económica estiveram subjacentes à evolução dos lucros na área do euro em 2006. O indicador da margem de venda global, medido pela diferença entre o deflador do PIB e os custos unitários do trabalho, apontou para a continuação de um crescimento robusto dos lucros até ao terceiro trimestre de 2006.

PREÇOS DOS EDIFÍCIOS RESIDENCIAIS MOSTRAM ALGUNS SINAIS DE MODERAÇÃO

Os preços dos edifícios residenciais da área do euro, não incluídos no IHPC, revelaram sinais de uma nova desaceleração gradual em 2006 (ver Gráfico 27). Com base na informação disponível, estima-se que a taxa de crescimento homóloga tenha descido para 6.8% na primeira

Gráfico 27 Evolução dos preços dos edifícios residenciais na área do euro

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



Fonte: Cálculos do BCE, com base em dados nacionais não harmonizados.
Nota: Os dados para 2006 referem-se à primeira metade do ano.

metade de 2006, face a 7.3% na segunda metade de 2005 e a 8.0% na primeira metade de 2005. Por país, foi possível observar alguma moderação na evolução dos preços dos edifícios residenciais, em comparação com a segunda metade de 2005, na Bélgica, Espanha, França e Itália. Em outros países da área do euro, as taxas de crescimento mantiveram-se praticamente estáveis, à excepção da Irlanda, onde aumentaram de forma significativa. A informação disponível sugere que a evolução dos preços dos edifícios residenciais continuou a revelar uma diversidade considerável em toda a área do euro em 2006. Em particular, o enfraquecimento prolongado do mercado da habitação alemão contrasta com a evolução na maior parte das restantes economias da área do euro.

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

CRESCIMENTO ECONÓMICO RECUPEROU EM 2006

Depois de se ter situado em 1.5% em 2005, o crescimento do PIB real na área do euro aumentou fortemente em 2006 para 2.8% (corrigido do número de dias úteis), um nível que excedeu as estimativas disponíveis do crescimento do produto potencial e que constituiu o crescimento mais forte registado desde 2000. A actividade económica, que tinha começado a melhorar na segunda metade de 2005, ganhou novo dinamismo na primeira metade de 2006, abrandando depois apenas marginalmente. Este forte desempenho foi em parte inesperado e reflectiu, em particular, um fortalecimento significativo da confiança das empresas e dos consumidores, juntamente com uma melhoria substancial das condições no mercado de trabalho, enquanto na segunda

metade do ano se assistiu a uma diminuição significativa do efeito de anteriores choques adversos (em particular os aumentos dos preços do petróleo).

Com efeito, a economia da área do euro recuperou em 2006, após um período prolongado de crescimento moderado, iniciado em 2001. Apesar da forte expansão da economia mundial, o decepcionante ritmo da actividade anterior a 2006 esteve relacionado com diversos factores, em particular a ausência de resistência a vários choques, tais como aumentos muito acentuados dos preços do petróleo. A lentidão da procura interna durante este período pode ter também reflectido a incerteza dos agentes privados quanto ao seu rendimento futuro. O abrandamento cíclico que se iniciou em 2001 esteve também associado a um forte ajustamento em baixa dos preços dos activos financeiros e à premente necessidade das empresas de

Quadro 3 Composição do crescimento do PIB real

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

	Taxas homólogas ¹⁾									Taxas trimestrais ²⁾				
	2004	2005	2006	2005	2006	2006	2006	2006	2005	2006	2006	2006	2006	
				T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4	
Produto interno bruto real	1.8	1.5	2.8	1.8	2.2	2.8	2.7	3.3	0.3	0.8	1.0	0.6	0.9	
<i>do qual:</i>														
Procura interna ³⁾	1.6	1.8	2.5	2.0	2.2	2.5	2.8	2.3	0.6	0.5	0.9	0.7	0.1	
Consumo privado	1.4	1.5	1.8	1.2	1.8	1.7	1.7	2.1	0.1	0.6	0.3	0.7	0.5	
Consumo público	1.4	1.4	2.3	1.6	2.5	2.0	2.1	2.5	0.1	1.4	0.0	0.6	0.5	
Formação bruta de capital fixo	1.7	2.7	4.3	3.2	3.6	4.7	4.0	4.8	0.4	0.8	2.1	0.6	1.2	
Variações de existências ⁴⁾	0.2	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.5	-0.5	0.5	-0.3	0.3	0.0	-0.5	
Exportações líquidas ³⁾	0.2	-0.2	0.3	-0.1	0.0	0.3	0.0	1.1	-0.3	0.3	0.0	-0.1	0.8	
Exportações ⁵⁾	6.4	4.5	8.1	4.8	8.4	7.5	6.7	9.8	0.7	3.1	0.9	1.8	3.7	
Importações ⁵⁾	6.3	5.4	7.5	5.4	8.8	6.9	7.0	7.3	1.5	2.3	0.8	2.2	1.9	
Valor acrescentado bruto real														
<i>do qual:</i>														
Indústria excluindo construção	1.5	1.7	4.0	2.9	3.5	4.1	4.3	4.2	0.5	1.3	1.4	1.0	0.4	
Construção	1.5	1.1	3.7	2.1	2.4	3.5	4.1	4.8	0.9	-0.3	2.4	1.1	1.5	
Serviços relacionados														
exclusivamente com o mercado ⁶⁾	1.9	2.0	2.9	2.0	2.2	3.0	2.9	3.4	0.3	1.0	1.2	0.5	0.8	

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

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

2) Variação em percentagem face ao trimestre anterior.

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

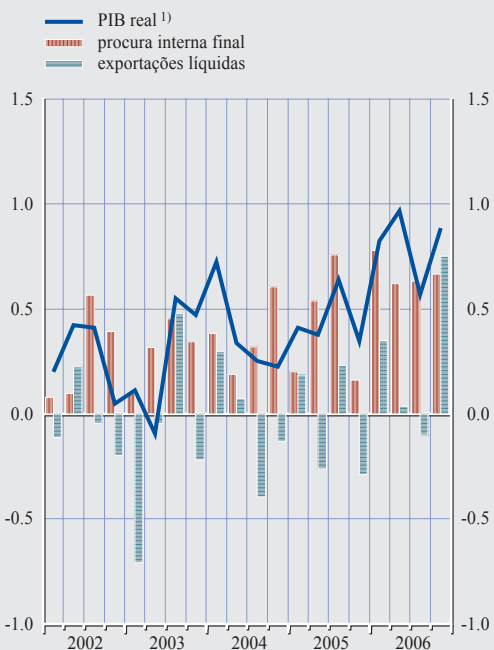
4) Incluindo aquisições líquidas de cessões de objectos de valor.

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

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

Gráfico 28 Contributos para o crescimento trimestral do PIB real

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

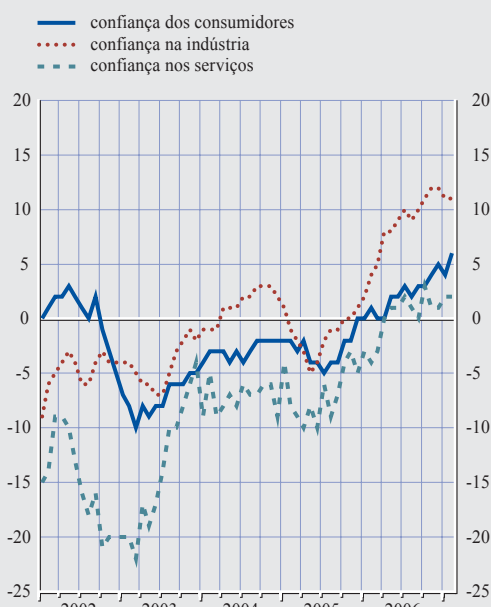


Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

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

Gráfico 29 Indicadores de confiança

(saldo de respostas extremas; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.

Nota: Os dados apresentados são corrigidos da média.

reestruturar os seus balanços, o que limitou o investimento e a criação de emprego. À medida que o processo de reestruturação dos balanços obtinha progressos significativos ao nível das empresas e a confiança das empresas melhorava, no contexto da continuação de condições de financiamento favoráveis, o investimento e, em menor escala, a procura de trabalho recuperaram, conduzindo a uma procura interna robusta em 2006. Por seu lado, o forte crescimento mundial apoiou as exportações. Contudo, o sector externo teve um contributo praticamente neutro para o crescimento económico (ver Gráfico 28), o que se deveu, nomeadamente, ao dinamismo económico interno mais forte que impulsionou as importações do resto do mundo.

No que se refere às componentes internas do crescimento, o crescimento do investimento total recuperou de forma vigorosa em 2006, atingindo 4.3%, o seu nível mais elevado desde

2000, o que compara com 2.7% em 2005 (ver Quadro 3). Esta aceleração foi particularmente assinalável no sector da construção, mas também foi observada noutros sectores que não o da construção. Beneficiando de uma conjuntura externa favorável, o crescimento do investimento foi ainda apoiado por taxas de lucro elevadas e ascendentes, por perspectivas positivas para a procura e por baixos custos do financiamento externo. Além disso, o investimento em construção foi forte na habitação e, em particular, em outra construção.

O crescimento do consumo privado aumentou de 1.5% em 2005 para 1.8% em 2006. No contexto de uma melhoria acentuada da confiança dos consumidores, a aceleração modesta das despesas das famílias em 2006 terá sido positivamente influenciada por um maior crescimento do rendimento disponível real. Os ganhos em termos de rendimento real em

2006 foram alcançados principalmente através do forte crescimento do emprego e do rendimento não relacionado com o emprego, tendo ocorrido apesar do impacto negativo dos elevados custos dos produtos energéticos sobre o poder de compra das famílias. Em comparação, a remuneração real por empregado aumentou apenas ligeiramente. Estes efeitos não foram compensados por maiores poupanças das famílias. O impacto positivo sobre a taxa de poupança devido a algum comportamento de alisamento do consumo – num contexto de maior crescimento do rendimento, bem como de taxas de juro mais elevadas ao longo de todo o espectro de prazos – foi mais do que compensado por uma redução da poupança por motivo de precaução, resultante da evolução do mercado de trabalho e possivelmente pelo forte dinamismo da riqueza líquida das famílias.

De uma perspectiva sectorial, a aceleração da actividade em 2006 foi mais pronunciada no sector da indústria (excluindo a construção), enquanto o crescimento do valor acrescentado no sector dos serviços de mercado aumentou de forma mais moderada. Esta evolução é consistente com a melhoria significativa da confiança na indústria registada desde a segunda metade de 2005, enquanto a melhoria da confiança nos serviços foi menos pronunciada (ver Gráfico 29).

Diversas medidas de dispersão indicam que o grau de divergência das taxas de crescimento do PIB real entre países da área do euro se reduziu ligeiramente em 2006 (ver Caixa 4). Em comparação com o ano anterior, o crescimento homólogo do PIB real aumentou na maior parte dos países da área do euro em 2006 e manteve-se estável nos restantes.

Caixa 4

DIFERENCIAIS DE CRESCIMENTO DO PRODUTO ENTRE OS PAÍSES DA ÁREA DO EURO

Em qualquer união monetária há diferenças entre os desenvolvimentos económicos registados pelos seus membros. Esta caixa apresenta uma breve panorâmica geral da dimensão dos diferenciais de crescimento do produto entre os países da área do euro e a forma como estes evoluíram ao longo do tempo. Além disso, menciona alguns factores subjacentes a estas diferenças e discute implicações de política.

A dispersão das taxas de crescimento do PIB real entre os países da área do euro, medidas pelo desvio padrão não ponderado, tem flutuado em torno de um nível de 2 pontos percentuais e, em termos gerais, não tem revelado qualquer tendência evidente ascendente ou descendente ao longo dos últimos 35 anos (ver o gráfico). O mesmo padrão é também aplicável à dispersão ponderada do crescimento do produto, embora o desvio padrão neste caso tenha flutuado em torno de 1 ponto percentual. Porém, desde o início da Terceira Fase da UEM em 1999, a dispersão não ponderada tem-se reduzido entre os países da área do euro, enquanto a dispersão ponderada se tem mantido praticamente estável. A diferença entre estas duas medidas reflecte o facto de o crescimento do PIB real em algumas economias mais pequenas da área do euro se ter aproximado da média registada na área do euro desde 1999.

Em alguns países da área do euro, o PIB real tem crescido consistentemente num nível superior ou inferior à média registada na área do euro nos últimos anos. Em particular, o crescimento do produto na Grécia, Espanha, Irlanda, Luxemburgo e Finlândia tem excedido a média da área do euro todos os anos desde meados de 1990. Em contraste, o crescimento do PIB real na Alemanha e em Itália foi inferior à média da área do euro todos os anos entre meados de 1990 e 2005. Estes diferenciais persistentes parecem indicar que a dispersão das taxas de crescimento do

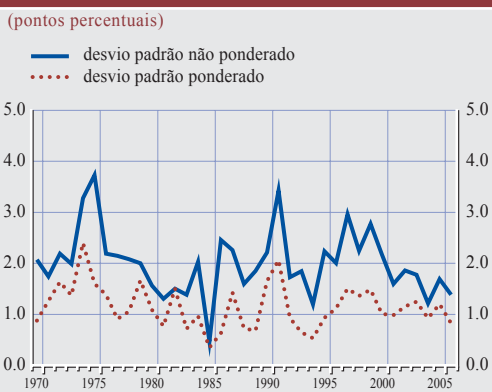
PIB real entre os países da área do euro reflecte, em larga medida, diferenças de crescimento estruturais e, em menor dimensão, diferenças cíclicas¹.

São naturais e desejáveis algumas diferenças de desempenho do crescimento do produto nos países da área do euro. Tal é o caso, por exemplo, em que as diferenças reflectem efeitos de convergência de países com rendimentos mais baixos ou tendências demográficas diferentes. Além disso, podem verificar-se diferenças temporárias entre as taxas de crescimento do produto dos países devido, por exemplo, a um processo de ajustamento de equilíbrio na união monetária na sequência de um choque. Contudo, diferenças persistentes nas taxas de crescimento do produto podem também reflectir: políticas económicas nacionais inadequadas; ineficiências e rigidez estruturais; ou um mecanismo de ajustamento com funcionamento deficiente em alguns países ou entre eles, o que se reflecte em crescentes desequilíbrios internos e desenvolvimentos divergentes da competitividade.

A política monetária única não pode influenciar os diferenciais de crescimento do produto entre os países da área do euro. Fracos desempenhos da tendência de crescimento do produto devem ser solucionados por meio de políticas nacionais adequadamente concebidas para abordar questões orçamentais e estruturais. Estas políticas deverão incidir, em particular, sobre a melhoria da capacidade das economias nacionais se ajustarem a choques e, nos países onde se regista um crescimento mais lento, sobre a promoção de níveis mais elevados de produtividade e de utilização do trabalho, bem como sobre o aprofundamento do Mercado Único, mantendo condições macroeconómicas estáveis.

¹ Para mais pormenores, ver a caixa intitulada "Output growth differentials within the euro area: are they cyclical or trend-driven?" na edição de Outubro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

Dispersão do crescimento do PIB real nos países da área do euro



Fonte: Comissão Europeia.
 Notas: Os dados da Alemanha referem-se à Alemanha Ocidental até 1991. Os valores para 2006 são estimativas da Comissão Europeia. A área do euro não inclui a Eslovénia.

MELHORIAS EM CURSO NO MERCADO DE TRABALHO

As condições no mercado de trabalho na área do euro melhoraram de forma significativa em 2006, com o emprego a crescer a uma taxa de 0.3% a 0.5% em termos trimestrais em cadeia (ver Quadro 4) e com o nível de emprego a aumentar mais de 2 milhões. Este desempenho parece estar em linha com o padrão de crescimento económico, a contenção dos custos reais do trabalho e o provável impacto das recentes medidas de política adoptadas no mercado de trabalho, que facilitaram a expansão

do emprego a tempo parcial e por conta própria. Além disso, uma vez que parte do ajustamento cíclico do factor trabalho durante a última contracção ocorreu através de uma redução das horas trabalhadas por empregado (empregados quer a tempo parcial, quer a tempo inteiro), o trabalho foi também apoiado por uma recuperação das horas trabalhadas no passado recente. De uma perspectiva sectorial, o emprego cresceu fortemente nos sectores dos serviços e da construção, enquanto terminava a descida prolongada na indústria (excluindo a construção).

Quadro 4 Evolução do mercado de trabalho

(variações em percentagem face ao período anterior; percentagens)

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
População activa	1.0	0.5	.	0.3	0.2	0.1	-0.0	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	.
Emprego	0.8	0.8	.	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	.
Agricultura ¹⁾	-1.2	-1.4	.	1.5	-1.1	-1.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.7	-1.8	.
Indústria ²⁾	-0.5	-0.1	.	-0.0	0.1	-0.2	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.2	.
– excluindo construção	-1.3	-1.3	.	-0.4	0.1	-0.7	-0.4	-0.1	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	.
– construção	1.5	2.7	.	1.1	0.2	1.0	0.9	-0.3	0.9	0.6	0.7	0.9	.
Serviços ³⁾	1.4	1.2	.	0.4	0.5	0.3	0.1	0.3	0.3	0.7	0.5	0.4	.
Taxas de desemprego⁴⁾													
Total	8.8	8.6	7.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.4	8.4	8.2	7.8	7.7	7.5
Idade < a 25 anos	18.2	17.7	16.5	18.2	18.1	18.2	17.7	17.3	17.4	17.2	16.4	16.5	16.1
Idade ≥ a 25 anos	7.5	7.4	6.7	7.5	7.5	7.5	7.4	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6	6.4

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

1) Inclui pescas, caça e silvicultura.

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

3) Exclui órgãos e organizações extraterritoriais.

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

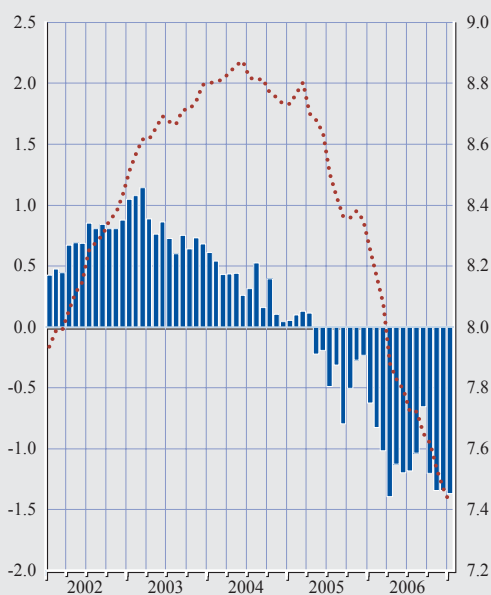
A taxa de desemprego, que tinha começado a descer em meados de 2004, diminuiu de novo em 2006, atingindo 7.5% no quarto trimestre

(ver Gráfico 30). É de realçar que foi a primeira vez que se atingiram tais níveis desde o início da série em 1993. Embora isso indique

Gráfico 30 Desemprego

(dados mensais; corrigidos de sazonalidade)

■ variação homóloga em milhões (escala da esquerda)¹⁾
 percentagem da população activa (escala da direita)



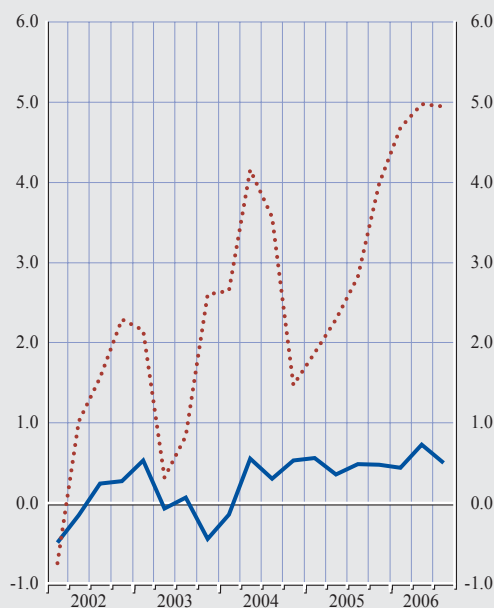
Fonte: Eurostat.

1) As variações homólogas não são corrigidas de sazonalidade.

Gráfico 31 Produtividade do trabalho

(taxas de variação homólogas (%))

— serviços
 indústria excluindo construção



Fonte: Eurostat.

claramente uma recuperação cíclica das condições do mercado de trabalho em 2006, parte da descida da taxa de desemprego pode ser considerada de natureza estrutural, reflectindo o impacto das reformas no mercado de trabalho em alguns países da área do euro. Enquanto vários países fizeram progressos consideráveis no sentido de uma maior flexibilidade dos mercados de trabalho, em muitos países são ainda necessárias reformas mais ambiciosas.

O crescimento da produtividade do trabalho para o conjunto da economia acelerou de novo ao longo de 2006. A aceleração da produtividade do trabalho foi principalmente impulsionada pelo sector industrial (excluindo a construção), enquanto o crescimento da produtividade no sector dos serviços se manteve estável a um nível significativamente inferior ao do crescimento da produtividade no sector industrial (ver Gráfico 31).

A recuperação da produtividade do trabalho deveu-se em parte à recuperação cíclica da economia da área do euro registada em 2006. Porém, o crescimento da produtividade na área do euro continuou decepcionante e factores estruturais explicam também este comportamento fraco. O abrandamento do crescimento da produtividade observado desde meados de 1990 pode ter sido em parte impulsionado pelos efeitos transitórios de um aumento estrutural da utilização de trabalho relativamente menos qualificado, no contexto da adopção de reformas no mercado de trabalho. Contudo, o menor crescimento da produtividade na área do euro reflecte também uma utilização insuficiente das novas tecnologias que aumentam a produtividade, bem como falta de concorrência e um quadro regulamentar apertado nos mercados do produto (ver Caixa 5).

Caixa 5

EVOLUÇÃO DA PRODUTIVIDADE NA ÁREA DO EURO E NECESSIDADE DE REFORMAS ESTRUTURAIS

A melhoria da produtividade constitui um determinante-chave do crescimento económico e do aumento do rendimento real *per capita* no médio a longo prazo. Neste contexto, a presente caixa revê os principais desenvolvimentos da produtividade do trabalho na área do euro ao longo dos últimos quinze anos e analisa a necessidade de políticas que contribuam para que o crescimento da produtividade continue a aumentar no futuro. A produtividade é medida em termos da produtividade do trabalho, definida como o produto real por unidade do factor trabalho. Por seu lado, o factor trabalho é medido de duas formas, nomeadamente em termos do total de horas trabalhadas ou do número de indivíduos empregados¹.

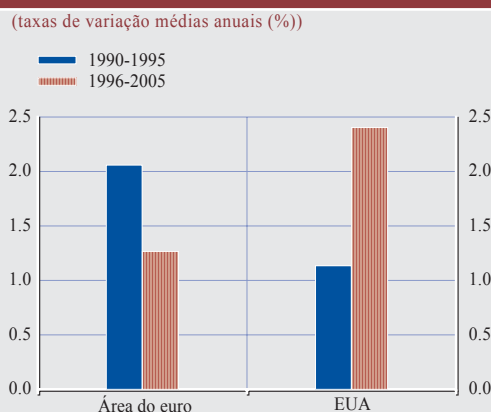
Nos últimos dez anos, a evolução da produtividade na área do euro tem sido decepcionante. Foi observada uma descida do crescimento da produtividade do trabalho na área do euro face aos Estados Unidos, independentemente do factor trabalho ser medido por hora trabalhada ou por indivíduo empregado². A média do crescimento anual da produtividade do trabalho por hora trabalhada desceu de 2.1% no período de 1990-1995 para 1.3% no período de 1996-2005³, o que contrasta com uma subida de 1.1% para 2.4% do crescimento da produtividade do trabalho

1 É de referir que, enquanto a utilização do total de horas trabalhadas é a opção preferida do ponto de vista económico, as estimativas de horas trabalhadas estão sujeitas a erros de medição. Embora os dados forneçam informações relevantes em termos de comparação de tendências ao longo do tempo, não são adequados para comparações entre países no que se refere ao nível de horas trabalhadas num determinado ano.

2 Devido à descida tendencial da média de horas trabalhadas, o crescimento da produtividade do trabalho na área do euro tende a ser mais lento quando medido por indivíduo empregado.

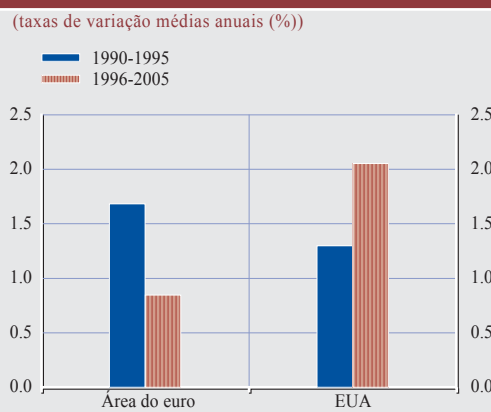
3 Ver também o artigo intitulado “Evolução da produtividade do trabalho na área do euro: tendências agregadas e padrões sectoriais” na edição de Julho de 2004 do Boletim Mensal do BCE e a caixa intitulada “*Developments in euro area labour quality and their implications for labour productivity growth*” na edição de Outubro de 2005 do Boletim Mensal do BCE.

Gráfico A Crescimento da produtividade do trabalho por hora trabalhada



Fontes: Growth and Development Centre de Groningen e cálculos do BCE.

Gráfico B Crescimento da produtividade do trabalho por indivíduo empregado



Fontes: Growth and Development Centre de Groningen e cálculos do BCE.

por hora trabalhada nos EUA no mesmo período (ver Gráfico A). Medido em termos de indivíduos empregados, o crescimento da produtividade do trabalho na área do euro desceu de 1.7% no período de 1990-1995 para 0.8% no período de 1996-2005, enquanto o indicador correspondente americano subiu de 1.3% para 2.1% (ver Gráfico B)⁴. Verificou-se, portanto, uma viragem do crescimento da produtividade do trabalho (quer por hora trabalhada, quer por indivíduo empregado), tendo a área do euro sido ultrapassada pelos Estados Unidos nos últimos dez anos. Embora esta evolução possa ter sido em parte influenciada por factores cíclicos, o papel desempenhado por factores estruturais não pode ser ignorado.

O abrandamento observado no crescimento da produtividade do trabalho na área do euro pode ser em parte atribuído a uma maior utilização do trabalho. Um factor subjacente a esta última evolução pode ter consistido nas reformas específicas do mercado de trabalho adoptadas em alguns países da área do euro, tais como a redução das discrepâncias fiscais e o imposto implícito sobre a reforma antecipada⁵, bem como a menor restritividade da legislação de protecção do emprego (em especial na década de 90) e o apoio ao desenvolvimento do trabalho a tempo parcial. Estas medidas, todas destinadas a aumentar as oportunidades de emprego, em particular para trabalhadores pouco qualificados, mulheres, jovens e trabalhadores mais velhos, tiveram um claro efeito positivo sobre as taxas de emprego (ver Quadro A).

No entanto, os impostos e subsídios, bem como o grau de legislação de protecção ao emprego, continuam a ser significativamente baixos nos Estados Unidos. Como resultado, a taxa de emprego global na área do euro é claramente inferior à registada nos Estados Unidos (ver Quadro A). A necessidade de aumentar os níveis de emprego na área do euro continuará, em certa medida, a exercer pressão sobre o crescimento da produtividade do trabalho na área do euro. Contudo, é provável que este compromisso evidente entre o emprego e a produtividade seja de natureza temporária, o que, todavia, sublinha a importância crucial da adopção do

4 São utilizados nesta análise dados da base de dados do Growth and Development Centre de Groningen (GGDC), estando a respectiva fonte disponível em www.ggdc.net. Os dados da GGDC têm por base fontes da OCDE, mas incluem também cálculos adicionais (que justificam, principalmente, diferenças nos ajustamentos de qualidade).

5 A taxa do imposto implícita é definida como o rácio do montante de pensões “perdidas” devido a uma reforma mais tardia (em termos de valor actualizado) em relação ao rendimento do trabalho.

enquadramento institucional adequado para a área do euro para melhorar a inovação e a sua difusão, a fim de impulsionar o crescimento da produtividade do trabalho.

Um outro factor importante subjacente à evolução divergente do crescimento da produtividade do trabalho na área do euro e nos Estados Unidos é o maior aumento da intensidade capitalística (serviços de capital por hora trabalhada) neste último país, reflectindo maiores investimentos em equipamento de tecnologia de informação e comunicações (TIC), em particular no sector dos serviços (ver Quadro A). Analisando a evolução sectorial, a produtividade na área do euro parece registar um desfasamento em relação aos Estados Unidos, em especial na área dos serviços que utilizam TIC, incluindo os sectores do comércio a retalho e por grosso, e no sector da intermediação financeira (ver Quadro B). Além disso, o papel do sector produtor de TIC na área do euro tem sido limitado devido à sua parcela relativamente pequena no PIB real. O crescimento da

produtividade apenas foi mais elevado na área do euro do que nos Estados Unidos nos sectores tradicionais não relacionados com a TIC, mas esta liderança enfraqueceu claramente nos últimos dez anos. As características estruturais da economia dos EUA – um mercado de trabalho mais flexível, um grau mais elevado de concorrência nos mercados do produto e menores barreiras à entrada de novas empresas, bem como um mercado de capitais mais eficiente – foram aparentemente mais conducentes ao aproveitamento das oportunidades proporcionadas pelas novas tecnologias⁶.

Ao longo dos últimos quinze anos, a área do euro alcançou progressos significativos e constantes em termos do afrouxamento da regulamentação do mercado do produto e da criação de um contexto económico mais favorável às empresas. Além disso, a adopção pelo Parlamento Europeu, em Dezembro de 2006, da Directiva relativa aos Serviços irá sem dúvida contribuir para melhorar a situação nesta área. Porém, a dimensão e o aprofundamento do mercado interno continuam uma prioridade, uma vez que a conjuntura regulamentar existente na área do euro é ainda demasiado complexa, em particular em comparação com os Estados Unidos, colocando por conseguinte um obstáculo à inovação e aos ganhos de produtividade do trabalho. Tal poderá explicar por que motivo a I&D e o investimento em capital de risco – duas importantes forças impulsionadoras da inovação – se situam ainda significativamente abaixo das observadas nos Estados Unidos.

Quadro A Indicadores estruturais seleccionados

	Área do euro ¹⁾		Estados Unidos	
	1995	2005	1995	2005
Mercado de trabalho (percentagens)				
Taxa de emprego global	58	64	73	72
Taxa de emprego das mulheres	47	55	66	66
Taxa de emprego dos trabalhadores mais velhos	33	40	55	61
Percentagem de trabalho a tempo parcial	12.7	17.0	14.2	12.8
Inovação				
Investimento em TIC (em percentagem do PIB) ²⁾	1.9	2.2	3.4	3.7
Investimento em I & D (em percentagem do PIB) ³⁾	1.8	1.9	2.5	2.7

Fontes: Eurostat e OCDE.

1) Os valores da área do euro são médias ponderadas.

2) Os dados referem-se a 2003.

3) Os dados referem-se a 2004.

⁶ Task Force do Comité de Política Monetária do SEBC, “*Competition, productivity and prices in the euro area services sector*”, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 44, Abril de 2006; e R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, “*Labour productivity developments in the euro area*”, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 53, Outubro de 2006.

Todavia, a fim de tirar total partido de uma conjuntura regulamentar mais eficiente, estas medidas devem ser acompanhadas por esforços no sentido de melhorar o nível de qualificações e competência da população activa. Os avanços tecnológicos têm como resultado a substituição de trabalho pouco qualificado por outro mais qualificado, através de um processo de “destruição produtiva”. Assim, as medidas que promovem uma melhoria das qualificações e da aprendizagem ao longo da vida contribuem para a inovação e facilitam a utilização de tecnologias avançadas. Até à data, o investimento em capital humano na Europa não tem sido adequado para uma economia “intensiva em conhecimento”. Em 2004, por exemplo, apenas 23% do escalão etário de 25-64 anos na área do euro atingiu um nível de educação terciário, o que compara com 39% nos Estados Unidos.

Em suma, a conjuntura regulamentar desempenha um papel importante na explicação da evolução da produtividade do trabalho. Em termos gerais, apesar dos progressos significativos em alguns domínios, as reformas estruturais na área do euro não têm sido suficientemente abrangentes e a sua implementação tem sido demasiado lenta para impulsionar o aparecimento de uma “economia baseada no conhecimento”, com o objectivo de incentivar o crescimento da produtividade do trabalho e de melhorar a criação de emprego. Ambos os desafios e respectivas soluções foram claramente identificados, em particular no contexto da estratégia de Lisboa renovada. O desafio é agora aumentar o ritmo global de reforma.

Quadro B Crescimento da produtividade do trabalho, por sector, por hora trabalhada ¹⁾

(contributos médios anuais em pontos percentuais)

	Área do euro		Estados Unidos	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
Todos os sectores	2.3	1.5	1.0	2.5
Sector produtor de TIC	0.3	0.4	0.7	0.9
Indústria transformadora	0.2	0.2	0.5	0.6
Serviços	0.1	0.2	0.2	0.3
Sector utilizador de TIC	0.5	0.4	0.3	1.3
Indústria transformadora	0.2	0.1	0.0	0.1
Serviços	0.3	0.3	0.3	1.1
Sector não relacionado com as TIC	1.5	0.7	0.1	0.3
Indústria transformadora	0.5	0.3	0.2	0.2
Serviços	0.6	0.2	-0.2	0.1
Outros	0.5	0.3	0.0	0.0

Fontes: Growth and Development Centre de Groningen e cálculos do BCE.

1) Os valores podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

2.5 EVOLUÇÃO ORÇAMENTAL

MELHORIA ORÇAMENTAL EM 2006

A evolução orçamental na área do euro foi relativamente favorável em 2006, no contexto de um forte crescimento do produto e de receitas inesperadas. Segundo os programas de estabilidade actualizados dos países membros da área do euro, o rácio médio do défice das administrações públicas situou-se em cerca de 2.0% do PIB, face a 2.4% em 2005 (ver Quadro 5). No que se refere aos cinco países com um procedimento relativo aos défices excessivos em 2006, estima-se que na Alemanha, Grécia e França os défices

orçamentais tenham sido mantidos ou reduzidos para um valor inferior ao valor de referência de 3% do PIB, embora graças a um importante contributo de medidas temporárias destinadas a reduzir o défice nos dois últimos países. Dois países, Itália e Portugal, continuaram a apresentar défices bastante superiores a 3% do PIB. No caso da Itália, de acordo com as estimativas mais recentes, o défice atingiu 4.4% do PIB (bastante inferior ao valor apresentado no programa de estabilidade actualizado); excluindo efeitos temporários que aumentaram o défice, este teria atingido 2.4%. Continuam também a verificar-se desequilíbrios significativos, se bem que inferiores ao limite

Quadro 5 Posições orçamentais na área do euro

(em percentagem do PIB)

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

	2004	2005	2006
Área do euro	-2.8	-2.4	-2.1
Bélgica	0.0	-2.3	0.0
Alemanha	-3.7	-3.2	-2.1
Irlanda	1.5	1.1	2.3
Grécia	-7.8	-5.2	-2.6
Espanha	-0.2	1.1	1.4
França	-3.7	-2.9	-2.7
Itália	-3.4	-4.1	-5.7
Luxemburgo	-1.1	-1.0	-1.5
Países Baixos	-1.8	-0.3	0.1
Áustria	-1.2	-1.5	.
Portugal	-3.2	-6.0	-4.6
Finlândia	2.3	2.7	2.9

Dívida bruta das administrações públicas

	2004	2005	2006
Área do euro	69.8	70.8	69.6
Bélgica	94.3	93.2	87.7
Alemanha	65.7	67.9	68.0
Irlanda	29.7	27.4	25.1
Grécia	108.5	107.5	104.1
Espanha	46.2	43.1	39.7
França	64.4	66.6	64.6
Itália	103.9	106.6	107.6
Luxemburgo	6.6	6.0	7.5
Países Baixos	52.6	52.7	50.2
Áustria	63.8	63.4	.
Portugal	58.6	64.0	67.4
Finlândia	44.3	41.3	39.1

Fontes: Comissão Europeia (para 2004-05), actualizações dos programas de estabilidade de 2006 (para 2006) e cálculos do BCE.

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

do défice de 3% em relação ao PIB, no Luxemburgo e na Áustria, enquanto para a Bélgica, Irlanda, Espanha, Países Baixos e Finlândia se estimam posições orçamentais em equilíbrio ou excedentárias.

A comparação entre os objectivos orçamentais para 2006 das últimas actualizações dos programas de estabilidade e os publicados no final de 2005 e na primeira metade de 2006, mostra que o défice da área do euro diminuiu, em média, cerca de 0.2 pontos percentuais do PIB. Tal reflecte resultados significativamente melhores do que o esperado para a Alemanha (onde se estima que o défice se tenha reduzido para um valor inferior ao valor de referência de 3% do PIB um ano antes do previsto) e para

vários países da área do euro que registam já uma situação orçamental sólida.

Neste contexto, o rácio da dívida pública da área do euro desceu em 2006, pela primeira vez desde 2002, para um valor ligeiramente inferior a 70% do PIB, o que, por seu lado, reflecte descidas dos rácios da dívida na maioria dos países, sendo as excepções mais notórias a Itália – que se tornou o país com o rácio da dívida mais elevado – e Portugal.

Esta evolução orçamental foi principalmente o resultado de um forte crescimento do produto e de receitas inesperadas e, apenas em pequena medida, de efectiva consolidação orçamental. A melhoria do saldo orçamental estrutural

(saldo ajustado do ciclo excluindo medidas pontuais e outras medidas temporárias), que se terá situado em cerca de 0.4% em 2006, pode em parte reflectir as receitas inesperadas acima referidas, podendo portanto sobrestimar o ritmo de consolidação efectivo subjacente. O dinamismo das receitas públicas pode ter origem em diversos factores, incluindo os lucros mais elevados das empresas, o forte desempenho dos mercados de títulos e, em alguns países, os crescentes preços da habitação ou uma maior eficácia da administração fiscal. Estes factores deram origem a um aumento das receitas fiscais provenientes dos rendimentos e da riqueza, mas é difícil distinguir o contributo

exacto de cada um destes factores. A evolução dos agregados da área do euro oculta diferenças substanciais entre os países da área do euro, nomeadamente entre os que registam défices excessivos ou desequilíbrios orçamentais significativos. A Grécia e Portugal apresentaram melhorias assinaláveis nos saldos estruturais, esperando-se que tenham ocorrido também progressos na Alemanha e, em menor dimensão, em França. Em contraste, o saldo estrutural no Luxemburgo deteriorou-se consideravelmente. A evolução orçamental reflectiu-se também no volume de emissão de títulos de dívida pública (ver Caixa 6).

Caixa 6

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

Em 2006, a emissão de títulos de dívida pelas administrações públicas diminuiu, bem como os rácios do défice e da dívida em relação ao PIB, na maior parte dos países da área do euro, num contexto de fortalecimento da actividade económica. Com efeito, as actualizações dos programas de estabilidade para 2006 indicam, para esse ano, a primeira descida do rácio da dívida pública na área do euro desde 2002 para um valor ligeiramente abaixo de 70% do PIB. Em termos líquidos, o endividamento das administrações públicas da área do euro cresceu 2.1% em 2006, face a 4.1% em 2005 (ver Quadro A)¹.

Quadro A Títulos de dívida emitidos pelas administrações públicas da área do euro

(taxas de variação homólogas (%); dados de fim de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total da administração central	3.5	2.6	2.6	4.1	4.7	5.3	4.1	2.1
<i>Longo prazo</i>	5.7	3.3	2.2	2.9	3.9	5.7	4.9	3.1
a taxa fixa		5.1	5.2	3.9	5.1	6.0	4.6	3.1
a taxa variável		-4.0	-16.1	-9.4	-6.2	5.0	9.6	2.8
<i>Curto prazo</i>	-17.2	-6.5	8.1	19.3	13.8	2.1	4.9	-8.3

Fonte: BCE.

Uma análise da estrutura do saldo de títulos de dívida pública revela que a emissão destes títulos é predominantemente realizada pela administração central, que representa 93.5% do saldo de títulos de dívida em 2006. O sector das outras administrações públicas é responsável pelos remanescentes 6.5%, contudo este sector tornou-se mais activo. Entre 1999 e 2006, a

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

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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Administração central	96.9	96.7	96.3	95.4	94.7	94.3	93.9	93.5
Títulos de longo prazo	89.3	89.8	89.0	87.2	85.8	85.7	86.0	86.5
Títulos de curto prazo	7.6	6.9	7.2	8.2	8.9	8.6	7.9	7.0
Outras administrações públicas	3.1	3.3	3.7	4.6	5.3	5.7	6.1	6.5
Títulos de longo prazo	3.0	3.2	3.6	4.5	5.2	5.6	6.0	6.4
Títulos de curto prazo	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total das administrações públicas								
Longo prazo	92.3	93.0	92.6	91.7	91.0	91.3	92.0	92.9
a taxa fixa	79.2	81.1	82.4	82.0	82.1	82.6	83.1	84.9
a taxa variável	10.6	10.0	8.8	8.1	7.6	7.6	7.9	8.0
Curto prazo	7.7	7.0	7.4	8.3	9.0	8.7	8.0	7.1
Total das administrações públicas em EUR mil milhões	3 451.5	3 549.4	3 771.3	3 946.2	4 149.0	4 388.0	4 602.0	4 705.3

Fonte: BCE.

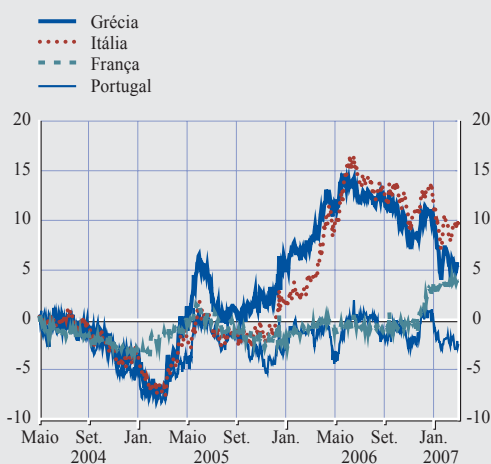
percentagem de títulos de dívida emitidos pela administração central desceu de forma contínua, enquanto a percentagem de títulos de dívida emitidos pelas outras administrações públicas praticamente duplicou.

Um factor importante que tornou a emissão de títulos de dívida de longo prazo pelas administrações públicas mais atractiva do que a de dívida de curto prazo em 2006 foi o estreitamento do diferencial entre as taxas de longo prazo e de curto prazo. Por conseguinte, embora a taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida de longo prazo tenha caído de 4.9% em 2005 para 3.1% em 2006, a taxa de crescimento homóloga dos títulos de dívida de curto prazo desceu de forma mais acentuada, acabando por se tornar negativa em 2006, reflectindo amortizações líquidas de títulos de dívida de curto prazo.

Assim, os países da área do euro continuaram a adoptar uma orientação a longo prazo na sua gestão da dívida. Com efeito, a dívida de longo prazo representava cerca de 92.9% do saldo total de títulos em 2006, ou seja, ligeiramente acima do nível registado em 2005, enquanto a percentagem de títulos de dívida de curto prazo foi de apenas 7.1% (ver Quadro B). O Quadro B indica que a maior proporção dos títulos de dívida pública de longo prazo foi emitida a taxa fixa. Apesar de uma pequena subida em 2006, a percentagem de emissões a taxa variável diminuiu, ao longo do tempo, de 10.6% em 1999 para 8.0% em 2006. De um modo geral, as tendências recentes na estrutura de financiamento das administrações públicas reflectem os benefícios significativos que surgiram com a transição para políticas económicas mais orientadas para a estabilidade, que, por seu

Variações acumuladas em diferenciais seleccionados das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública face à Alemanha

(em pontos base; dados diários)



Fontes: Reuters e cálculos do BCE.

Notas: Estas são variações acumuladas nos diferenciais, excluindo os dias em que ocorreram variações na obrigação de referência subjacente, dado que as variações no referencial dão normalmente origem a subidas acentuadas nos diferenciais medidos. Dados disponíveis a partir de Maio de 2004.

Quadro C Notações de crédito soberano para os países da área do euro

(final de 2006)

Caracterização da dívida e do emitente	Notações					
	S&P	Países	Moody's	Países	Fitch	Países
Qualidade mais elevada	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI
Qualidade elevada	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT
	AA-	PT	Aa3		AA-	IT
Forte capacidade de pagamento	A+	IT	A1	GR	A+	
	A	GR	A2		A	GR
	A-		A3		A-	

Fontes: Standard and Poor's (S&P), Moody's e Fitch.

lado, contribuíram para o nível baixo das taxas de juro de longo prazo registado nos últimos anos. O benefício mais visível consiste na proporção significativamente mais baixa do orçamento público dispendida com o pagamento de juros.

Em termos de diferenças entre países, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos alemãs têm sido, até à data, as mais baixas em média entre os países da área do euro, devido, principalmente, à sua elevada liquidez e ao correspondente estatuto de emitente de referência. O gráfico mostra as variações acumuladas dos diferenciais de taxas de rendibilidade das obrigações da dívida pública para os países sujeitos ao procedimento relativo aos défices excessivos até ao final de 2006, face a obrigações alemãs.

As diferenças das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública entre os países da área do euro reflectiram diferenças de liquidez e de risco de crédito. Nos países que não estiveram sujeitos ao procedimento relativo aos défices excessivos, os diferenciais das obrigações de dívida pública mantiveram-se baixos, não tendo sido registados movimentos significativos ao longo de 2006. Pelo contrário, durante a primeira metade de 2006, os diferenciais para a Itália e a Grécia registaram uma subida. Além disso, os diferenciais em Itália aumentaram acentuadamente, na sequência das eleições na Primavera, no quadro de incerteza quanto aos resultados. Na segunda metade de 2006, os diferenciais em Itália e na Grécia desceram, mas não regressaram aos níveis registados no início do ano.

As notações da dívida soberana na área do euro mantiveram-se inalteradas em 2006, à excepção da notação para a Itália. De facto, em Outubro de 2006, a Standard & Poor's desceu a classificação da sua notação da dívida soberana italiana de AA- para A+, enquanto a Fitch reduziu a sua própria avaliação de notação de AA para AA- (ver Quadro C)². O anúncio da redução da notação para a Itália teve um efeito diminuto sobre o diferencial das taxas de rendibilidade face à Alemanha. Os diferenciais para Portugal e França face à Alemanha mantiveram-se mais ou menos estáveis ao longo de todo o período.

2 Os dados disponíveis apontam para a relevância de variáveis orçamentais como determinantes das notações de crédito soberano. Ver A. Afonso, P. Gomes e P. Rother, "What 'hides' behind sovereign debt ratings?", Documento de Trabalho do BCE n.º 711, Janeiro de 2007.

PERSPECTIVAS PARA AS FINANÇAS PÚBLICAS EM 2007

Os programas de estabilidade actualizados do final de 2006 sugerem uma nova descida do défice médio da área do euro em 2007, para 1.4% do PIB, reflectindo uma melhoria estrutural de cerca de 0.4 pontos percentuais. Para o conjunto da área do euro, a consolidação orçamental prevista baseia-se quer em medidas do lado da receita, quer na contenção da despesa. Contudo, as projecções quer da receita quer da despesa são mais elevadas do que em anteriores rondas de programas de estabilidade. Tal sugere que se prevê, pelo menos em parte, que as receitas inesperadas sejam de natureza permanente e afectas a despesas adicionais. Espera-se que o rácio médio da dívida pública da área do euro desça de novo para 68% do PIB, principalmente impulsionado pelo excedente primário.

Prevê-se que a consolidação orçamental na área do euro em 2007 seja, em larga medida, o resultado dos esforços de ajustamento na Alemanha e em Itália. Na Alemanha, a continuação da contenção da despesa e os aumentos da tributação indirecta estão a contribuir para o ajustamento orçamental. O défice em Itália deverá cair para um nível ligeiramente inferior a 3% do PIB, de acordo com o limite imposto na respectiva Recomendação do Conselho; tal poderá ser em grande medida explicado pelo pacote de consolidação, baseado principalmente na tributação, no orçamento de 2007 e pela dissipação dos factores temporários que aumentaram o défice. Portugal, o outro país com um défice superior a 3% em 2006, mas cujo prazo limite para a correcção do défice excessivo é 2008, tenciona prosseguir os esforços de ajustamento, mas tem, contudo, como objectivo um défice significativamente superior ao valor de referência de 3% do PIB em 2007. Na maioria dos países com desequilíbrios orçamentais, é modesta a consolidação prevista no sentido dos objectivos orçamentais de médio prazo.

ESTRATÉGIAS ORÇAMENTAIS DEVEM INCIDIR SOBRE O FORTALECIMENTO DOS ESFORÇOS DE CONSOLIDAÇÃO

Embora as actualizações dos programas de estabilidade para 2006 indiquem de um modo geral que os governos tencionam prosseguir no sentido de posições orçamentais sólidas, alguns sinais indicam também que nem sempre os objectivos orçamentais implicam uma consolidação suficiente ou que não foram ainda especificadas em pormenor medidas concretas e credíveis. Esta situação implica riscos para o futuro. Em face do ímpeto favorável do crescimento económico e do dinamismo da receita sobre as perspectivas orçamentais na maioria dos países, as estratégias orçamentais deverão precaver-se da complacência e centrar-se no fortalecimento dos esforços de consolidação. As perspectivas de continuação dos “bons tempos” no futuro próximo deverão ser totalmente exploradas com o objectivo de serem alcançadas, logo que possível, posições orçamentais sólidas e uma rápida descida do rácio da dívida, tendo também em consideração os desafios demográficos à sustentabilidade orçamental. É importante que sejam cumpridos os compromissos assumidos ao abrigo do Pacto de Estabilidade e Crescimento revisto em todos os países, de forma a melhorar a credibilidade do quadro orçamental da UE.

A experiência passada confirma que, numa fase de recuperação, a complacência constitui o principal risco para as políticas orçamentais. Tal como sucedeu nos primeiros anos da UEM, as receitas extraordinárias durante as fases de recuperação podem tentar os governos a introduzir cortes fiscais não financiados e/ou a afrouxar a contenção das despesas. A fim de evitar uma repetição de erros anteriores e de prevenir o aparecimento de desequilíbrios macroeconómicos, é essencial que todos os países se abstenham de prosseguir um abrandamento pró-cíclico da restritividade orçamental e tenham como objectivo alcançar posições orçamentais sólidas na actual fase de recuperação. Caso contrário, haveria uma limitada margem de manobra para o funcionamento dos estabilizadores automáticos

numa fase de abrandamento subsequente, resultando novamente na necessidade de reforçar a restritividade da política orçamental de forma pró-cíclica. Progressos insuficientes em termos de consolidação poderão ainda colocar novas pressões sobre a aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento numa próxima fase de arrefecimento.

Os países membros com desequilíbrios orçamentais que não estejam em situação de défice excessivo deverão aumentar os esforços de consolidação orçamental, recorrendo a medidas credíveis, e alcançar os seus objectivos de médio prazo antes do previsto nas actualizações dos programas de estabilidade. De facto, como se indica no Pacto de Estabilidade e Crescimento revisto, a actual conjuntura económica exige que se ultrapasse a referência de ajustamento de 0.5%.

Países com défices superiores ao valor de referência de 3% do PIB devem tomar todas as medidas necessárias para corrigir a situação logo que possível, com o apoio da aplicação rigorosa das recomendações do Conselho. A melhoria das perspectivas orçamentais aumenta as hipóteses de derrogação das decisões relativas aos défices excessivos em muitos países, no futuro próximo. A este respeito, é essencial que os défices excessivos sejam corrigidos de forma sustentável através de medidas de consolidação permanentes e credíveis. Subsequentemente, deverão ser rapidamente alcançados novos progressos no sentido dos objectivos de médio prazo dos países, de forma que haja margem de manobra que permita evitar novos incumprimentos do limite do défice. Nos países onde as previsões apontam para riscos de incumprimento dos compromissos, são necessários maiores esforços para alcançar os objectivos e para evitar que sejam dados novos passos, no quadro dos procedimentos relativos aos défices excessivos.

Os países membros que tenham já atingido posições orçamentais sólidas deverão

mantê-las ou procurar consolidá-las ainda mais. Em alguns casos, onde as situações orçamentais são já excedentárias e onde a procura económica é dinâmica, uma orientação orçamental mais rigorosa poderá contribuir para reduzir os riscos de sobreaquecimento.

Continuam a ser essenciais dados estatísticos de elevada qualidade e um reporte estatístico sólido para uma avaliação correcta da situação orçamental e da necessidade de medidas de ajustamento.

Por último, é de salientar que a consolidação orçamental deverá ser conduzida como parte de programas abrangentes de reformas estruturais com base na despesa, de acordo com a estratégia de Lisboa. Tal contribuirá não só para mitigar os efeitos adversos da consolidação na procura através da crescente confiança, mas também para a sustentabilidade orçamental, o crescimento do produto e o emprego na área do euro.

2.6 TAXAS DE CÂMBIO E EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

O EURO APRECIOU-SE EM 2006 EM TERMOS EFFECTIVOS

A tendência ascendente da taxa de câmbio efectiva nominal do euro teve início no quarto trimestre de 2005 e intensificou-se ao longo de 2006. A apreciação do euro foi bastante generalizada no primeiro semestre de 2006, reflectindo sobretudo a sua apreciação em relação ao dólar dos EUA, ao iene japonês, ao renminbi chinês e a diversas moedas asiáticas ligadas formalmente ou *de facto* à moeda norte-americana. Na segunda metade do ano, o euro começou por registar um período de estabilidade global, retomando posteriormente a sua tendência ascendente no final de Outubro. No final do ano, apresentava-se – em termos efectivos nominais – num nível cerca de 5% mais forte do que o registado no início de Janeiro e 2.5% acima do seu nível médio em 2005.

A robustez do euro ao longo de quase todo o ano de 2006 terá sido causada, entre outros factores, pelas percepções dos mercados de que a evolução económica global se estava a tornar mais favorável na área do euro. Embora novos sinais de aumento do défice da balança corrente dos EUA tenham presumivelmente apoiado o euro em relação ao dólar dos EUA no início do ano, a atenção dos mercados voltou-se gradualmente para as diferenças no ciclo económico e para a evolução futura da orientação de política monetária nas duas áreas económicas. Esta mudança foi principalmente motivada por uma melhoria das perspectivas económicas na área do euro, contrastando com as preocupações do mercado de que a actividade económica nos EUA poderia vir a registar um abrandamento significativo. Perto do final do ano, novos elementos acerca da desaceleração do ciclo económico norte-americano, no contexto de aumentos mais moderados dos preços no consumidor nos EUA e de um mercado da habitação mais fraco, levaram a uma maior redução dos diferenciais de taxa de juro em relação a activos denominados em euros e a uma nova apreciação do euro em relação ao dólar.

O iene japonês depreciou-se progressivamente em relação ao euro ao longo de 2006, apesar da continuação do crescimento económico no Japão durante o mesmo período. Um factor que contribuiu para a fragilidade da moeda japonesa terá estado relacionado com o amplo diferencial de taxa de juro dos activos japoneses em relação aos activos de outras economias principais, que alegadamente incentivaram volumes substanciais de transacções “carry trade”, num contexto de baixa volatilidade implícita nas taxas de câmbio¹⁴.

Em 29 de Dezembro de 2006, o euro situava-se em USD 1.32 e JPY 156.93, respectivamente 11.4% e 12.4% acima do valor registado no início do ano. Também se apreciou consideravelmente em relação ao dólar canadiano (11.2%), ao dólar de Hong Kong (11.7%) e ao renminbi chinês (cerca de 8%) e, de forma mais moderada, aproximadamente

3%, em média, face ao dólar australiano, ao franco suíço, à coroa norueguesa e à maioria das restantes moedas asiáticas. Estes ganhos foram parcialmente contrabalançados pela depreciação do euro face à libra esterlina (2.2%) e a diversas moedas dos Estados-Membros da UE, especialmente a coroa eslovaca (aproximadamente 9%), e à coroa checa (5.3%).

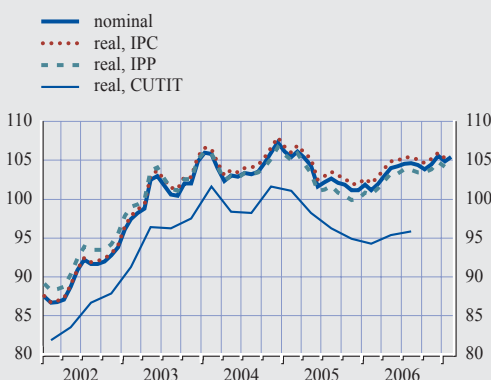
Nos dois primeiros meses de 2007, a taxa de câmbio do euro manteve-se globalmente inalterada em termos efectivos nominais.

As taxas de câmbio efectivas reais do euro – baseadas em diferentes medidas de preços e de custos – também se apreciaram durante 2006,

14 A expressão “carry trade” refere-se a uma estratégia comercial que pretende tirar partido do diferencial de taxa de juro entre duas áreas monetárias, ou seja, pedem-se empréstimos numa moeda com uma taxa de juro mais baixa e investe-se numa moeda com uma taxa de juro mais elevada, ganhando assim “carry”. Estas estratégias são lucrativas, desde que a moeda com mais rentabilidade não se deprecie em relação à moeda com menor rentabilidade de tal forma que anule a vantagem da taxa de juro.

Gráfico 32 Taxas de câmbio efectivas nominais e reais do euro¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) Um movimento dos índices das TCE-24 no sentido ascendente representa uma apreciação do euro. As últimas observações dos dados mensais são de Fevereiro de 2007 para as taxas de câmbio efectivas nominais e de Janeiro de 2007 para as taxas de câmbio efectivas reais. No caso da TCE-24 real com base nos CUTIT, a última observação refere-se ao terceiro trimestre de 2006 e baseia-se parcialmente em estimativas do BCE.

aproximadamente no mesmo montante que a taxa de câmbio efectiva nominal (ver Gráfico 32). No último trimestre de 2006, a taxa de câmbio efectiva real do euro baseada nos preços no consumidor situava-se cerca de 3% acima dos níveis observados um ano antes.

DÉFICE LIGEIRAMENTE MAIS ELEVADO DA BALANÇA CORRENTE EM 2006

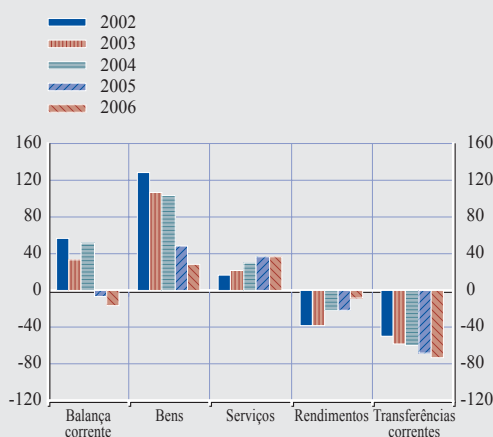
Em 2006, a balança corrente da área do euro registou um défice no valor de €16.2 mil milhões (ou seja, 0.2% do PIB), o que compara com um défice no montante de €6.8 mil milhões em 2005 (ou 0.1% do PIB). O défice ligeiramente mais elevado resultou sobretudo de um menor excedente de bens (de €20.3 mil milhões), dado que as importações de bens cresceram a um ritmo mais rápido do que as exportações de bens em termos de valor (16.1% e 13.8%, respectivamente, em 2006). A diminuição do excedente de bens, assim como um défice ligeiramente mais elevado das transferências correntes, foram apenas parcialmente compensados por um menor défice de rendimentos, enquanto o excedente de serviços se manteve globalmente inalterado (ver Gráfico 33).

O comércio de bens extra-área do euro expandiu-se de modo robusto em 2006. No lado das importações, os volumes aceleraram no decurso de 2006, reflectindo a recuperação da actividade económica da área do euro e a apreciação do euro. Contudo, os preços mais elevados das importações de matérias-primas petrolíferas e não petrolíferas foram os principais factores subjacentes ao aumento dos valores das importações e, por conseguinte, à diminuição do excedente de bens (ver Gráfico 34).

Embora o efeito da subida dos preços do petróleo na balança comercial da área do euro tenha sido parcialmente compensado pela apreciação do euro em relação ao dólar dos EUA, o défice comercial desta matéria-prima continuou a aumentar, situando-se em €181 mil milhões (mais de 2% do PIB) no período acumulado de 12 meses até Outubro de 2006, isto é, €39 mil milhões acima do valor registado um ano antes. Numa perspectiva mais positiva, a área do euro parece ter beneficiado da reciclagem das receitas do petróleo – através da procura acrescida dos países exportadores de petróleo –, o que compensou alguma da transferência de riqueza resultante dos preços mais elevados das importações.

Gráfico 33 Saldo da balança corrente e suas componentes

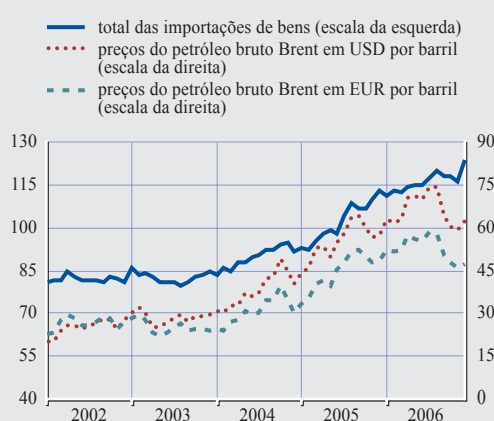
(EUR mil milhões; dados anuais; corrigidos de sazonalidade)



Fonte: BCE.

Gráfico 34 Importações de bens da área do euro e preços do petróleo bruto Brent

(dados mensais)



Fontes: Eurostat e Bloomberg.

No lado das exportações, os aumentos dos preços e dos volumes das exportações contribuíram para o crescimento dos valores das exportações em 2006. Os volumes das exportações da área do euro aumentaram de forma vigorosa durante o ano, sobretudo devido à robustez da procura externa. As exportações para a Ásia (especialmente a China) e para os novos Estados-Membros da UE foram particularmente dinâmicas, no contexto da forte actividade económica nestas regiões. Os preços das exportações aumentaram menos do que no ano anterior, sobretudo devido a menores aumentos dos preços dos bens de investimento. Entretanto, a apreciação do euro em 2006

representou uma descida da competitividade dos preços e dos custos e pode ter contribuído para uma maior perda nas quotas de mercado das exportações da área do euro.

A tendência descendente das quotas de mercado das exportações da área do euro também esteve relacionada com factores estruturais da economia mundial, como a importância crescente dos novos intervenientes globais nos mercados de exportação mundiais. A Caixa 7 descreve com mais pormenor de que forma a área do euro se está a ajustar a uma conjuntura económica cada vez mais global e competitiva.

Caixa 7

GLOBALIZAÇÃO E COMPETITIVIDADE DA ÁREA DO EURO¹

Embora a globalização não seja um fenómeno recente, é cada vez maior o consenso de que o seu impacto está a alterar profundamente os padrões mundiais de produção e comércio.

Esta caixa avalia as mudanças recentes na estrutura das exportações da área do euro e de outras economias importantes, no contexto da globalização². Utilizando o índice Balassa das vantagens comparativas reveladas (ver quadro), que assume um valor superior a 1 se as exportações de um país num determinado sector forem mais elevadas do que a média mundial, no período de 1993-2004 a área do euro parece revelar uma estrutura de exportações relativamente diversificada, especializada em exportações de bens predominantemente intensivos em investimento e investigação, e também em bens intensivos em trabalho. A especialização parcial da área do euro em produção intensiva em trabalho é à primeira vista surpreendente, uma vez que o rácio do capital em relação ao trabalho da área do euro é elevado em relação a muitas economias em desenvolvimento. Consequentemente, os resultados apresentados no quadro seguinte podem estar sujeitos a algumas limitações. Em primeiro lugar, o índice Balassa, que não é corrigido da compra de bens intermédios importados, pode, até certo ponto, induzir em erro, uma vez que as vantagens comparativas estão provavelmente relacionadas com os processos e actividades desenvolvidos do âmbito de cada sector interno. Em segundo lugar, a classificação de bens em quatro grupos no quadro baseia-se em categorias de exportação relativamente generalizadas³.

Em contraste, as três principais economias concorrentes desenvolvidas – Japão, Reino Unido e Estados Unidos – não têm vantagens comparativas reveladas nas exportações intensivas em trabalho; pelo contrário, são bastante mais especializadas em produtos intensivos em

1 A presente caixa baseia-se em U. Baumann e F. Mauro, “*Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*”, Documento Ocasional do BCE n.º 55.

2 O cenário agregado para a área do euro oculta diferenças significativas na estrutura de comércio e no desempenho dos países da área do euro a nível individual.

3 Para uma medida alternativa da especialização relativa das exportações, ver “Estruturas de exportação relativas e especialização vertical: um índice simples de comparação dos países”, Banco de Portugal, *Working Papers*, Janeiro de 2007.

Vantagem comparativa revelada por intensidade dos factores ¹⁾

(índice²⁾; média 1993-2004)

As exportações são predominantemente:	Área do euro ³⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japão	China	Economias asiáticas dinâmicas	PECO
Intensivas em matérias-primas	0.5	0.7	0.6	0.1	0.6	0.7	1.6
Intensivas em trabalho	1.1	0.7	0.9	0.5	2.2	1.2	1.2
Intensivas em capital	1.2	0.9	1.0	1.5	0.4	0.5	1.2
Intensivas em investigação	1.1	1.4	1.2	1.4	0.9	1.3	0.5

Fontes: Base de dados CHELEM do Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII) e cálculos do BCE.

1) Ver o Anexo A (Quadro A3) do Documento Ocasional do BCE n.º 55 para uma lista de sectores que pertencem a cada uma das categorias enumeradas da intensidade dos factores.

2) Índice Balassa da vantagem comparativa revelada, que calcula a especialização relativa das exportações dos países a nível individual em quatro grupos de produtos (isto é, sectores intensivos em matérias-primas, sectores intensivos em trabalho, sectores intensivos em capital e sectores intensivos em investigação), em relação a médias mundiais da seguinte forma: $RCA_{k,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$. O numerador representa a percentagem do sector j nas exportações totais do país k , e o denominador corresponde à percentagem do sector j no total das exportações mundiais.

3) Apenas se consideram as exportações extra-área do euro.

investigação. Além disso, o Japão é também especializado em bens predominantemente intensivos em capital, reflectindo o seu elevado *stock* de capital. Sem surpresa, a China, outras economias asiáticas (aqui referidas como economias asiáticas dinâmicas⁴) e os países da Europa central e de leste (PECO)⁵ são especializados em bens intensivos em trabalho, reflectindo as respectivas intensidades relativas de factores. As economias asiáticas dinâmicas, apesar da sua vantagem comparativa em actividades intensivas em trabalho, são também mais especializadas em produtos intensivos em investigação do que a área do euro. Os PECO, onde a ausência de vantagens comparativas reveladas em bens intensivos em investigação reflecte claramente níveis baixos de investimento em I&D⁶, têm um nível relativamente elevado de especialização em bens intensivos em matérias-primas.

A especialização das exportações na área do euro e em outros países desenvolvidos em sectores intensivos em investigação mostra poucas mudanças ao longo do tempo, em comparação com algumas das principais economias emergentes, como a China, as quais estão a transferir rapidamente o seu interesse para estes sectores (ver Gráfico A1)⁷. Da mesma forma, não se têm verificado mudanças significativas na especialização das economias desenvolvidas em bens intensivos em trabalho, que se mantém relativamente elevada na área do euro (ver Gráfico A2).

Embora com principal incidência em produtos de média tecnologia, tais como máquinas e equipamento, veículos automóveis, produtos químicos e material eléctrico, a área do euro, em média, é também especializada em alguns sectores de rápido crescimento da procura mundial, tais como produtos farmacêuticos, aparelhos e instrumentos médico-cirúrgicos, ortopédicos,

4 As economias asiáticas dinâmicas são a Índia, Indonésia, Região Administrativa Especial de Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul, Taiwan, Malásia, Filipinas e Tailândia.

5 Os PECO são a Comunidade de Estados Independentes (Arménia, Azerbaijão, Bielorrússia, Cazaquistão, Federação da Rússia, Geórgia, Quirguizistão, República da Moldávia, Tadjiquistão, Turquemenistão, Ucrânia, Usbequistão), Estónia, Lituânia, Letónia, ex-Jugoslávia, (subsequentemente Bósnia e Herzegovina, Croácia, Antiga República Jugoslava da Macedónia, Sérvia, Montenegro e Eslovénia), Albânia, Bulgária, ex-Checoslováquia (subsequentemente República Checa e Eslováquia), Hungria, Polónia, Roménia e Turquia.

6 A despesa interna bruta em I&D nos PECO é, em média, inferior a 1% do PIB, o que compara com 1.9% na área do euro, 2.6% nos Estados Unidos e 3.2% no Japão (fontes: *OECD Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005* e Eurostat, *Structural Indicators Database*).

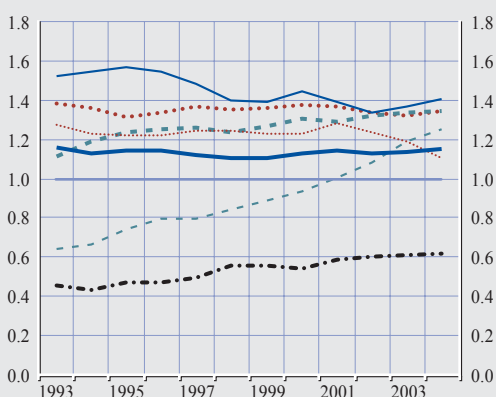
7 Embora esta evolução possa ser influenciada por um elevado peso relativo da produção geral das economias avançadas face às economias emergentes, pode também reflectir a convergência tecnológica dos países emergentes.

Gráfico A Evolução da vantagem comparativa revelada

(índice¹⁾; dados anuais)

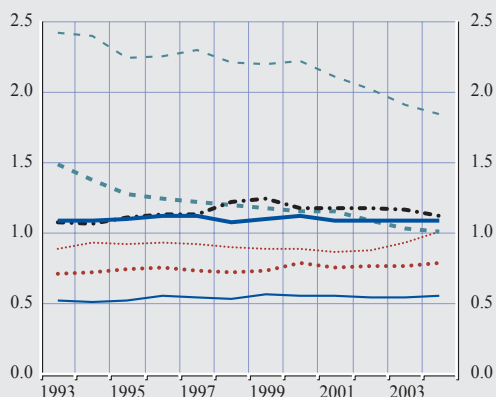
1 Exportações predominantemente intensivas em investigação

— área do euro
- - - Estados Unidos
- - - Japão
- - - Economias asiáticas dinâmicas
- - - Reino Unido
- - - China
- - - PECO



2 Exportações predominantemente intensivas em trabalho

— área do euro
- - - Estados Unidos
- - - Japão
- - - Economias asiáticas dinâmicas
- - - Reino Unido
- - - China
- - - PECO



Fontes: CHELEM e cálculos do BCE.

1) Índice Balassa da vantagem comparativa revelada (para mais pormenores, ver a nota 2 do quadro anterior)

de precisão e de óptica, bem como aeronaves e veículos espaciais. Contudo, a sua especialização em alguns sectores de crescimento mais lento, tais como produtos minerais não metálicos, é também bastante forte. Em termos gerais, a área do euro não tem uma especialização elevada num sector em particular e a sua estrutura de exportação é relativamente diversificada, quando comparada com outras economias industrializadas. Eventualmente tal protege a produção agregada na área do euro em períodos de fraca procura mundial em sectores específicos. Embora em geral a especialização das exportações na área do euro em sectores intensivos em investigação revele poucas alterações ao longo do tempo, dados mais desagregados, no entanto, mostram que os exportadores da área do euro aumentaram a sua especialização em alguns sectores de alta tecnologia (tais como produtos farmacêuticos, aparelhos e instrumentos médico-cirúrgicos, ortopédicos, de precisão e de óptica, bem como em sectores de tecnologias de informação e comunicação (TIC)), nos quais a procura mundial está a crescer de forma robusta. Pelo contrário, outros países desenvolvidos, como o Japão ou os Estados Unidos, têm diminuído a sua especialização nesta área, possivelmente devido à intensa concorrência dos países emergentes da Ásia e ao rebentamento da bolha do mercado bolsista das TIC em 2000.

Um impacto positivo sobre o desenvolvimento da competitividade das exportações da área do euro terá também decorrido de outros factores. Inquéritos recentes, estudos empíricos e modelos teóricos sugerem que as empresas beneficiam do investimento no estrangeiro. Por conseguinte, a forte actividade de investimento directo estrangeiro das empresas da área do euro poderá ter contribuído para o aumento da produtividade geral da área do euro⁸.

⁸ Ver, por exemplo, o artigo intitulado "Germany in the Globalization Process", na edição de Dezembro de 2006 do Relatório Mensal do Deutsche Bundesbank; A. Bernard, J. Jensen e P. Schott (2005), "Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods", Documento de Trabalho do NBER 11404; e E. Helpman, M. Melitz e S. Yeaple (2004), "Exports versus FDI", *American Economic Review*, 94, pp. 300-316.

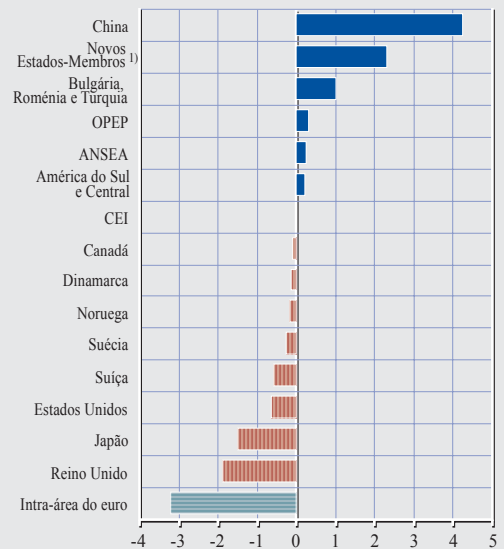
Numa análise prospectiva, enquanto as economias emergentes, até à data, se especializaram em sectores de baixa e de média-baixa tecnologia e em sectores específicos de alta tecnologia, parece provável que aumentem a sua especialização em sectores de média-alta tecnologia no futuro, o que deixaria alguns dos tradicionais sectores fortes da área do euro, tais como veículos automóveis, máquinas e equipamento, expostos a maior concorrência e potencialmente maiores ajustamentos. Com efeito, existem sinais de que isso estará já em curso, com o crescimento da especialização das exportações dos PECO, da China e das economias asiáticas dinâmicas ao longo da última década em sectores de média-alta tecnologia, incluindo veículos automóveis e equipamento de transporte, bem como outras máquinas e equipamento.

Esta avaliação inicial do desempenho das exportações da área do euro deverá ser complementada com uma apreciação explícita do lado das importações, uma vez que a globalização teve também um impacto significativo na taxa de penetração das importações e na composição das importações entre países. A liberalização do comércio e a expansão das redes de produção internacionais contribuíram para um acentuado aumento da taxa de penetração das importações para as maiores economias industrializadas ao longo da última década. Entre 1991 e 2005, o rácio das importações de bens de serviços em relação ao PIB, em termos reais, mais do que triplicou nos Estados Unidos e quase duplicou no Japão, enquanto a evolução na área do euro e no Reino Unido se situava num nível intermédio. Além disso, o aumento geral da taxa de penetração das importações foi acompanhado por um maior crescimento das importações de países em desenvolvimento. Para a área do euro, tal implicou uma substituição relativa dos parceiros comerciais intra-área do euro e de outras economias industriais por países emergentes, com baixos custos, como fornecedores de produtos transformados (Gráfico B). Esta substituição foi particularmente visível nos bens intermédios e de investimento. Isso revela claramente que as economias emergentes estão a ganhar terreno como fornecedores de factores para os processos de produção. Esta tendência está associada à tendência mais generalizada no sentido de um conteúdo importado mais elevado nas exportações da área do euro.

Em suma, embora a área do euro enfrente já uma maior concorrência dos países emergentes, perspectivam-se novos ajustamentos. Em comparação com os Estados Unidos, que parecem dirigir-se de forma mais decisiva no sentido de produtos intensivos em investigação, a área do euro mantém-se parcialmente especializada em bens intensivos em trabalho. Além disso, os países emergentes estão a adquirir importância como concorrentes na exportação, não só em

Gráfico B Variação nas quotas de importações da indústria transformadora da área do euro por país de origem

(variações em pontos percentuais, 1995-2005)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As quotas das importações têm por base o comércio em valor e são calculadas como a quota das importações da área do euro de um determinado país/região dividida pelo total das importações (incluindo importações intra e extra-área do euro).

1) Países que aderiram à UE em 2004.

sectores de baixa tecnologia e intensivos em trabalho – como sugerem as respectivas dotações de factores – mas também, cada vez mais, em bens intensivos em tecnologia e capital. Ao mesmo tempo, a área do euro perde terreno em alguns sectores tradicionais fortes, incluindo máquinas e equipamento. Esta tendência é corroborada por sinais de um forte aumento das importações de bens de investimento dos novos Estados-Membros da UE, que parecem estar, em parte, a destronar as importações intra-área do euro.

O sucesso de novos ajustamentos às mudanças estruturais não será possível com base num aumento do proteccionismo, uma vez que isso apenas daria origem a períodos de ajustamento mais prolongados. Será mais provável que se alcance um ajustamento com sucesso, se forem asseguradas as necessárias mudanças estruturais num contexto que permita minimizar as perdas de bem-estar transitórias (como aumentos temporários do desemprego) e promover a transferência flexível de recursos para as novas áreas em expansão. Esta será a melhor resposta de uma economia aos desafios da globalização. De novo, tal requer reformas estruturais na área do euro, bem como maiores despesas em I&D, a fim de facilitar a inovação necessária ao desenvolvimento de novas e promissoras áreas de especialização.

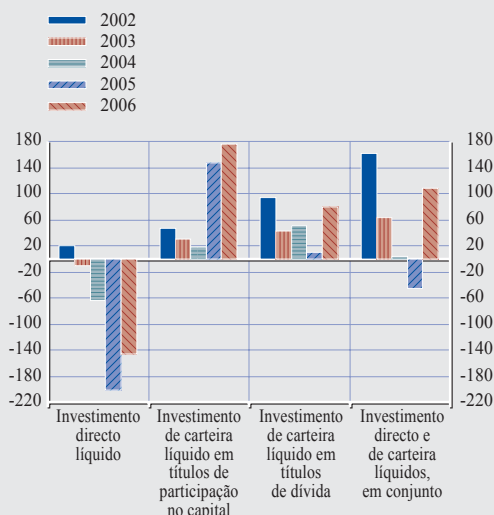
ENTRADAS LÍQUIDAS DE INVESTIMENTO DIRECTO E DE CARTEIRA EM CONJUNTO EM 2006

Na balança financeira, a área do euro registou entradas líquidas no valor de €109.2 mil milhões no investimento directo e de carteira em conjunto em 2006, o que compara com saídas líquidas no montante de €45.4 mil

milhões em 2005. Este valor resultou principalmente de saídas líquidas de investimento directo e de maiores entradas líquidas de investimento de carteira em títulos de participação e títulos de dívida (ver Gráfico 35).

Gráfico 35 Investimento directo e de carteira da área do euro

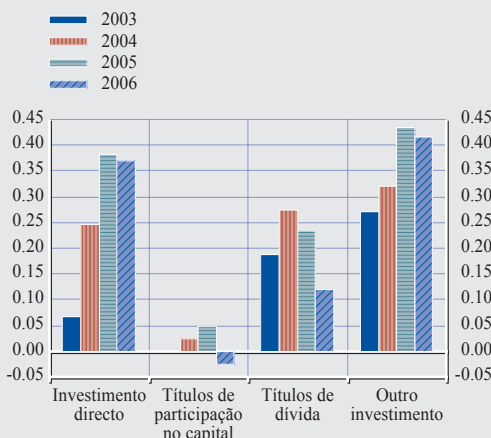
(EUR mil milhões; dados anuais)



Fonte: BCE.

Gráfico 36 Saídas financeiras da área do euro para os novos Estados-Membros da UE

(em percentagem do PIB dos novos Estados-Membros da UE)



Fonte: BCE.

Nota: Os dados para 2006 têm por base os três primeiros trimestres.

Excluindo os efeitos de uma única grande transacção associada à reestruturação de uma empresa de grande dimensão da área do euro em 2005, o aumento do défice de investimento directo em 2006 foi causado por um aumento do investimento directo no estrangeiro por residentes na área do euro, sobretudo sob a forma de investimento em participações no capital de empresas nos novos Estados-Membros da UE, assim como no Reino Unido e nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, as entradas de investimento directo na área do euro mais do que duplicaram em comparação com os níveis baixos registados em 2004 e 2005, possivelmente reflectindo, em parte, as expectativas do mercado de melhoria das perspectivas económicas para a área do euro.

Novamente excluindo os efeitos da reestruturação acima mencionada, o aumento das entradas líquidas de investimento de carteira em 2006 emanou de um aumento das aquisições líquidas de títulos de participação no capital da área do euro por não residentes, o que foi suportado pelo desempenho favorável do crescimento dos lucros das empresas da área do euro e pela maior rendibilidade das acções na área do euro do que nos Estados Unidos. A evidência crescente de melhoria das perspectivas económicas na área do euro no decurso do ano poderá ter sido um importante factor subjacente a estes desenvolvimentos.

No que respeita à actividade em títulos de rendimento fixo, as entradas líquidas de títulos de dívida ascenderam a €79.2 mil milhões (por oposição a €8.7 mil milhões em 2005) devido a um aumento acentuado das aquisições de obrigações e outros títulos de dívida da área do euro por não residentes.

No que respeita à desagregação geográfica dos fluxos de carteira, com base nos fluxos acumulados ao longo dos primeiros três trimestres de 2006, os Estados Unidos, os centros financeiros *offshore* e a Ásia excluindo o Japão foram os principais destinatários do investimento de carteira em acções da área do euro. Os investidores da área do euro também

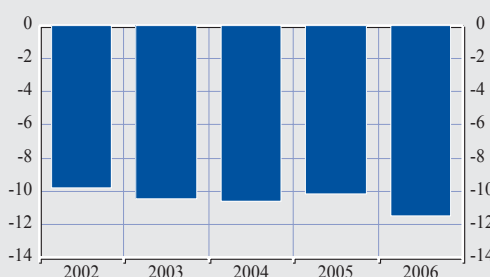
foram grandes compradores líquidos de títulos de dívida emitidos por estas regiões, assim como pelo Reino Unido. As empresas da indústria transformadora da área do euro poderão ter continuado a reafectar parte da sua produção para os novos Estados-Membros da UE em particular, com os fluxos de investimento directo estrangeiro para estes países (medidos em percentagem do PIB destes países) a aumentar nos últimos quatro anos (ver Gráfico 36).

NOVA DETERIORAÇÃO DA POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL EM 2006

Os dados sobre a posição de investimento internacional (p.i.i.) da área do euro face ao resto do mundo, disponíveis até ao terceiro trimestre de 2006, indicam que a área do euro registou uma posição devedora líquida no valor de €965 mil milhões (representando 11.5% do PIB da área do euro), o que compara com €811 mil milhões (10.1% do PIB) no final de 2005 (ver Gráfico 37). A posição devedora líquida mais elevada em 2006 resultou em larga medida de um aumento das posições devedoras líquidas de investimento de carteira (de €145 mil milhões) e de outro investimento (de €83 mil milhões), as quais foram apenas parcialmente compensadas por um aumento da posição credora líquida de investimento directo (de €70 mil milhões) e dos activos de reserva (de €5 mil milhões).

Gráfico 37 Posição de investimento internacional líquida

(em percentagem do PIB)



Fonte: BCE.

Notas: Os dados referem-se a saldos em fim de período. Para 2006, os dados referem-se ao final do terceiro trimestre.

Dado que o défice da balança corrente da área do euro ascendeu a apenas €20 mil milhões em 2006, o aumento da posição devedora líquida internacional da área do euro foi largamente motivado por efeitos de reavaliação resultantes de alterações nos preços dos activos e de movimentos nas taxas de câmbio.

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 acelerou acentuadamente em 2006 (ver Quadro 6)¹⁵. Embora este padrão de actividade económica mais forte tenha sido largamente observado em vários países, as taxas de crescimento homólogas foram consideravelmente diferentes. Entre os países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004, o crescimento do produto mais elevado foi registado na Estónia e Letónia, situando-se num valor igual ou superior a 11.4%. Na República Checa, Lituânia e Eslováquia, o crescimento real do PIB também foi muito forte, situando-se entre 6.1% e 8.3%. Malta registou o crescimento real do PIB mais baixo. Nos outros países, nomeadamente, Dinamarca, Suécia e Reino Unido, o crescimento acelerou face a 2005, situando-se num nível igual ou superior ao da área do euro em 2006.

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 incentivado por ganhos crescentes no rendimento disponível real, associados ao crescimento robusto dos

salários e à diminuição do desemprego, e pelo dinamismo dos preços da habitação. O crescimento da formação bruta de capital fixo acelerou, beneficiando, nomeadamente, de um período alargado de condições de financiamento favoráveis, da melhoria do enquadramento dos negócios e, em alguns países, de entradas significativas de investimento directo estrangeiro (IDE). Na maioria dos países, o rápido crescimento do crédito resultante, em parte, de condições financeiras favoráveis, contribuiu igualmente para o robusto crescimento da procura interna.

O crescimento das exportações acelerou em muitos países, suportado pela forte procura em parceiros comerciais-chave e por entradas significativas de IDE nos últimos anos. Contudo, na maior parte dos países, o crescimento das importações manteve-se a par, devido à procura interna robusta e, em muitos deles, ao relativamente elevado conteúdo importado das exportações. Em consequência,

15 Os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro referidos nesta secção compreendem os 13 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2006 (ou seja, República Checa, Dinamarca, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta, Polónia, Eslovénia, Eslováquia, Suécia e Reino Unido).

Quadro 6 Crescimento do PIB real

(taxas de variação homólogas (%))

	2003	2004	2005	2006	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4
República Checa	3.6	4.2	6.1	6.1	6.4	6.2	5.9	5.8
Dinamarca	0.4	2.1	3.1	3.2	3.5	3.0	3.0	3.1
Estónia	7.1	8.1	10.5	11.4	11.6	11.8	11.0	11.2
Chipre	1.8	4.2	3.9	3.8	3.5	4.2	3.8	3.6
Letónia	7.2	8.7	10.6	11.9	13.1	11.1	11.9	11.7
Lituânia	10.3	7.3	7.6	7.5	7.9	8.3	6.9	7.0
Hungria	4.1	4.9	4.2	3.9	4.4	4.0	3.9	3.4
Malta	-2.3	1.1	3.0	2.9	3.0	2.6	2.7	3.1
Polónia	3.8	5.3	3.5	5.8	4.8	5.6	5.9	6.6
Eslovénia	2.7	4.4	4.0	5.2	4.9	5.2	5.9	5.8
Eslováquia	4.2	5.4	6.0	8.3	6.7	6.7	9.8	9.6
Suécia	1.8	3.6	2.9	4.7	4.4	5.0	4.5	4.9
Reino Unido	2.7	3.3	1.9	2.7	2.4	2.7	2.9	3.0
UE10 ¹⁾	4.1	5.2	4.8	5.9	5.5	5.8	6.1	6.2
UE13 ²⁾	2.7	3.6	2.7	3.6	3.3	3.6	3.7	3.8
Área do euro	0.8	1.8	1.5	2.8	2.2	2.8	2.7	3.3

Fonte: Eurostat.

1) O agregado UE10 inclui os dados dos dez países que aderiram à União Europeia em 1 de Maio de 2004.

2) O agregado UE13 inclui os dados dos 13 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2006.

o contributo das exportações líquidas para o crescimento real do PIB em 2006 foi globalmente neutro no conjunto dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e significativamente positivo apenas na Hungria, Malta, Eslováquia e Suécia. As elevadas taxas de crescimento das importações e exportações em muitos países sugerem que, embora numa fase já avançada, o processo de integração do comércio nos países que aderiram à UE em Maio de 2004 ainda não terminou.

Paralelamente à actividade económica mais forte, a situação no mercado de trabalho continuou a melhorar em 2006 em muitos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. Contudo, existem diferenças significativas entre os países. Enquanto o desemprego continua muito elevado na Polónia e Eslováquia, em outros países, tais como Dinamarca, Estados bálticos e Reino Unido, as condições no mercado de trabalho tornaram-se muito restritivas. Na maior parte dos países que aderiram à UE em Maio de 2004, o crescimento do emprego manteve-se mais moderado do que sugerido pelo rápido crescimento do produto. Tal deveu-se ao facto de o crescimento real do PIB ter sido principalmente impulsionado pela

adopção de novas tecnologias e pelo forte crescimento da produtividade, resultante, nomeadamente, de entradas significativas de IDE nos últimos anos. Em muitos dos países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004 continuam a existir estrangulamentos estruturais, tais como desajustamentos geográficos e de qualificações entre a oferta e a procura de mão-de-obra. Conjuntamente com os fluxos migratórios, que contribuíram para uma maior restritividade dos mercados de trabalho, esses estrangulamentos ameaçam tornar-se num entrave ao crescimento em países onde surgiu uma escassez de mão-de-obra.

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS

A inflação medida pelo IHPC aumentou significativamente em quase todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 2006 (ver Quadro 7). A inflação continuou mais elevada nos Estados bálticos, Hungria e Eslováquia, países onde se regista um rápido crescimento, situando-se próximo ou moderadamente acima da média da área do euro nos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. A inflação média situou-se abaixo de 2% na Dinamarca, Polónia

Quadro 7 Inflação medida pelo IHPC

(taxas de variação homólogas (%))

	2003	2004	2005	2006	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4
República Checa	-0.1	2.6	1.6	2.1	2.4	2.5	2.4	1.1
Dinamarca	2.0	0.9	1.7	1.9	2.0	2.0	1.8	1.6
Estónia	1.4	3.0	4.1	4.4	4.4	4.5	4.4	4.5
Chipre	4.0	1.9	2.0	2.2	2.3	2.6	2.6	1.5
Letónia	2.9	6.2	6.9	6.6	7.0	6.5	6.6	6.2
Lituânia	-1.1	1.2	2.7	3.8	3.3	3.6	4.0	4.2
Hungria	4.7	6.8	3.5	4.0	2.4	2.7	4.6	6.4
Malta	1.9	2.7	2.5	2.6	2.6	3.4	3.2	1.1
Polónia	0.7	3.6	2.2	1.3	0.9	1.4	1.5	1.3
Eslovénia	5.7	3.7	2.5	2.5	2.3	3.1	2.5	2.3
Eslováquia	8.4	7.5	2.8	4.3	4.2	4.6	4.8	3.5
Suécia	2.3	1.0	0.8	1.5	1.2	1.9	1.5	1.4
Reino Unido	1.4	1.3	2.0	2.3	2.0	2.2	2.4	2.7
UE10 ¹⁾	1.9	4.1	2.5	2.4	2.0	2.4	2.7	2.5
UE13 ²⁾	1.6	2.2	2.1	2.3	1.9	2.2	2.4	2.5
Área do euro	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.5	2.2	1.8

Fonte: Eurostat.

1) O agregado UE10 inclui os dados dos dez países que aderiram à União Europeia em 1 de Maio de 2004.

2) O agregado UE13 inclui os dados dos 13 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2006.

e Suécia, enquanto na República Checa não excedeu 2.1% em 2006.

A tendência ascendente da inflação em 2006 nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro pode ser, em parte, atribuível à alteração dos preços administrados e dos impostos indirectos em vários países como, por exemplo, República Checa, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta e Eslováquia. Para além disso, a subida significativa dos preços dos produtos energéticos foi largamente responsável pelo aumento da inflação no Verão de 2006. Em vários países, as tendências da inflação foram igualmente influenciadas pelos aumentos dos preços dos produtos alimentares, que começaram a crescer a uma taxa mais rápida em 2006, após aumentos muito moderados ou quedas em 2005. Contudo, na maior parte dos países, o rápido crescimento da procura interna contribuiu para as pressões inflacionistas subjacentes.

Nos países que permitem um grau significativo de flexibilidade cambial, a apreciação da moeda teve um grande impacto atenuante sobre os preços das importações e – dado o nível de abertura relativamente elevado destes países – acabou por se reflectir na inflação global. Considerando o dinamismo da actividade económica na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, a evolução salarial, em média, foi acentuada em 2006. O crescimento nominal dos salários foi particularmente significativo nos países com as taxas de crescimento do produto mais elevadas (ou seja, nos Estados bálticos), onde excedeu os ganhos de produtividade e contribuiu para fomentar pressões inflacionistas.

POLÍTICAS ORÇAMENTAIS

Em 2006, as políticas orçamentais dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro continuaram a ser heterogéneas. Três países (Dinamarca, Estónia e Suécia) registaram um excedente orçamental, enquanto os restantes dez países registaram défices orçamentais (ver Quadro 8). À excepção da Hungria, a execução orçamental em 2006 esteve amplamente em

linha com, ou foi melhor do que, o objectivo para o saldo orçamental previsto nos programas de convergência actualizados apresentados no final de 2005. Contudo, em muitos casos, tal deveu-se a uma posição de partida mais favorável no final de 2005 e ao dinamismo das receitas fiscais, as quais, por seu lado, podem ser, em parte, explicadas pelo crescimento mais rápido do PIB do que inicialmente esperado. Os progressos na consolidação orçamental estrutural parecem ter estagnado na maior parte dos países. Apenas Malta parece ter 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). Pelo contrário, em vários países, a orientação orçamental até se tornou menos restritiva, de modo pró-cíclico, apesar do forte crescimento do produto.

No final de 2006, República Checa, Hungria, Malta, Polónia, Eslováquia e Reino Unido estavam sujeitos a procedimentos relativos aos défices excessivos. De acordo com os respectivos programas de convergência actualizados de 2006-07, o rácio do défice diminuiu em todos estes países – excepto na Hungria e na Eslováquia – em 2006, caindo para valores abaixo de 3% do PIB em Malta e no Reino Unido. Na Polónia, tal como em 2005, foi registado um rácio do défice abaixo do valor de referência. Contudo, excluindo a derrogação estatística relativa à tomada em consideração dos sistemas de pensões de capitalização obrigatórios no sector das administrações públicas (que expira em 2007), o rácio do défice teria excedido o limite de 3%.

Relativamente às principais decisões do Conselho ECOFIN no que respeita ao procedimento relativo aos défices excessivos em 2006, este procedimento foi revogado em relação a Chipre, em Julho, na sequência do reporte de um rácio do défice abaixo do valor de referência de 3% do PIB em 2005. Ao invés, o Conselho iniciou um procedimento no caso do Reino Unido em Janeiro de 2006 e apelou para que o défice excessivo fosse corrigido, o mais tardar, até ao exercício de 2006/07.

Quadro 8 Posições orçamentais

(em percentagem do PIB)

Excedente (+)/défice (-) das administrações públicas				Dados do programa de convergência para 2006
	2003	2004	2005	
República Checa	-6.6	-2.9	-3.7	-3.5
Dinamarca	1.1	2.7	4.9	4.1
Estónia	1.9	2.3	2.3	2.6
Chipre	-6.3	-4.4	-2.3	-1.9
Letónia	-1.2	-1.0	0.0	-0.4
Lituânia	-1.3	-1.5	-0.5	-1.2
Hungria	-7.2	-6.7	-7.8	-10.1
Malta	-10.0	-5.0	-3.4	-2.6
Polónia	-4.7	-3.9	-2.5	-1.9
Eslovénia	-2.8	-2.3	-1.4	-1.6
Eslováquia	-3.7	-3.0	-3.1	-3.7
Suécia	0.1	1.8	3.0	3.0
Reino Unido	-3.3	-3.2	-3.3	-2.8
UE10 ¹⁾	-5.1	-3.8	-3.4	-3.4
UE13 ²⁾	-3.0	-2.3	-2.0	-1.9
Área do euro	-3.1	-2.8	-2.4	-1.9

Dívida bruta das administrações públicas				Dados do programa de convergência para 2006
	2003	2004	2005	
República Checa	30.1	30.7	30.4	30.6
Dinamarca	44.4	42.6	35.9	28.6
Estónia	5.7	5.2	4.5	3.7
Chipre	69.1	70.3	69.2	64.7
Letónia	14.4	14.5	12.1	10.7
Lituânia	21.2	19.4	18.7	18.4
Hungria	58.0	59.4	61.7	67.5
Malta	70.2	74.9	74.2	68.3
Polónia	43.9	41.8	42.0	42.0
Eslovénia	28.5	28.7	28.0	28.5
Eslováquia	42.7	41.6	34.5	33.1
Suécia	51.8	50.5	50.4	46.5
Reino Unido	38.9	40.4	42.4	43.7
UE10 ¹⁾	41.6	41.0	40.7	41.2
UE13 ²⁾	41.1	41.8	42.4	42.7
Área do euro	69.3	69.8	70.8	69.6

Fontes: Comissão Europeia (para 2004-05), actualizações dos programas de convergência de 2006-07 (para 2006) 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. No caso da Dinamarca, da Polónia e da Suécia, os dados incluem fundos de pensões do segundo pilar. O efeito estimado de melhoria do saldo destes fundos em 2006 é o seguinte: Dinamarca 1.0% do PIB, Polónia 2.0% do PIB e Suécia 1.1% do PIB. Tal como na última actualização dos programas de convergência e nas previsões do Outono de 2005 da Comissão, os valores da Hungria deixaram de incluir fundos de pensões do segundo pilar.

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

2) O agregado UE13 inclui os dados dos 13 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2006.

Em Setembro de 2006, a Hungria apresentou um programa de convergência corrigido – solicitado pelo Conselho em Janeiro – projectando um défice de 10.1% do PIB em 2006, ou seja, substancialmente acima do objectivo inicial. Na recomendação do Conselho de Outubro de 2006, o prazo para a correcção do défice excessivo da Hungria foi alargado um ano até 2009. Em relação à Polónia, o Conselho

adoptou uma decisão em Novembro de 2006, afirmando que as medidas tomadas pelas autoridades polacas se estavam a mostrar desadequadas para corrigir o défice excessivo do país até ao prazo estabelecido de 2007.

Em 2006, 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. Em Chipre e Malta, o rácio da dívida manteve-se acima do valor de referência de 60%, embora tenha caído em 2006, enquanto na Hungria aumentou acentuadamente para um valor superior a 67% do PIB. Na maior parte dos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, o rácio da dívida diminuiu ou manteve-se praticamente inalterado.

EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em 2006, 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), embora o quadro global mostre uma deterioração em comparação com 2005. Enquanto a Dinamarca e a Suécia registaram excedentes significativos, o Reino Unido e todos os países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004 registaram défices. Em comparação com 2005, estes défices aumentaram na maior parte dos países e, especialmente, na Letónia, onde o

nível do défice em 2006 se situou em cerca de 20% do PIB. A Estónia e a Lituânia registaram défices superiores a 10% do PIB. Na República Checa, Chipre, Hungria, Malta e Eslováquia, o défice situou-se entre 4% e 8% do PIB, registando-se défices mais moderados nos restantes países.

Em muitos dos países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004, esses défices podem, em parte, ser explicados como corolário do processo de convergência, na medida em que reflectem investimentos na capacidade produtiva, que não teriam sido possíveis apenas com base na poupança interna. Contudo, os elevados défices da balança corrente e de capital em alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, poderiam sinalizar riscos para a sustentabilidade das posições externas, particularmente se fossem impulsionados pela dinâmica do consumo público ou privado, pelo elevado crescimento do crédito ou pelo investimento residencial.

Quadro 9 Balança de pagamentos – rubricas seleccionadas

(em percentagem do PIB)

	Saldo da balança corrente e da balança de capital, em conjunto				Fluxos líquidos de IDE				Fluxos líquidos de investimento de carteira			
	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾
República Checa	-6.2	-6.5	-1.9	-4.5	2.1	3.7	8.2	3.8	-1.4	2.1	-2.4	-2.2
Dinamarca	3.3	2.4	3.9	2.4	0.1	0.4	-0.7	-0.6	-7.0	-6.0	-4.3	-5.9
Estónia	-11.1	-11.7	-9.5	-10.2	8.1	6.0	16.8	1.5	1.8	6.2	-15.8	-7.8
Chipre	-2.0	-4.1	-5.1	-5.1	2.4	2.5	4.3	3.8	1.9	7.2	-0.8	-3.2
Letónia	-7.5	-11.9	-11.2	-19.7	2.3	3.9	3.7	5.8	-2.0	1.7	-0.7	0.0
Lituânia	-6.4	-6.4	-5.9	-10.4	0.8	2.3	2.7	4.8	1.5	0.9	-1.0	-0.9
Hungria	-8.0	-8.1	-5.9	-5.6	0.6	3.3	4.7	6.2	3.5	6.7	4.0	2.9
Malta ²⁾	-3.7	-6.4	-6.3	-7.6	8.3	7.6	11.4	25.9	-32.3	-38.2	-46.0	-62.9
Polónia	-2.1	-3.8	-1.4	-1.4	2.0	4.7	2.1	3.1	1.1	3.7	4.1	-0.8
Eslovénia	-1.4	-3.1	-2.4	-3.4	-0.6	0.9	-0.2	-0.2	-0.9	-2.4	-5.9	-4.6
Eslováquia	-0.5	-3.3	-8.6	-7.9	2.2	3.3	3.7	6.7	-1.7	2.1	-2.1	2.9
Suécia	7.3	6.9	6.3	6.1	-5.3	-2.6	-3.0	0.5	-2.2	-6.5	1.1	-11.8
Reino Unido	-1.2	-1.5	-2.2	-3.0	-2.2	-1.0	4.7	2.3	5.3	-4.6	-3.4	0.6
UE10 ³⁾	-4.6	-5.6	-4.3	-5.3	2.2	4.6	4.8	4.7	0.5	2.8	0.9	-1.0
UE13 ⁴⁾	-0.6	-1.2	-1.4	-1.8	-1.5	0.0	3.6	1.8	2.7	-3.4	-2.1	-2.7
Área do euro	0.6	0.9	0.0	-0.3	-0.2	-0.8	-2.5	-1.5	1.0	0.9	2.0	1.2

Fonte: BCE.

1) Os dados para 2006 para a Estónia, Malta, Suécia e Reino Unido referem-se à soma acumulada de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2006, por não estarem ainda disponíveis dados mais recentes.

2) As consideráveis saídas de investimento de carteira líquido de Malta reflectem as actividades financeiras de bancos internacionais a operar a partir deste país. Estas saídas líquidas de carteira são quase totalmente compensadas por outras entradas de investimento.

3) O agregado UE10 inclui os dados dos dez países que aderiram à União Europeia em 1 de Maio de 2004; média de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2006.

4) O agregado UE13 inclui os dados dos 13 Estados-Membros da UE fora da área do euro no período até ao final de Dezembro de 2006; média de quatro trimestres até ao terceiro trimestre de 2006.

Em comparação com 2005, as entradas líquidas de IDE em 2006 aumentaram na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro. De um modo geral, embora as entradas líquidas de IDE tenham continuado a constituir uma importante fonte de financiamento em alguns Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, estas entradas, particularmente nos Estados bálticos, foram insuficientes para cobrir o défice conjunto da balança corrente e de capital. Ao mesmo tempo, as entradas líquidas de carteira continuaram negativas ou praticamente neutras em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, à excepção da Hungria e Eslováquia. Nestes dois países, as entradas líquidas de investimento de carteira foram motivadas por entradas líquidas de dívida mais elevadas, em alguns casos relacionadas, em parte, com diferenciais das taxas de rendibilidade, embora as entradas líquidas de títulos de participação também tenham sido importantes. Os outros fluxos de investimento foram largamente positivos na maior parte dos países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004, reflectindo principalmente empréstimos de bancos-mãe às suas filiais na região.

EVOLUÇÃO CAMBIAL

A evolução cambial nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro em 2006 reflectiu sobretudo os regimes cambiais de cada país. As moedas da Dinamarca, Estónia, Chipre,

Letónia, Lituânia, Malta, Eslovénia e Eslováquia participaram todas no MTC II com uma banda de flutuação padrão de $\pm 15\%$ em torno das respectivas taxas centrais face ao euro, excepto no caso da coroa dinamarquesa, à qual foi aplicada uma banda mais estreita de $\pm 2.25\%$. Os acordos de participação relativos aos países cujas moedas aderiram ao MTC II em 2004 e 2005 (ou seja, todos os países mencionados acima excepto a Dinamarca) basearam-se em diversos compromissos de política pelas respectivas autoridades. Estes estavam relacionados, nomeadamente, com a prossecução de políticas orçamentais sólidas, a promoção da moderação salarial e a evolução salarial em linha com o crescimento da produtividade, a contenção do crescimento do crédito e a implementação de novas reformas estruturais. A entrada no MTC II esteve também relacionada, em alguns casos, com 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 manifestaram a intenção de manter a taxa de câmbio do lats letão à taxa central face ao euro, com uma banda de flutuação de $\pm 1\%$.

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	0.09	0.95
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	0.00	2.01
LVL	2 de Maio de 2005	0.808225	0.702804	0.597383	0.74	0.98
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
SIT	28 de Junho de 2004	275.586	239.640	203.694	0.02	0.08
SKK	28 de Novembro de 2005	44.2233	38.4550	32.6868	0.68	10.93

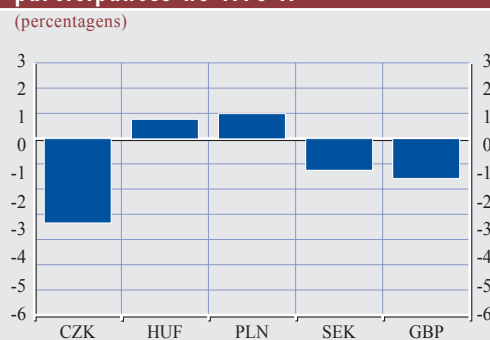
Fonte: BCE.

Notas: Um desvio descendente (ascendente) corresponde a um movimento no sentido da taxa mínima (máxima) e constitui um fortalecimento (enfraquecimento) da moeda face ao euro. O período de referência para os desvios máximos apresentados face às respectivas taxas centrais do MTC II situa-se entre 2 de Janeiro de 2006 e 2 de Março de 2007.

A participação no MTC II tem sido relativamente tranquila no caso da maior parte das moedas participantes. A coroa dinamarquesa, a coroa estónia, a libra cipriota, o lats letão, a litas lituana, a lira maltesa e o tolar esloveno mostraram-se muito estáveis face ao euro em 2006. No início de 2007 e até 2 de Março de 2007, estas moedas – excluindo o tolar esloveno, convertido irrevogavelmente ao euro na sequência do alargamento da área do euro em 1 de Janeiro de 2007 – foram continuamente transaccionadas em valores iguais ou próximos das respectivas taxas centrais. Apenas a coroa eslovaca registou um grau de volatilidade relativamente elevado (ver Quadro 10). Na sequência de eleições parlamentares na Eslováquia e de um período de turbulência nos mercados de capitais internacionais, a coroa sofreu uma pressão descendente ao longo de Julho e foi, temporariamente, transaccionada pela primeira vez a um nível mais baixo do que o da sua taxa central no MTC II. Contudo, suportada pelas intervenções do Národná banka Slovenska, pela confiança renovada do mercado na política económica do novo governo, por uma sólida evolução macroeconómica e por uma melhoria da apetência pelo risco por parte dos investidores mundiais, a moeda registou uma apreciação a partir de meados de Julho. Em 28 de Dezembro de 2006, o Národná banka Slovenska interveio no mercado cambial para aliviar pressões no sentido da apreciação da sua moeda. Contudo, no início de 2007, a coroa eslovaca continuou a apreciar-se e, em 2 de Março de 2007, era transaccionada 10.7% acima da sua taxa central no MTC II.

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 diferente nos vários países (ver Gráfico 38). Em 2006, a coroa checa e a coroa sueca registaram uma apreciação gradual face ao euro, mas perderam algum terreno no início de 2007, encontrando-se, respectivamente, 3.0% e 1.1% mais fortes face ao euro em 2 de Março de 2007 do que no início de 2006. Apesar de alguma flutuação no segundo semestre de 2006, a libra esterlina fortaleceu-se a partir do início

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



Fonte: BCE.

Notas: Um valor positivo (negativo) representa uma depreciação (apreciação) da moeda face ao euro. As variações referem-se ao período entre 2 de Janeiro de 2006 e 2 de Março de 2007.

de Julho de 2006, suportada por uma evolução económica positiva no Reino Unido e pela expectativa de taxas de juro mais altas. Em 2 de Março de 2007, a libra situava-se 1.4% acima do seu nível de Janeiro de 2006. Durante o mesmo período, o forint húngaro e o zloti polaco depreciaram-se ligeiramente e registaram alguma volatilidade cambial. Na primeira metade de 2006, ambas as moedas registaram uma forte depreciação face ao euro, em resposta ao aumento da aversão mundial ao risco relativamente aos mercados emergentes. Na Hungria, a pressão descendente sobre o forint pode também ter reflectido a situação orçamental e as preocupações do mercado relativamente aos desequilíbrios externos do país. Contudo, a partir do início de Julho 2006, o forint húngaro e o zloti polaco começaram a registar um fortalecimento face ao euro, suportado pela melhoria da apetência pelo risco por parte dos investidores mundiais e, no caso da Hungria, pelo aumento das taxas de juro directoras e pela implementação de um plano de consolidação orçamental. Até 2 de Março de 2007, em comparação com o início de 2006, o forint húngaro e o zloti polaco tinham-se tornado, em geral, estáveis face ao euro.

EVOLUÇÃO FINANCEIRA

Entre Janeiro de 2006 e Fevereiro de 2007, 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 foi semelhante à da área do euro, com um aumento na primeira parte do ano, seguido por uma ligeira descida a partir de Junho de 2006. Em Fevereiro de 2007, as taxas de juro de longo prazo nos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro situavam-se, em média, cerca de 60 pontos base acima do valor registado no início de 2006. O maior aumento foi observado na Letónia (cerca de 150 pontos base), reflectindo amplamente a deterioração das perspectivas para a inflação. Nos outros Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro, as taxas de juro de longo prazo registaram um aumento menor do que na área do euro. 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 2007 situavam-se, em média, num nível inferior ao registado no início de 2006. O diferencial da taxa de juro de longo prazo manteve-se comparativamente elevado na Hungria, situando-se, em Fevereiro de 2007, em cerca de 285 pontos base. Neste país, a evolução orçamental e os desequilíbrios externos tenderam a manter num nível elevado os diferenciais das obrigações de longo prazo.

Os mercados bolsistas na maior parte dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro tiveram um desempenho positivo entre Janeiro de 2006 e Fevereiro de 2007. Os mercados bolsistas registaram um aumento na Estónia, Chipre e Polónia, ultrapassando claramente a evolução média dos índices bolsistas na área do euro, medida pelo índice Dow Jones EURO STOXX. Contudo, os mercados bolsistas em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro reagiram negativamente à turbulência no mercado mundial registada no final de Fevereiro.

Em 2006, o crescimento do crédito ao sector privado manteve-se elevado em todos os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro (a uma taxa média homóloga de 24% no conjunto dos Estados-Membros da UE

Gráfico 39 Crédito ao sector privado em 2006

(taxas de variação homólogas (%); em percentagem do PIB)



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

Notas: Os dados do Chipre e do Reino Unido têm por base uma definição nacional. Os dados referem-se à taxa de crescimento homóloga do crédito em Dezembro de 2006.

não pertencentes à área do euro). No final de 2006, o crescimento homólogo do crédito pareceu ter desacelerado ou estabilizado em muitos países, embora frequentemente em níveis relativamente elevados. Esta evolução poderá ser explicada pelos aumentos da taxa de juro, decididos em 2006 pelo BCE e pela maioria dos bancos centrais nacionais não pertencentes à área do euro (ver a seguir), e pela maior restritividade da orientação da política monetária daí resultante. A expansão do crédito foi mais dinâmica nos Estados bálticos, que registam um rápido crescimento (na Letónia situava-se próximo de 60% no final de 2006) (ver Gráfico 39). Na República Checa, Hungria, Polónia, Eslovénia e Eslováquia, o crescimento anual do crédito ao sector privado aumentou para um nível igual ou superior a 20% no final de 2006. A rápida expansão do crédito nestas economias em processo de convergência deve ser vista no contexto do aprofundamento financeiro. De facto, o rácio do crédito ao sector privado em relação ao PIB em todos os países que aderiram à União Europeia em Maio

de 2004, à excepção de Chipre e Malta, permaneceu muito abaixo da média da área do euro. Não obstante, a rápida expansão do crédito também representa um risco em termos de sobreaquecimento e de desequilíbrios internos e externos excessivos. A percentagem elevada e crescente do endividamento denominado em moeda estrangeira é particularmente preocupante. Na Dinamarca, Suécia e Reino Unido, a taxa de crescimento homóloga do crédito ao sector privado acelerou em 2006, face a 2005, situando-se entre 12% e 15% no final de 2006.

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).

Em 2006, 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.

No que respeita às decisões de política monetária entre Janeiro de 2006 e Fevereiro de 2007, 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 2006, aumentou a taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema num total de 125 pontos base, para 3.5%. Em meados de Fevereiro de 2006, o Danmarks Nationalbank aumentou a sua taxa de juro directora em 10 pontos base, para 2.5%, devido a saídas de capital no início do mês, resultantes, nomeadamente, de aquisições de acções e outros títulos por investidores institucionais dinamarqueses. Posteriormente, o banco central nacional acompanhou os movimentos das taxas

de juro directoras do BCE e aumentou a sua principal taxa de política, de 2.5% para 3.75%. O Eesti Pank e o Lietuvos bankas, que não têm taxas de política oficiais, uma vez que possuem fundos de estabilização cambial, adoptaram automaticamente as alterações na orientação da política monetária do BCE. Para além disso, o Eesti Pank, por motivos de precaução, adoptou diversas medidas de política no sector financeiro, incluindo um aumento do rácio das reservas mínimas de 13% para 15%, para fazer face a potenciais riscos de estabilidade financeira relacionados com o forte crescimento contínuo do crédito, especialmente sob a forma de hipotecas. O Central Bank of Cyprus aumentou a sua taxa de juro directora em 25 pontos base, para 4.5%, no contexto da decisão do BCE de aumentar a restritividade da política monetária e de pressões inflacionistas crescentes. Numa nova tentativa de restringir as condições de liquidez da economia, o Latvijas Banka aumentou a sua taxa de juro directora, em duas ocasiões, de 4% para 5%, e alargou a base de incidência de modo a incluir as responsabilidades dos bancos com prazo fixo superior a dois anos. O Central Bank of Malta aumentou a sua taxa de intervenção central, em três ocasiões, num total de 75 pontos base, fixando-a em 4.0%, no contexto da redução do diferencial da taxa de juro de curto prazo face ao euro a favor da lira maltesa. O Národná banka Slovenska aumentou a sua principal taxa de política, em quatro ocasiões, de 3.0% para 4.75%, reflectindo principalmente revisões em alta das suas previsões de inflação, devido aos preços mais elevados dos produtos energéticos. Por último, o Banka Slovenije, que teve de alinhar a sua taxa de juro directora (taxa de juro dos títulos em tolares a 60 dias) com o nível da área do euro antes da adopção do euro em 1 de Janeiro de 2007, reduziu gradualmente a sua principal taxa de política na primeira metade de 2006, mantendo-a estável em 3.5% a partir de Agosto (ver também Capítulo 3).

Fora do MTC II, a maior parte dos bancos centrais da UE não pertencentes à área do euro aumentaram as suas taxas de juro directoras, devido sobretudo a preocupações relacionadas

Quadro II Estratégias oficiais de política monetária dos Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro durante 2006

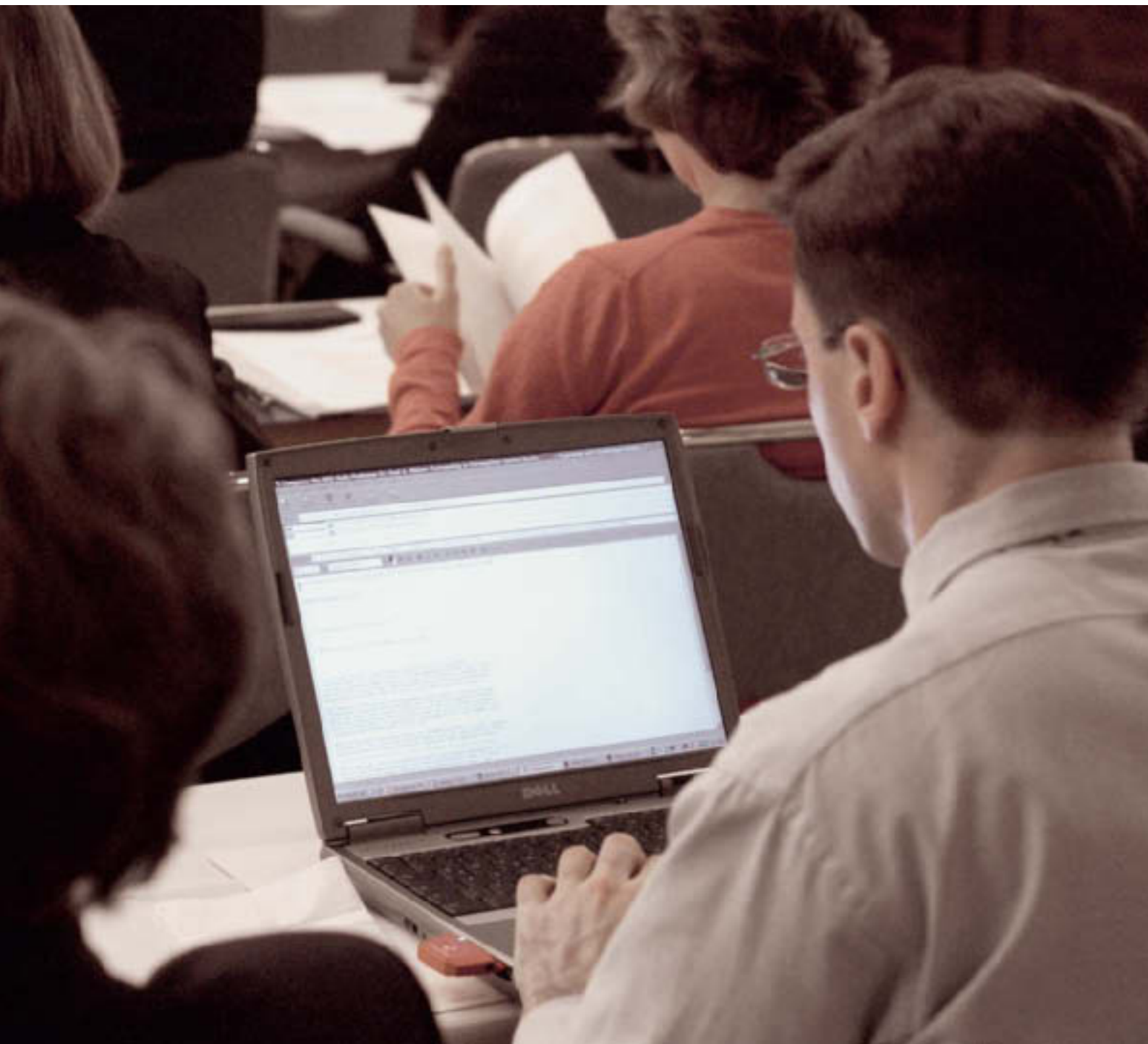
	Estratégia de política monetária	Moeda	Características
República Checa	Objectivo para a inflação	Coroa checa	Objectivo: 3%, assegurando que os resultados da inflação não diferem desse objectivo mais de 1 ponto percentual para cada sentido. Taxa de câmbio flutuante controlada.
Dinamarca	Objectivo cambial	Coroa dinamarquesa	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 2.25\%$ em redor da taxa central de DKK 7.46038 por euro.
Estónia	Objectivo cambial	Coroa estónia	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de EEK 15.6466 por euro. A Estónia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Chipre	Objectivo cambial	Libra cipriota	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de CYP 0.585274 por euro.
Letónia	Objectivo cambial	Lats letão	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de LVL 0.702804 por euro. A Letónia continua com uma margem de flutuação de $\pm 1\%$ como compromisso unilateral.
Lituânia	Objectivo cambial	Litas lituana	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de LTL 3.45280 por euro. A Lituânia mantém o seu fundo de estabilização cambial como compromisso unilateral.
Hungria	Objectivo para a inflação e cambial em conjunto	Forint húngaro	Objectivo cambial: ligação cambial ao euro a uma taxa de HUF 282.36 por euro, com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$. Objectivo para a inflação: 3.5% (± 1 ponto percentual) no final de 2005 e 3% (± 1 ponto percentual) como objectivo de médio prazo a partir de 2007.
Malta	Objectivo cambial	Lira maltesa	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de MTL 0.429300 por euro. Malta mantém inalterada a taxa de câmbio face ao euro em relação à taxa central como compromisso unilateral.
Polónia	Objectivo para a inflação	Zloti polaco	Objectivo para a inflação: 2.5% (± 1 ponto percentual) (aumento de 12 meses do IPC) a partir de 2004. Taxa de câmbio flutuante.
Eslovénia	Estratégia de dois pilares para o acompanhamento dos indicadores monetários, reais, externos e financeiros das condições macroeconómicas	Tolar esloveno	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de SIT 239.640 por euro. No dia 1 de Janeiro de 2007, a Eslovénia aderiu à área do euro.
Eslováquia	Objectivos para a inflação dentro das condições do MTC II	Coroa eslovaca	Participa no MTC II com uma margem de flutuação de $\pm 15\%$ em redor da taxa central de SKK 38.4550 por euro. 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 ± 1 ponto percentual. 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 ¹⁾ . No caso de um desvio superior a 1 ponto percentual, 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.

com a inflação. O Česká národní banka aumentou a sua taxa das operações principais de refinanciamento, em 50 pontos base, para 2.5%, em grande parte devido às perspectivas para a inflação. O Magyar Nemzeti Bank aumentou a sua taxa de juro directora, em cinco ocasiões, num total de 200 pontos base, fixando-a em 8.0%, principalmente devido à deterioração das perspectivas de inflação. O Bank of England também aumentou a sua principal taxa de política, num total de 75 pontos base, para 5.25%, devido principalmente às taxas de crescimento fortes e a um nível de inflação elevado, que provavelmente permaneceria acima do objectivo do banco central durante algum tempo. O Sveriges Riksbank aumentou a sua principal taxa de política de 1.5% para 3.25%, de modo a assegurar uma taxa de inflação próxima do respectivo objectivo.

O Narodowy Bank Polski foi o único banco central da UE não pertencente à área do euro fora do MTC II a baixar a sua taxa de juro directora, em duas ocasiões, de 4.5% para 4%, com base numa redução da inflação mais forte do que a esperada e em perspectivas para a inflação mais favoráveis.



CAPÍTULO 2

OPERAÇÕES E ACTIVIDADES DOS BANCOS CENTRAIS

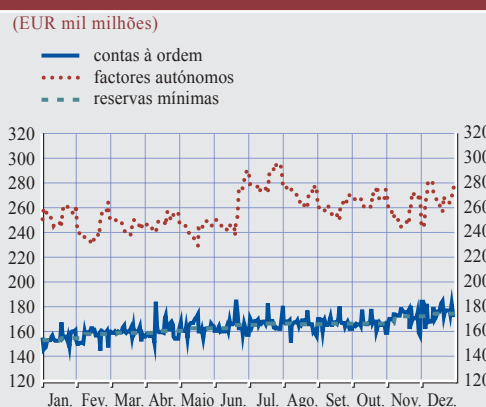
I OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES CAMBIAIS E ACTIVIDADES DE INVESTIMENTO

I.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

O quadro operacional para a implementação da política monetária única¹ continuou a funcionar com eficácia em 2006, confirmando a experiência globalmente positiva com as novas características introduzidas no quadro em Março de 2004. A EONIA continuou a registar níveis muito baixos de volatilidade em 2006: o desvio padrão do diferencial entre a EONIA e a taxa mínima de proposta situou-se em 5 pontos base em 2006, ou seja, o mesmo nível do que em 2005 e 4 pontos base abaixo do nível observado em 2004. Esta volatilidade reduzida das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário contribuiu para uma clara sinalização da orientação da política monetária. Não obstante as condições globalmente estáveis do mercado monetário, o diferencial entre a EONIA e a taxa mínima de proposta continuou a aumentar em 2006. De modo a conter o alargamento deste diferencial, o BCE colocou montantes acima do montante de referência² nas operações principais de refinanciamento (OPR) relevantes.

A evolução em 2006 proporcionou a oportunidade de continuar a testar a capacidade do quadro operacional para neutralizar, no prazo de um período de manutenção, o impacto de variações nas expectativas quanto às taxas de juro directoras do BCE³. Em todos os períodos de manutenção que antecederam um aumento das taxas de juro em 2006, o diferencial médio entre a EONIA e a taxa mínima de proposta situou-se entre 7 e 8 pontos base, à excepção do período de manutenção terminado em 8 de Agosto, quando se situou em 5 pontos base. Tais diferenciais foram comparáveis aos observados nos períodos de manutenção aos quais não se seguiu um aumento das taxas de juro directoras do BCE, quando o diferencial médio se situou em 8 pontos base. Em comparação com a situação antes da alteração do quadro em Março de 2004, quando o diferencial médio nos períodos de manutenção durante os quais se observou um aumento da taxa ascendeu a 17 pontos base – muito superior ao diferencial tipicamente observado –, a

Gráfico 40 Factores de liquidez na área do euro em 2006



Fonte: BCE.

experiência em 2006 sugere que o quadro alterado ajudou significativamente a proteger as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário do impacto de alterações nas expectativas acerca das taxas de juro.

AVALIAÇÃO E GESTÃO DAS CONDIÇÕES DE LIQUIDEZ

A gestão de liquidez do Eurosistema assenta na avaliação diária das condições de liquidez no sistema bancário da área do euro, com vista a determinar as necessidades de liquidez do sistema e, por esse meio, o volume de liquidez a colocar nas OPR semanais e, eventualmente, através de outras operações de mercado aberto, tais como as operações ocasionais de regularização. As necessidades de liquidez do sistema bancário são definidas com base na soma das reservas mínimas impostas aos bancos, nos fundos detidos por instituições de crédito junto dos seus BCN que ultrapassam as

1 Uma descrição pormenorizada do quadro operacional consta da publicação intitulada "A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema", Setembro de 2006.

2 O montante de referência é o montante de colocação normalmente necessário para o estabelecimento de condições equilibradas no mercado monetário de curto prazo, tendo em conta a previsão completa de liquidez do BCE. A colocação de referência publicada é arredondada aos €500 milhões mais próximos.

3 As alterações às taxas de juro directoras do BCE, ao abrigo do quadro alterado de Março de 2004, apenas são implementadas no início do novo período de manutenção.

reservas mínimas (reservas excedentárias) e em factores autónomos. Estes últimos são um conjunto de rubricas do balanço do Eurosistema que têm um impacto nas necessidades de liquidez dos bancos mas, normalmente, não estão sob o controlo directo da gestão de liquidez do Eurosistema (por exemplo, notas em circulação, depósitos das administrações públicas e disponibilidades líquidas sobre o exterior).

Em 2006, as necessidades de liquidez diárias do sistema bancário da área do euro ascenderam, em média, a €422.4 mil milhões, representando um aumento de 12% em comparação com 2005. Em média, as reservas mínimas obrigatórias situaram-se em €163.7 mil milhões, as reservas excedentárias em €0.7 mil milhões e os factores autónomos em €257.9 mil milhões. Entre os factores autónomos, as notas em circulação aumentaram 12% em 2006, o que compara com uma taxa de crescimento anual de cerca de 15% em 2005. As notas atingiram um nível máximo histórico de €629.2 mil milhões em 28 de Dezembro de 2006.

OPERAÇÕES PRINCIPAIS DE REFINANCIAMENTO

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

De modo a ajudar as instituições de crédito na preparação das suas propostas nas OPR, em 2006, o BCE continuou a publicar todas as semanas uma previsão da média diária dos factores autónomos e do montante de colocação de referência. A finalidade desta política de comunicação é evitar interpretações erradas por parte do mercado sobre se as decisões de

colocação nas OPR têm ou não por objectivo equilibrar as condições de liquidez.

Em 2006, os montantes colocados nas OPR situaram-se entre €280 mil milhões e €338 mil milhões. O número médio de licitantes nas OPR foi de 377, evidenciando um ligeiro aumento do nível de participação desde a implementação do novo quadro em Março de 2004. A liquidez cedida através de OPR representou, em média e em termos líquidos, 73% do total da liquidez fornecida pelo Eurosistema através de operações de política monetária. O diferencial médio entre a taxa marginal e a taxa mínima de proposta ascendeu a 5.5 pontos base, o que compara com 5.3 pontos base em 2005 e 1.6 pontos base em 2004.

Tendo sido observado um desvio ascendente no diferencial entre a taxa marginal e a taxa mínima de proposta, em Outubro de 2005 o BCE deu início a uma política de colocação de €1 mil milhões acima do montante de referência em todas as OPR de um período de manutenção, à excepção da última. Posteriormente, entre Outubro de 2005 e Março de 2006, o diferencial estabilizou, em média, em 5 pontos base. No entanto, começou a aumentar novamente em Abril de 2006, alcançando 9 pontos base no final do mês. Em consequência, o BCE comunicou novamente a sua inquietação relativamente a um tal desvio, à semelhança do que tinha sucedido em Outubro de 2005, e aumentou o montante colocado em excesso do montante de referência de €1 para €2 mil milhões. A medida foi alargada à última OPR de um período de manutenção, com o BCE ainda a visar condições de liquidez equilibradas no final do período de manutenção de reservas. Esta política reduziu o diferencial e, deste modo, o BCE retomou gradualmente o montante de colocação de referência em Setembro de 2006. Quando o diferencial aumentou novamente em Outubro, o BCE colocou €1 mil milhões acima do montante de referência e manteve esta política até Dezembro de 2006, quando aumentou gradualmente a colocação mais acima do montante de referência de modo

a promover a regularização das condições no mercado monetário de curto prazo durante a época de férias e no virar do ano.

OPERAÇÕES OCASIONAIS DE REGULARIZAÇÃO

Como consequência das alterações ao quadro operacional implementadas em Março de 2004, o número de dias entre a última OPR e o último dia de um período de manutenção aumentou, dando origem a um maior risco de erros na previsão do Eurosistema para os factores autónomos de liquidez e, deste modo, a desequilíbrios de liquidez potencialmente mais elevados. A diferença absoluta entre a previsão e o resultado observado ao longo de oito dias atingiu, em média, €7.21 mil milhões em 2006. Para evitar que estes erros provocassem um recurso significativo às facilidades permanentes, e para evitar grandes diferenciais entre a taxa *overnight* e a taxa mínima de proposta, o Eurosistema realizou operações ocasionais de regularização no último dia do período de manutenção de reservas sempre que esperava um desequilíbrio considerável de liquidez. No total, foram realizadas onze operações ocasionais de regularização em 2006, cinco de cedência de liquidez (17 de Janeiro, 7 de Fevereiro, 11 de Abril, 10 de Outubro e 12 de Dezembro) e seis de absorção de liquidez (7 de Março, 9 de Maio, 14 de Junho, 11 de Julho, 8 de Agosto e 5 de Setembro).

OPERAÇÕES DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO

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

Em média, as ORPA representaram 27% do total, em termos líquidos, da liquidez cedida através de operações de mercado aberto em 2006. O BCE colocou o volume pretendido em todas as ORPA de 2006. O volume de colocação para cada operação aumentou de €30 mil milhões para €40 mil milhões em Janeiro de 2006 e para €50 mil milhões em Janeiro de 2007.

FACILIDADES PERMANENTES

As duas facilidades permanentes oferecidas pelo Eurosistema, ou seja, a facilidade permanente de cedência de liquidez e a facilidade permanente de depósito, cedem e absorvem liquidez pelo prazo *overnight* a taxas de juro que constituem um corredor para a taxa interbancária *overnight*. Em 2006, a amplitude do corredor manteve-se inalterada em 200 pontos base, centrada em torno da taxa mínima de proposta das OPR. Ao longo do ano, as taxas da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito foram aumentadas num total de 125 pontos base, terminando o ano em 4.50% e 2.50%, respectivamente.

Em 2006, o recurso médio diário à facilidade permanente de cedência de liquidez ascendeu a €126 milhões, ao passo que o recurso médio diário à facilidade permanente de depósito ascendeu a €171 milhões. O reduzido recurso às facilidades permanentes em 2006 esteve em linha com anos anteriores e reflecte a elevada eficiência do mercado interbancário, bem como os desequilíbrios de liquidez mais baixos observados no último dia dos períodos de manutenção de reservas. Esta redução nos desequilíbrios de liquidez é consistente com o recurso a operações ocasionais de regularização face a erros consideráveis nas previsões de liquidez.

SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

As instituições de crédito na área do euro têm obrigatoriamente de manter um montante mínimo de reservas junto dos BCN. As reservas mínimas representam 2% da base de incidência de uma instituição de crédito, que é calculada a

partir de elementos do balanço dessa instituição. A obrigação de constituição de reservas mínimas deve ser cumprida, em média, ao longo de um período de manutenção de reservas. O sistema tem duas funções: a primeira é estabilizar as taxas de curto prazo do mercado monetário através da cláusula de média, e a segunda é aumentar o défice de liquidez, ou seja, a necessidade global por parte dos bancos do refinanciamento proporcionado pelo Eurosistema. O montante de reservas mínimas aumentou gradualmente em 2006, tendo atingido €174.3 mil milhões durante o último período de manutenção do ano, o que compara com €153.3 mil milhões no período homólogo um ano antes.

ACTIVOS ELEGÍVEIS PARA AS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

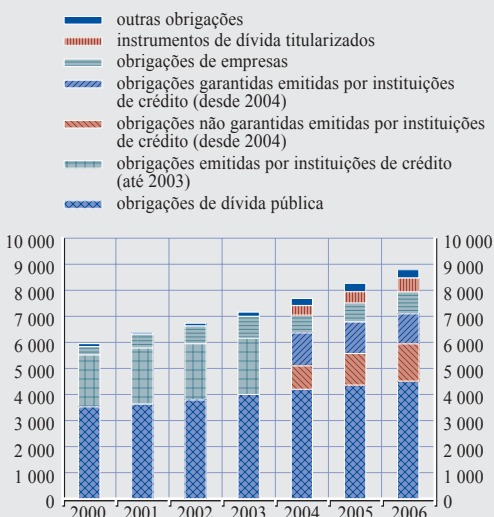
O Eurosistema deve obrigatoriamente conduzir as suas operações de crédito com base em garantias adequadas. Este requisito destina-se a proteger o Eurosistema de perdas e assegurar que estão disponíveis suficientes garantias para uma potencial utilização pelas contrapartes. As operações de crédito também devem ser

conduzidas de um modo eficiente e transparente e permitir a igualdade de acesso pelas contrapartes do Eurosistema. Por estas razões, o Eurosistema aceita um conjunto de activos abrangente como garantia.

Em 2006, o montante médio dos activos de garantia transaccionáveis elegíveis aumentou 6% face a 2005, para um total de €8800 mil milhões (ver Gráfico 41). A dívida pública, no valor de €4500 mil milhões, representou 52% do total, sendo a percentagem restante constituída por obrigações garantidas (ou seja, títulos do tipo *Pfandbrief*) ou não garantidas emitidas por instituições de crédito (€2600 mil milhões, ou 29%), obrigações de empresas (€800 mil milhões, ou 9%), instrumentos de dívida titularizados (€500 mil milhões, ou 6%), e outras obrigações, tais como as emitidas por organizações supranacionais (€300 mil milhões, ou 4%). O valor médio dos activos transaccionáveis depositados pelas contrapartes como garantia nas operações de crédito do Eurosistema situou-se em €930 mil milhões em 2006, o que compara com €866 mil milhões em 2005 (ver Gráfico 42).

Gráfico 41 Activos transaccionáveis elegíveis

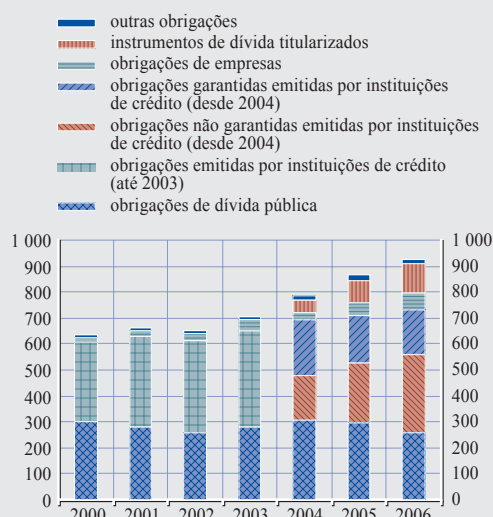
(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Gráfico 42 Activos transaccionáveis elegíveis apresentados como garantia

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

Gráfico 43 Diferença entre a percentagem nos activos transaccionáveis elegíveis e a percentagem nas garantias apresentadas em 2006



O Gráfico 43 ilustra a diferença entre os activos elegíveis a ser utilizados como garantia (mas não necessariamente o seu peso nos balanços das contrapartes) e os activos que, de facto, foram apresentados como garantia nas operações de crédito do Eurosistema, desagregados por tipo de activo. A dívida pública representou 52% dos activos de garantia transaccionáveis disponíveis, mas apenas 28% dos activos de garantia apresentados. Porém, as obrigações não garantidas das instituições de crédito representaram 16% dos activos de garantia transaccionáveis disponíveis, mas 32% dos activos de garantia apresentados. Os instrumentos de dívida titularizados representaram 6% dos activos de garantia disponíveis, mas 12% dos activos de garantia utilizados.

O Eurosistema continuou a melhorar o seu quadro de activos de garantia em 2006. Em particular, o trabalho preparatório para a introdução gradual de um quadro único para activos elegíveis (também referido como a “lista única”), comum a todas as operações de crédito do Eurosistema, foi concluído em linha com o calendário anunciado pelo Conselho do BCE em Fevereiro de 2005.

O primeiro passo desta introdução gradual, que envolve activos transaccionáveis, foi concluído em 2005. O trabalho preparatório para o segundo passo foi concluído em 2006, e em 1 de Janeiro de 2007 foi introduzida uma classe de activos distinta, nomeadamente activos não transaccionáveis, incluindo em particular créditos (também referidos como empréstimos bancários)⁴. O sistema de activos de garantia de duas listas em vigor desde o início da União Monetária será completamente substituído pela lista única em 31 de Maio de 2007.

O quadro único de activos de garantia foi introduzido em resposta às desvantagens do quadro de activos de garantia de duas listas no contexto do crescente grau de integração do mercado financeiro na área do euro. Destina-se a promover condições de igualdade na área do euro, continuando a assegurar a igualdade de tratamento para as contrapartes e os emitentes, e aumentando a transparência global do quadro de activos de garantia. O quadro único de activos de garantia também tem em linha de conta a crescente procura de constituição de garantias nos mercados grossistas privados e o aumento da utilização dos activos de garantia pelo Eurosistema. De um modo mais geral, ao aumentar a liquidez da totalidade de uma classe de activos, tais como os créditos, o quadro único de activos de garantia promove o bom funcionamento do sistema financeiro da área do euro e reflecte melhor o lado do activo dos balanços das contrapartes.

O Eurosistema definiu critérios específicos de elegibilidade e um quadro de avaliação do crédito aplicáveis aos activos não transaccionáveis em toda a área do euro, com vista a assegurar que estes activos cumprem padrões de garantia semelhantes aos dos activos transaccionáveis. Para os créditos, está previsto um período transitório, que se estenderá até 31 de Dezembro de 2011, durante o qual um número limitado de critérios operacionais e de

⁴ Para informações mais pormenorizadas, ver “A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, Setembro de 2006.

elegibilidade continuarão a ser diferentes na área do euro. Em particular, durante este período transitório, os BCN podem escolher o limite mínimo para a dimensão dos créditos elegíveis para uso doméstico e decidir se é ou não necessário aplicar uma taxa pelo respectivo processamento. Os activos da Lista 2 que não satisfaçam os critérios de elegibilidade do quadro único serão retirados gradualmente até 31 de Maio de 2007.

Desde Maio de 2006, têm sido aplicados novos critérios de elegibilidade para instrumentos de dívida titularizados. Os novos critérios restringem a elegibilidade a tipos de instrumentos “fora do balanço” e, deste modo, têm como principal objectivo a exclusão de instrumentos de dívida titularizados com ou sem capitalização para os quais o risco de crédito foi transferido sinteticamente utilizando derivados de crédito. Além disso, apenas tranches não subordinadas⁵ são elegíveis. Os instrumentos de dívida titularizados que tinham sido anteriormente elegíveis mas que não cumpriam os novos critérios permaneceram elegíveis até 15 de Outubro de 2006. As unidades dos *fonds communs de créances* franceses manter-se-ão elegíveis por um período transitório até ao final de 2008.

Em Setembro de 2006, o Eurosistema decidiu que o mercado dos Instrumentos de Dívida de Curto Prazo Europeus (*Short-Term European Paper* – STEP) seria aceite como um mercado não regulamentado para fins de garantia nas operações de crédito do Eurosistema, logo que as estatísticas STEP relativas às taxas de rendibilidade fossem publicadas no *site* do BCE. Os instrumentos de dívida emitidos ao abrigo de programas que cumprem a convenção do programa STEP terão de estar em conformidade com os critérios de elegibilidade gerais aplicáveis aos activos transaccionáveis.

Além disso, para serem considerados activos de garantia elegíveis, os títulos de dívida internacionais sob a forma de certificados de dívida global ao portador devem, desde 1 de Janeiro de 2007, ser emitidos sob a forma de



Novos Certificados de Dívida Globais e ser depositados junto de um guarda de valores comum. Os títulos de dívida internacionais sob a forma de certificados de dívida global ao portador emitidos sob a forma de certificados de dívida global clássicos antes de 1 de Janeiro de 2007 manter-se-ão elegíveis até à data de vencimento.

QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

O quadro de activos de garantia do Eurosistema tem por objectivo, nomeadamente, transpor a disposição estatutária de uma constituição de garantias adequada para instrumentos e procedimentos concretos que garantam a atenuação suficiente dos riscos financeiros nas operações reversíveis. Para que tal se concretize, as garantias aceites nessas operações devem ser de tal qualidade e quantidade que, em caso de incumprimento de uma contraparte e da posterior execução da garantia no mercado, seja altamente provável que o Eurosistema possa recuperar o montante total do seu crédito.

5 Uma tranche (ou sub-tranche) não está subordinada a outras tranches (ou sub-tranches) da mesma emissão se a essa tranche (ou sub-tranche) for atribuída prioridade (após interpelação) sobre outras tranches ou sub-tranches na recepção de pagamentos (capital e juros) ou se for a última cujos activos subjacentes venham a sofrer prejuízo.

A atenuação do risco no quadro das operações reversíveis de cedência de liquidez do Eurosistema tem por base três elementos:

- O Eurosistema utiliza activos com um elevado nível de qualidade de crédito para garantir as suas operações. O quadro de avaliação de crédito do Eurosistema (*Eurosystem credit assessment framework* – ECAF) define os procedimentos, normas e técnicas que asseguram que todos os activos elegíveis incluídos na lista única de activos de garantia cumprem os elevados padrões de crédito do Eurosistema. Para os activos de garantia elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema, o limiar de qualidade do crédito é definido em termos de uma avaliação do crédito com a notação “*single A*”⁶. O ECAF assegura a consistência, o rigor e a comparabilidade das quatro fontes de avaliação do crédito⁷ nas quais assenta. Em preparação do lançamento da lista única de activos de garantia em 1 de Janeiro de 2007, o Eurosistema finalizou o ECAF durante 2006 de modo a englobar os activos transaccionáveis e não transaccionáveis.
- Os activos de garantia devem ser valorizados com precisão e numa base diária. Na ausência de um preço de mercado válido para um activo específico no dia útil imediatamente anterior à data de valorização, o Eurosistema define um preço teórico. Em Abril de 2006, dois centros de valorização do Eurosistema entraram em funcionamento com o objectivo de fornecerem valorizações teóricas: um operado pelo Deutsche Bundesbank para a valorização de instrumentos de dívida de rendimento fixo complexos e um operado pelo Banque de France para a valorização de instrumentos de dívida titularizados.
- De modo a fazer face ao risco de mercado e de liquidez, são aplicadas medidas de controlo de risco aos activos de garantia depois de valorizados. Estas medidas, para além de protegerem o Eurosistema de riscos

financeiros nas suas operações, têm por objectivo evitar penalizar as contrapartes e permitir-lhes uma utilização eficiente de activos elegíveis. Em 2006, o Eurosistema definiu assim um quadro metodológico unificado para calcular os esquemas das margens de avaliação (*haircut*) para os activos elegíveis transaccionáveis e não transaccionáveis, novamente tendo em conta o lançamento da lista única em 1 de Janeiro de 2007.

1.2 OPERAÇÕES CAMBIAIS

Em 2006, o BCE não realizou qualquer intervenção no mercado cambial por motivos de política. As suas transacções cambiais estiveram exclusivamente relacionadas com actividades de investimento. Além disso, o BCE não realizou qualquer operação cambial nas moedas dos países que não pertencem à área do euro participantes no MTC II.

O acordo permanente entre o BCE e o FMI para facilitar o início de transacções de direitos de saque especiais (DSE) pelo FMI, em nome do BCE, com outros detentores de DSE, foi accionado três vezes em 2006.

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

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

7 As quatro fontes são: instituições externas de avaliação de crédito (agências de notação), sistemas internos de avaliação de crédito dos BCN, sistemas de notação internos das contrapartes e ferramentas de notação de fornecedores terceiros. Cada uma das fontes de avaliação da qualidade do crédito inclui vários sistemas de avaliação da qualidade do crédito diferentes.

envolvidas em actividades operacionais de investimento das outras unidades funcionais.

GESTÃO DE RESERVAS EXTERNAS

A carteira de activos de reserva externa do BCE reflecte transferências de reservas externas dos BCN da área do euro para o BCE, bem como anteriores operações cambiais e de ouro realizadas pelo BCE. O principal objectivo das reservas externas do BCE consiste em garantir que, sempre que necessário, o Eurosistema dispõe de um montante de recursos líquidos suficiente para as suas operações de política cambial envolvendo moedas não pertencentes à UE. Os objectivos da gestão dos activos de reserva externa do BCE são, por ordem de importância, liquidez, segurança e rendimento.

A carteira do BCE consiste em dólares dos EUA, ienes japoneses, ouro e DSE. Em 2006, não foram activamente investidas quaisquer detenções de ouro e DSE. As vendas de ouro do BCE ascenderam a um total de 80 toneladas ao longo do ano. Essas vendas estiveram em plena conformidade com o Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro, de 8 de Março de 2004, do qual o BCE é signatário. O total das receitas das vendas de ouro foi adicionado à carteira de ienes japoneses.

O valor dos activos de reserva externa⁸ do BCE às taxas de câmbio e preços de mercado correntes desceu de €43.5 mil milhões⁹ no final de 2005 para €42.3 mil milhões no final de 2006, dos quais €32.0 mil milhões eram em moeda estrangeira – iene japonês e dólar dos EUA – e €10.3 mil milhões em ouro e DSE. Aplicando as taxas de câmbio observadas no final de 2006, os activos denominados em dólares dos EUA representavam 83% das reservas em moeda estrangeira, enquanto os denominados em ienes japoneses representavam 17%. A variação no valor da carteira durante 2006 reflectiu, sobretudo, a depreciação do dólar dos EUA e do iene japonês face ao euro, que foi apenas parcialmente compensada pela apreciação do ouro e por rendimentos líquidos positivos (incluindo mais-valias e juros recebidos) gerados pelas actividades de gestão de carteira.

O novo quadro operacional para a gestão dos activos de reserva externa do BCE foi implementado com sucesso em Janeiro de 2006. Por norma, cada BCN apenas pode gerir uma carteira (isto é, ou uma carteira de dólares dos EUA ou uma carteira de ienes japoneses), com dois BCN a gerirem actualmente duas carteiras¹⁰. Esta alteração teve por objectivo aumentar a eficiência da execução descentralizada das operações de investimento no âmbito do Eurosistema.

Em 2006, prosseguiu o trabalho no sentido de alargar a lista de instrumentos elegíveis nos quais as reservas externas podem ser investidas. Foram adicionados a esta lista *swaps* cambiais para fins de investimento e STRIP¹¹ dos EUA. Foi também realizado o trabalho preparatório para a introdução de *swaps* de taxas de juro, sendo que os testes internos aos sistemas estão quase completos. Foi criado um projecto-piloto no sentido de estabelecer um programa automático de cedência de títulos, e o BCE nomeará um adjudicatário que forneça um programa automático para a carteira de dólares dos EUA.

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 sua provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro.

8 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 de detenções de moeda estrangeira devido a acordos de reporte e transacções a prazo. Para mais pormenores, ver www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html

9 O montante indicado no Relatório Anual de 2005 (€41.0 mil milhões) apenas teve por base valores de activos de reserva oficiais. A presente publicação aplica um aperfeiçoamento da definição de activos de reserva líquidos, os quais são explicados na nota 8.

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

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

A finalidade desta carteira é proporcionar ao BCE rendimentos que ajudem a cobrir os custos operacionais. Esta gestão tem por objectivo gerar, no longo prazo, rendimentos acima da taxa média das operações principais de refinanciamento do BCE. A carteira é investida em activos denominados em euros.

O valor da carteira a preços de mercado correntes subiu de €6.4 mil milhões no final de 2005 para €7.5 mil milhões no final de 2006. A maior parte do aumento do valor de mercado ficou a dever-se ao investimento na carteira de fundos próprios da provisão contra riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro criada pelo BCE em 2005. A remuneração do investimento também contribuiu de forma positiva para o aumento do valor de mercado.

Ao longo do ano, as obrigações de cupão zero e o papel comercial de elevada qualidade emitido por entidades já elegíveis para o investimento de fundos próprios foram adicionados 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 alargada.

QUESTÕES DE GESTÃO DE RISCO

Através das suas actividades de investimento, o BCE expõe-se a riscos financeiros como, por exemplo, riscos de mercado, de crédito e de liquidez. Estes riscos são geridos através de políticas e procedimentos rigorosos, uma estrutura de limites abrangente e o acompanhamento diário do cumprimento dos limites¹². O quadro de gestão de risco do BCE para as operações de investimento foi novamente melhorado em 2006. No que respeita à gestão do risco de taxa de juro, foram introduzidos limites relativos vinculativos para o valor-em-risco (*VaR* – *Value-at-Risk*)¹³ para as carteiras face aos referenciais, que substituíram os limites de duração.

O principal risco ao qual o BCE está exposto é o risco de mercado. Uma desagregação do VaR das carteiras de investimento do BCE revela

que, a um qualquer nível de confiança convencional, mais de nove décimos do risco de mercado ficam a dever-se ao risco cambial e de flutuação do preço do ouro, sendo que o restante risco tem origem no risco de taxa de juro. As estimativas de VaR relativamente ao risco de crédito do BCE são ainda mais baixas do que as relativas ao risco de taxa de juro, dado que o risco de crédito é atenuado através de critérios de elegibilidade rigorosos e limites para os países, emitentes e contrapartes.

Os riscos financeiros são amplamente determinados pela dimensão e composição por moeda das reservas externas do BCE e, em menor medida, pela afectação de activos nas diferentes carteiras de moeda. Porém, o reduzido risco de taxa de juro também reflecte a duração modificada relativamente baixa das carteiras de investimento do BCE.

¹² Ver a nota 10.

¹³ O VaR com o nível de confiança α e o horizonte T é definido como o montante de perdas que será ultrapassado no final do horizonte T com a probabilidade $1-\alpha$. O cálculo dos valores do VaR para o risco de crédito é mais difícil e está sujeito a mais pressupostos do que o cálculo dos valores do VaR para o risco de mercado.

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 em euros o Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real, conhecido como TARGET. O trabalho já está bastante avançado para o desenvolvimento de um sistema de segunda geração, o TARGET2. Segundo as previsões, o primeiro grupo de países migrará para o TARGET2 em 19 de Novembro de 2007.

No que se refere à liquidação de títulos, o Eurosistema e o mercado oferecem diversos canais para facilitar a utilização de activos de garantia entre fronteiras nacionais. Para além disso, o Eurosistema está a avaliar as oportunidades para prestar serviços de liquidação de títulos em moeda do banco central a CDT através da plataforma única partilhada com procedimentos harmonizados, que será utilizada para os serviços de pagamentos do TARGET2 (TARGET2-Títulos).

2.1 O SISTEMA TARGET

O sistema TARGET actual é um “sistema de sistemas”, composto pelos sistemas de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) de 17 Estados-Membros da UE, o mecanismo de pagamentos do BCE e um mecanismo de interligação que permite o processamento de pagamentos entre os sistemas ligados.

Em 2006, o TARGET continuou a contribuir para o bom funcionamento do mercado monetário do euro e, como as operações de crédito do Eurosistema são processadas através deste sistema, continuou a desempenhar um papel importante na implementação da política monetária única. Considerando que o TARGET

oferece um serviço de liquidação em tempo real em moeda do banco central e uma cobertura de mercado alargada, o TARGET atrai igualmente um grande número de outros pagamentos. Em 2006, o TARGET funcionou regularmente e com êxito, prosseguindo a tendência de liquidação de um número crescente de pagamentos de importâncias avultadas em euros, o que está em linha com o objectivo de política do Eurosistema de promover a liquidação em moeda do banco central como uma forma única de pagamento segura. Em 2006, 89% do movimento total de pagamentos de importâncias avultadas em euros foi realizado através do TARGET. O TARGET encontra-se disponível para todas as transferências a crédito em euros entre bancos interligados, sem qualquer valor limite máximo ou mínimo. Este tipo de transferências pode ser efectuado quer entre bancos no mesmo Estado-Membro (tráfego intra-Estados-Membros), quer entre bancos de diferentes Estados-Membros (tráfego inter-Estados-Membros).

Um inquérito realizado em 2006 revelou que, em 31 de Dezembro de 2005, o TARGET tinha 10564 participantes. No geral, através do TARGET e utilizando um código de identificação bancária (*Bank Identifier Code* – BIC), podem ser contactadas cerca de 53000 instituições, em particular, sucursais de participantes.

Em 2006, o Sveriges Riksbank, na sequência da sua decisão de não aderir ao TARGET2, preparou-se para desligar a sua componente do TARGET, o E-RIX, a partir de 2 de Janeiro de 2007.

OPERAÇÕES NO TARGET

Em 2006, a média diária de pagamentos processados pelo TARGET teve um aumento de 10% tanto em volume, como em valor. O Quadro 12 apresenta uma visão global do tráfego de pagamentos no TARGET em 2006, comparando-o com o tráfego de pagamentos no ano anterior. Em 2006, a disponibilidade global do TARGET, ou seja, a forma como os participantes conseguiram utilizar o TARGET

Quadro 12 Tráfego de pagamentos no TARGET ¹⁾

Volume (número de transacções)	2005	2006	Variação (%)
Global			
Total	76 150 602	83 179 996	9
Média diária	296 306	326 196	10
Intra-Estados-Membros ²⁾			
Total	58 467 492	64 162 211	10
Média diária	227 500	251 617	11
Inter-Estados-Membros			
Total	17 683 110	19 017 785	8
Média diária	68 806	74 580	8

Valor (EUR mil milhões)	2005	2006	Variação (%)
Global			
Total	488 900	533 541	9
Média diária	1 902	2 092	10
Intra-Estados-Membros ²⁾			
Total	324 089	348 764	8
Média diária	1 261	1 368	9
Inter-Estados-Membros			
Total	164 812	184 777	12
Média diária	641	725	13

Fonte: BCE.

¹⁾ Houve 257 dias de funcionamento em 2005 e 255 em 2006.²⁾ Inclui o tráfego de participantes remotos.

sem incidentes durante o seu horário de funcionamento, atingiu 99.87%, sendo processados em cinco minutos 96.75% dos pagamentos inter-Estados-Membros.

MEDIDAS DE CONTINGÊNCIA PARA PAGAMENTOS SISTEMICAMENTE IMPORTANTES NO TARGET

Em virtude do papel central do sistema TARGET no mercado e da sua ampla cobertura do mercado, torna-se essencial ao funcionamento fiável e regular do sistema uma protecção adequada face a uma grande variedade de ameaças. É da maior relevância que os pagamentos sistemicamente importantes – ou seja, os que poderão provocar um risco sistémico se não forem processados na data devida – sejam efectuados sem demora, mesmo em circunstâncias anormais. O Eurosistema estabeleceu medidas de contingência para assegurar que estes pagamentos sejam processados de forma regular, mesmo em caso de falha no TARGET. Em 2006, os bancos

centrais continuaram a efectuar testes (que frequentemente envolveram 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 podem continuar a funcionar de forma regular em situação de crise.

LIGAÇÃO AO TARGET PARA OS BCN DOS ESTADOS-MEMBROS QUE ADERIRAM À UE EM 2004

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. Dado o limitado período de vida remanescente do actual sistema TARGET, e de modo a poupar custos, o Eurosistema desenvolveu alternativas à plena integração, permitindo a ligação dos sistemas dos BCN dos Estados-Membros que aderiram à UE em 2004 ao actual sistema TARGET.

Após a ligação do Narodowy Bank Polski ao TARGET através do SLBTR do Banca d'Italia em 2005, em 20 de Novembro de 2006 o SLBTR em euros do Eesti Pank também foi ligado ao TARGET através do sistema do Banca d'Italia. Os bancos da Eslovénia têm utilizado o TARGET desde Julho de 2005 através de acesso remoto à componente alemã do TARGET. 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. O Banka Slovenije começou a operar como membro do Eurosistema em 2 de Janeiro de 2007.

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 2006, 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. 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 2006. 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

Em 21 de Julho de 2006, o Conselho do BCE publicou uma “Comunicação sobre o TARGET2”, explicando as ligeiras alterações introduzidas no esquema de fixação de preços para os serviços de base do TARGET2, descrevendo os elementos básicos da fixação de preços dos serviços de sistemas periféricos e fornecendo explicações sobre as diferentes formas de participar no TARGET2. A comunicação especificou ainda os novos preços do serviço opcional de agrupamento de liquidez e alguns dos novos elementos da fixação de preços. Estas especificações asseguram que os preços do TARGET2 cobrem todos os tipos de acesso ao sistema.

Para além disso, em 22 de Novembro de 2006, o Conselho do BCE publicou o terceiro relatório intercalar sobre o TARGET2. Este relatório fornece informação actualizada aos participantes no mercado sobre as decisões do Eurosistema relativas a questões jurídicas e à fixação de preços, bem como sobre procedimentos de contingência e as próximas actividades de teste e migração. De acordo com este relatório, o trabalho preparatório progride de acordo com o

planeado, confirmando que o TARGET2 entrará em produção em 19 de Novembro de 2007. As datas das duas janelas de migração seguintes, após as quais todos os bancos centrais e os utilizadores do TARGET terão migrado para o TARGET2, foram igualmente confirmadas (18 de Fevereiro e 19 de Maio de 2008).

No que se refere ao esquema de fixação de preços para os serviços de base, o Conselho do BCE decidiu acrescentar um escalão de volume adicional à estrutura da tarifa regressiva de 12.5 cêntimos de euro para cada pagamento para além de 100000 pagamentos por mês. Esta alteração ao esquema de fixação de preços para os serviços de base foi tornada possível pela revisão em alta das expectativas relativamente ao volume, depois da análise das tendências do volume observadas no passado no sistema TARGET ter sugerido um crescimento sustentável mais elevado do que inicialmente previsto.

O Conselho do BCE tomou igualmente uma decisão sobre os três elementos do esquema de fixação de preços do sistema periférico. Primeiro, será cobrada uma tarifa fixa de €12000 por ano a cada sistema periférico que efectue liquidações em moeda do banco central, independentemente da liquidação ser efectuada no SLBTR ou nas contas locais do banco central. Segundo, será cobrada uma tarifa fixa entre €5000 e €50000 por ano aos sistemas periféricos com base no respectivo valor bruto subjacente. Terceiro, será cobrada uma tarifa por transacção aos sistemas periféricos, os quais podem escolher entre uma tarifa uniforme ou uma tarifa regressiva (tendo ambas um elemento fixo).

O Conselho do BCE decidiu igualmente reduzir o preço do serviço de agrupamento de liquidez, de forma a torná-lo mais atractivo para os bancos¹⁴. O agrupamento de liquidez é tido

14 Para mais informações, ver o comunicado do BCE intitulado “*Communication on TARGET2*”, publicado em 21 de Julho de 2006 (<http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html>) (para a versão portuguesa, consultar o *site* do Banco de Portugal).

como uma função útil, uma vez que torna possível ultrapassar a fragmentação de liquidez inerente à detenção descentralizada de contas no Eurosistema. Além disso, a fixação de preços para grupo aplicar-se-á dentro de um grupo de contas, o que significa que será aplicada a tarifa regressiva a todos os pagamentos do grupo que sejam enviados a partir da mesma conta.

Em termos de participação, o TARGET2 disponibiliza as opções “clássicas” de participação directa e indirecta. A participação pode igualmente ser organizada através de um “acesso multi-destinatário”, o que significa que um participante directo pode autorizar as suas sucursais e/ou filiais – desde que se encontrem localizadas no EEE e pertençam ao grupo – a canalizar pagamentos através da respectiva conta no SLBTR sem o seu envolvimento. Além disso, qualquer cliente de um participante directo que possua um BIC pode enviar ordens de pagamento ou receber pagamentos através do respectivo participante directo no TARGET2 (“*addressable BIC access*”, ou seja, “acesso através dos BIC endereçáveis”). De um ponto de vista técnico e operacional, o *addressable BIC access* é semelhante à participação indirecta, com a diferença que, no último caso, o participante indirecto é reconhecido pelo sistema e, por conseguinte, beneficia das disposições relativas à protecção previstas na legislação nacional relevante que implementa a Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação, desde que o âmbito da lei abranja os participantes indirectos.

Em 2006, para além do desenvolvimento técnico da plataforma única partilhada (*Single Shared Platform*), o trabalho centrou-se no enquadramento jurídico do TARGET2, no desenvolvimento de procedimentos operacionais internos e na definição de actividades de teste aos utilizadores. Segundo as previsões, os testes aos utilizadores terão início em Maio de 2007 e o primeiro grupo de países migrará para o TARGET2 em 19 de Novembro de 2007. Em 11 de Julho de 2006, foi disponibilizado à comunidade bancária um plano de projecto centrado no utilizador, indicando os principais marcos no projecto TARGET2.

Os *sites* do BCE e dos BCN dedicados ao TARGET2 publicam regularmente informações úteis actualizadas, por exemplo:

- Em 17 de Fevereiro de 2006, o Eurosistema disponibilizou informação sobre a sobreposição entre a migração para o TARGET2 e a migração para a SWIFTNet Fase 2. Foi recomendado que a migração para a SWIFTNet Fase 2 esteja concluída antes da migração para o TARGET2, embora não exista dependência técnica entre as duas migrações.
- Os perfis de migração nacionais foram regularmente actualizados entre Abril e Novembro de 2006. Estes perfis mostram, para cada banco central, quais os módulos da plataforma única partilhada que serão utilizados e como os sistemas periféricos efectuarão as liquidações a partir do primeiro dia após a migração para o TARGET2. Em 30 de Outubro de 2006, em complemento destes perfis, foi publicada uma panorâmica global sobre a utilização das *proprietary home accounts*, ou seja, contas detidas pelos bancos centrais fora da plataforma única partilhada.
- Em 7 de Dezembro de 2006, foi publicada uma versão final do manual do utilizador sobre o *Information and Control Module* (Módulo de Informação e Controlo) da plataforma única partilhada, tendo sido publicadas ao longo do ano actualizações intercalares do livro 4 das *User Detailed Functional Specifications* (Especificações Funcionais Detalhadas do Utilizador) sobre mensagens em XML e correspondentes ficheiros de esquemas em XML.
- Em 7 de Novembro de 2006, foi publicada uma versão preliminar do guia de teste para o utilizador do TARGET2, destacando os procedimentos de teste e cenários de certificação para os participantes. Além disso, em 31 de Janeiro de 2007, foi disponibilizada *online* uma aplicação de rede, com informação sobre testes destinada aos futuros participantes no TARGET2.

2.3 TARGET2-TÍTULOS

Em 7 de Julho de 2006, o BCE anunciou que o Eurosistema estava a avaliar a oportunidade de disponibilizar serviços de liquidação para as transacções de títulos em euros que são liquidadas em moeda do banco central.

Ao abrigo dos acordos em vigor, as centrais de depósito de títulos (CDT) da área do euro liquidam o segmento de moeda do banco central das transacções de títulos em euros através da componente local do SLBTR do TARGET. Para que este processo de liquidação seja possível, os participantes nas CDT devem também participar no SLBTR nacional do país onde se encontra localizada a CDT, ou seja, as instituições que participam como membro da liquidação em mais de uma CDT devem ter uma conta de liquidação em cada componente do TARGET em questão.

Com a introdução do TARGET2, passará a ser tecnicamente possível que cada participante nesse sistema liquide, através de uma única conta TARGET2, transacções realizadas através de qualquer CDT que efectue liquidações em moeda do banco central denominadas em euros. A possibilidade disponibilizada pelo TARGET2 de centralizar as liquidações em numerário numa única conta deverá aumentar a procura do mercado no sentido de ser igualmente centralizada a liquidação de títulos através de uma conta de títulos única. Assim, os participantes no TARGET2 poderão otimizar a respectiva gestão de liquidez em relação a transacções do mercado monetário garantidas e não garantidas e, por conseguinte, usufruir plenamente dos benefícios do TARGET2. A opção de os participantes no TARGET2 gerirem as respectivas carteiras de títulos de uma forma integrada na conta em numerário do TARGET2 será disponibilizada se for implementado um serviço comum do Eurosistema para a liquidação de transacções de títulos. Esta plataforma disponibilizará apenas serviços de liquidação às CDT, enquanto as outras funções das CDT (como, por exemplo, relacionadas com os valores mobiliários de

empresas, funções de custódia, guarda de valores e administração) continuarão a ser disponibilizadas pelas referidas centrais. Serão procuradas sinergias para o mercado com outras facilidades operadas pelo Eurosistema, em particular, em ligação com o sistema TARGET2.

O Eurosistema anunciou um possível novo serviço, denominado TARGET2-Títulos, tendo sido realizadas posteriormente discussões a nível nacional e europeu com as CDT e outros participantes no mercado. Em 28 de Setembro de 2006, foi publicada no *site* do BCE a reacção preliminar do mercado ao TARGET2-Títulos. Embora todo o sector tenha solicitado ao Eurosistema mais pormenores sobre esta iniciativa, os bancos, de um modo geral, viram nela um maior potencial de oportunidades do que as CDT. O projecto recebeu o firme apoio da Comissão Europeia.

Em 20 de Outubro de 2006, o BCE anunciou que o Conselho do BCE tinha convidado o seu Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação a preparar um estudo pormenorizado destinado a analisar a viabilidade operacional, económica, jurídica e técnica do TARGET2-Títulos. No âmbito dos preparativos para a decisão do Conselho do BCE sobre o lançamento do projecto TARGET2-Títulos, o BCE estabeleceu contactos com participantes e infra-estruturas do mercado para apresentar as principais opções técnicas previstas para o TARGET2-Títulos. A partir de meados de Dezembro de 2006, foram realizadas diversas reuniões com várias partes interessadas para a discussão de um vasto conjunto de questões relacionadas com esta iniciativa.

A implementação da facilidade TARGET2-Títulos, que será integralmente detida e operada pelo Eurosistema, pode levar a potenciais grandes poupanças de custos em resultado do alto nível de eficiência e da harmonização técnica que proporcionará aos participantes no mercado, em particular no domínio das transacções transfronteiras. O TARGET2-Títulos representará um grande passo no sentido da concretização de um

interface único entre o Eurosistema e o mercado. Além disso, pode também tornar-se no interface do sistema de gestão dos activos de garantia do Eurosistema e facilitar a gestão de liquidez pan-europeia. Esperam-se sinergias com outras facilidades operadas pelo Eurosistema – em particular, o TARGET2 e soluções para a utilização transfronteiras de activos de garantia.

2.4 PROCEDIMENTOS DE LIQUIDAÇÃO DOS ACTIVOS DE GARANTIA

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

O montante de activos de garantia transfronteiras detidos pelo Eurosistema aumentou de €444 mil milhões em Dezembro de 2005 para €514 mil milhões em Dezembro de 2006. Em termos gerais, no final de 2006, os activos de garantia transfronteiras representavam 52.3% do total dos activos de garantia fornecidos ao Eurosistema. Em 2006, a utilização de activos de garantia numa base transfronteiras excedeu pela primeira vez a sua utilização a nível nacional. Estes valores confirmam a tendência observada em anos anteriores de uma maior integração dos mercados financeiros na área do euro e a vontade crescente das contrapartes de deterem nas suas carteiras activos localizados noutro país da área do euro.

O MODELO DE BANCO CENTRAL CORRESPONDENTE

O MBCC continua a ser o principal canal para a transferência de activos de garantia transfronteiras em operações de política monetária e de crédito intradiário do Eurosistema, tendo sido responsável por 39.7% do total de activos de garantia fornecidos ao

Eurosistema em 2006. Os activos detidos em custódia através do MBCC aumentaram de €353 mil milhões no final de 2005 para €414 mil milhões no final de 2006.

Os trabalhos para a revisão do quadro técnico e operacional do MBCC, que tiveram em conta a implementação do novo quadro de activos de garantia do Eurosistema aprovado pelo Conselho do BCE em Julho de 2005, foram concluídos em 2006. Este quadro foi igualmente revisto de modo a permitir a integração dos novos países da área do euro. Neste contexto, o Acordo do MBCC com o Banka Slovenije foi assinado em Dezembro de 2006.

Visto não existir nenhuma alternativa de mercado abrangente aos serviços do MBCC, que foi projectado originalmente como um acordo intercalar, na ausência de uma solução de mercado para o conjunto da área do euro, o Conselho do BCE decidiu em 3 de Agosto de 2006 continuar a disponibilizar esse serviço para além de 2007. O BCE está igualmente a analisar possíveis formas de harmonizar o quadro operacional para a gestão de activos de garantia do Eurosistema.

LIGAÇÕES ELEGÍVEIS ENTRE SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS NACIONAIS

Os SLT nacionais podem estar ligados através de acordos contratuais e operacionais para permitir a transferência transfronteiras de títulos elegíveis entre sistemas. Uma vez transferidos através dessas ligações para outro SLT, os títulos elegíveis podem ser utilizados através dos procedimentos locais como qualquer activo de garantia nacional. Actualmente encontram-se ao dispor das contrapartes 59 ligações, das quais apenas um número limitado é activamente utilizado. Além disso, estas ligações cobrem apenas parte da área do euro. As ligações tornam-se elegíveis para operações de crédito do Eurosistema se cumprirem os nove padrões de utilização do Eurosistema¹⁵.

¹⁵ “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.

O Eurosistema avalia quaisquer novas ligações ou melhorias de ligações elegíveis com base nestes padrões. Em 2006, três ligações elegíveis existentes foram melhoradas e avaliadas positivamente. Além disso, encontra-se em fase de avaliação a possível utilização de algumas ligações encadeadas, ou seja, quando estão envolvidas mais de duas CDT.

Os activos de garantia detidos através de ligações aumentaram de €91 mil milhões em Dezembro de 2005 para €99 mil milhões em Dezembro de 2006, mas representaram apenas 10.5% do total dos activos de garantia (transfronteiras e nacionais) detidos pelo Eurosistema.

3 NOTAS E MOEDAS

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

PROCURA DE NOTAS E MOEDAS DE EURO

No final de 2006, o número de notas de euro em circulação situou-se em 11.3 mil milhões, com um valor de €628.2 mil milhões, o que representou um aumento de 9.5% em termos de volume e de 11.2% em termos de valor em comparação com os níveis no final de 2005 (10.4 mil milhões de notas com um valor de €565.2 mil milhões). O valor de notas em circulação continuou a aumentar desde a transição para o euro fiduciário em 2002, embora com uma taxa de crescimento anual decrescente (ver Gráficos 44 e 45). Estima-se que, em termos de valor, entre 10% e 20% das notas de euro em circulação sejam detidas por não residentes na área do euro, que continuam a gerar procura de notas de euro, principalmente como reserva de valor ou como uma moeda paralela.

O crescimento do número de notas de €50, €100 e €500 em circulação continuou dinâmico em 2006, com taxas de 12.5%, 9.6% e 13.2%, respectivamente. O número de outras denominações em circulação registou taxas de crescimento entre 2.7% e 8.2% (ver Gráfico 46).

Em 2006, o número total de moedas de euro em circulação (ou seja, a circulação líquida excluindo as reservas detidas pelos BCN) aumentou 10.4% para 69.5 mil milhões, enquanto o valor das

moedas em circulação aumentou 7.4% para €17.9 mil milhões. O aumento comparativamente forte do número de moedas ficou a dever-se principalmente à continuação da forte procura de moedas das denominações mais baixas resultante de taxas de perda relativamente elevadas e do entesouramento.

PROCESSAMENTO DE NOTAS PELO EUROSISTEMA

A emissão e a recolha de notas de euro continuaram a seguir a tendência ligeiramente ascendente observada nos anos anteriores. Em 2006, os BCN da área do euro emitiram 32.5 mil milhões de notas, tendo recolhido 31.5 mil milhões de notas. A frequência de retorno¹⁶ de notas em circulação caiu ligeiramente, de 3.17 em 2005 para 3.03 em 2006. Todas as notas de euro recolhidas de circulação pelos BCN da área do euro são autenticadas e verificadas, para determinar se estão ou não aptas para circulação. A autenticação e verificação são feitas recorrendo a máquinas de processamento de notas totalmente automatizadas, de modo a manter a qualidade das notas em circulação. Neste processo, cerca de 5.2 mil milhões de notas (um aumento de 26.2% em comparação com o ano anterior) consideradas impróprias para circulação foram substituídas pelos BCN.

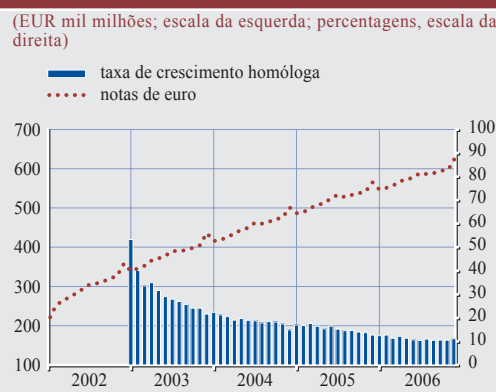
¹⁶ Definida como o número total de notas devolvidas aos BCN num determinado período dividido pelo número médio de notas em circulação durante esse período.

Gráfico 44 Número total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2006



Fonte: BCE.

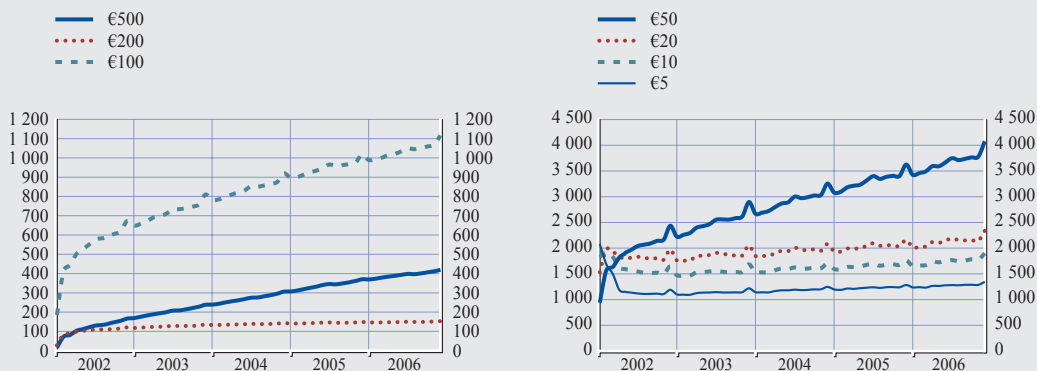
Gráfico 45 Valor total de notas de euro em circulação entre 2002 e 2006



Fonte: BCE.

Gráfico 46 Número de notas de euro em circulação entre 2002 e 2006 por denominação

(milhões)



Fonte: BCE.

3.2 CONTRAFACÇÃO DE NOTAS E DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

CONTRAFACÇÃO DE NOTAS DE EURO

Após dois anos durante os quais o número de contrafacções de notas de euro retiradas de circulação se manteve estável, foi observada uma ligeira descida em 2006. O Gráfico 47 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 Análise¹⁷ em 2006 foi de cerca de 565000¹⁸. Em 2006, registou-se uma alteração significativa na desagregação por denominações das contrafacções detectadas. Antes de 2006, a nota de €50 era o principal alvo dos falsificadores. Porém, a proporção das contrafacções de notas de €50 detectadas registou uma descida acentuada, com um aumento correspondente no número de contrafacções de notas de €20 e, em menor medida, no número de contrafacções de notas

de €100 (ver Quadro 13). Consequentemente, o valor facial total das contrafacções retiradas de circulação e, deste modo, os potenciais danos financeiros causados pela contrafacção, diminuiu em 2006.

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 e a não esquecer o teste de “toque-aspecto-inclinação”¹⁹.

DISSUAÇÃO DA CONTRAFACÇÃO

Em 2006, 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 contrafacção do euro. O Eurosistema está activo, dentro e fora da UE, na formação de profissionais que operam com numerário no reconhecimento e no tratamento de contrafacções de notas.

Quadro 13 Distribuição de contrafacções por denominação

	€5	€10	€20	€50
Percentagem	1	4	40	34
	€100	€200	€500	Total
Percentagem	18	2	1	100

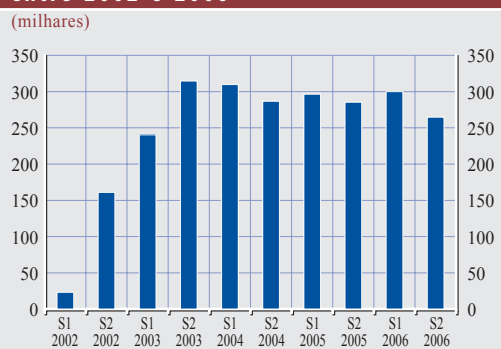
Fonte: Eurosistema.

17 Centros estabelecidos em cada Estado-Membro da UE para a análise inicial de contrafacções de notas de euro a nível nacional.

18 Este valor está sujeito a uma correcção muito ligeira devido a relatórios posteriores, em particular com origem fora da UE.

19 Para mais pormenores, ver <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.pt.html>

Gráfico 47 Número de contrafações de notas de euro retiradas de circulação entre 2002 e 2006



Fonte: Eurosistema.

O Centro Internacional de Dissuasão da Contrafação (ICDC – *International Counterfeit Deterrence Centre*) continua a dar apoio ao Grupo de Dissuasão da Contrafação dos Bancos Centrais (*Central Bank Counterfeit Deterrence Group*), um grupo de 27 bancos centrais que colaboram entre si sob os auspícios do G10, e actua como centro técnico para todos os seus membros. 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.

3.3 EMISSÃO E PRODUÇÃO DE NOTAS

QUADRO PARA A DETECÇÃO DE CONTRAFACÇÕES E PARA A SELECÇÃO DE NOTAS APTAS PARA CIRCULAÇÃO

O quadro para a recirculação de notas cobre a detecção de contrafações e a selecção de notas aptas para circulação por instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário. Estabelece uma política comum para a recirculação de notas de euro no sector do crédito e define regras uniformes e padrões mínimos de processamento de notas a observar pelas instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário. No seguimento de uma decisão tomada pelo Conselho do BCE em Dezembro de 2004, todos os BCN da área do euro, à excepção de dois, transpuseram o quadro para a recirculação de notas para acordos nacionais.

As instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário beneficiarão de um período transitório até ao final de 2007 para adaptar as suas máquinas de tratamento de notas aos novos requisitos. Face às diferenças significativas ao nível das infra-estruturas nacionais de tratamento de notas, o Conselho do BCE decidiu em Dezembro de 2006 prolongar o período transitório de um ano em alguns países da área do euro. O período transitório será prolongado por dois anos para a França, expirando no final de 2009, e por três anos para a Grécia, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal, terminando no final de 2010.

Um elemento essencial do quadro para a recirculação de notas é a obrigação de verificar a autenticidade e a aptidão para circulação das notas a serem distribuídas através de caixas automáticas, utilizando máquinas operadas por profissionais que estejam em conformidade com os padrões do Eurosistema. As máquinas de depósito e as máquinas de depósito, escolha e levantamento de numerário operadas por clientes também devem estar em conformidade com alguns padrões técnicos no que se refere à verificação e posterior tratamento de notas. A maior parte dos BCN da área do euro forneceu testes aos fabricantes de máquinas. Além disso, o BCE criou uma página na Internet listando todas as máquinas que passaram o procedimento de teste comum do Eurosistema e que, deste modo, são adequadas para efeitos de recirculação de notas.

Em Julho de 2006, o Conselho do BCE optou por um regime transitório para a futura implementação do quadro para a recirculação de notas nos novos países da área do euro. Segundo este regime, os BCN dos Estados-Membros que adoptem o euro antes de 2010 deverão implementar o quadro para a recirculação de notas o mais tardar até 12 meses após a adesão à área do euro. Seguir-se-á um período transitório de um ano para as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário. Os BCN dos Estados-Membros que se juntarem à área do euro a partir de 2010 deverão implementar o

quadro para a recirculação de notas antes da participação, mas as instituições de crédito e outros profissionais que operam com numerário beneficiarão ainda de um período transitório de um ano para se adaptarem ao equipamento.

Ao adaptarem 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.

criação de um 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) 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. O Eurosistema espera que o programa de inventário de custódia alargado facilite a distribuição internacional de notas de euro e melhore o acompanhamento da sua circulação fora da área do euro. Uma vez que se calcula que entre 10% e 20% do valor total das notas de euro em circulação se encontra fora da área do euro, o Eurosistema considera útil obter mais informações sobre estas notas. No seguimento de um leilão aberto, dois grandes bancos comerciais activos no mercado por grosso de notas foram seleccionados para operar um ECI cada; um ECI será estabelecido em Hong Kong e o outro em Singapura. O Deutsche Bundesbank será a contraparte logística e administrativa dos bancos ECI. Ambos os ECI se tornarão operacionais durante o primeiro semestre de 2007. O programa piloto de inventário de

custódia alargado será utilizado para avaliar o funcionamento dos ECI, o seu contributo para a informação sobre as notas de euro em circulação fora da área do euro e o seu impacto sobre o mercado por grosso de notas. Com base neste programa piloto, em 2008, o Conselho do BCE decidirá se o programa de inventário de custódia alargado continuará.

DIÁLOGO COM O CONSELHO EUROPEU DE PAGAMENTOS E OUTROS PARTICIPANTES NO CICLO DO NUMERÁRIO

A informação sobre os requisitos de utilização de diferentes participantes – sendo o sector bancário a principal contraparte dos BCN – é importante para o bom funcionamento do ciclo do numerário do euro e a prestação, pelo Eurosistema, de serviços relacionados com numerário adequados. Questões específicas relacionadas com numerário, como, por exemplo, reduções de custos globais, são discutidas com participantes europeus em vários fóruns, tais como o Grupo de Utilizadores de Numerário do Euro e o Grupo de Trabalho de Moeda do Conselho Europeu de Pagamentos.

A organização da cadeia de oferta de numerário difere de país para país, devido às diferentes conjunturas nacionais (por exemplo, a estrutura do banco central e dos sistemas de bancos comerciais, o regime jurídico, o comportamento do público em geral em termos de pagamentos, a infra-estrutura de trânsito de numerário, e considerações geográficas). Consequentemente, um modelo único para a oferta de numerário na área do euro não é desejável. Porém, em Setembro de 2006, o Conselho do BCE decidiu que se deveria estabelecer um calendário e um plano com o objectivo de obter uma maior convergência em termos de serviços dos BCN relacionados com numerário no médio prazo.

ACORDOS DE PRODUÇÃO

Em 2006, foi produzido um total de 7.0 mil milhões de notas de euro, o que compara com 3.63 mil milhões em 2005. O menor volume de produção em 2005 ficou a dever-se em larga medida à utilização de excedentes de notas

Quadro 14 Distribuição da produção de notas de euro em 2006

Denominação	Quantidade (milhões de notas)	BCN responsáveis pela produção
€5	1 080,0	ES, FR, IE, AT, FI
€10	1 780,0	DE, GR, FR, NL
€20	1 940,0	DE, ES, FR, IT, PT
€50	1 920,0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	280,0	IT, LU, AT
€200	-	-
€500	-	-
Total	7 000,00	

Fonte: BCE.

acumulados desde 2002, dado que a incerteza em torno da introdução do euro justificou elevados volumes de produção para o montante inicial a ser fornecido.

A subida do crescimento da produção em 2006 reflectiu os seguintes factores: i) um aumento da circulação, ii) um maior número de notas impróprias para circulação, iii) a redução dos níveis das reservas nos BCN e iv) a decisão de produzir em 2006 uma percentagem das futuras necessidades de 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 14).

A SEGUNDA SÉRIE DE NOTAS DE EURO

Em 2006, após uma fase preparatória durante a qual foram estabelecidos os requisitos para a nova série de notas e foi elaborado um inventário de possíveis melhorias técnicas, o Conselho do BCE aprovou o plano de projecto global para o desenvolvimento da nova série e o início da fase de validação industrial. Esta fase envolve testes a diferentes elementos de segurança de modo a avaliar o seu desempenho e identificar potenciais problemas numa conjuntura de produção em larga escala. A maior parte das actividades de validação industrial são levadas a cabo por fábricas de

papel e fábricas de notas autorizadas pelo BCE para a produção da actual série. Com base nos resultados da fase de validação industrial, as especificações gerais para a nova série de notas serão definidas e o trabalho no domínio do desenho de notas arrancará.

O desenho das novas notas terá por base o tema “épocas e estilos” da primeira série, e vários elementos de desenho dessa série serão utilizados no novo desenho. Foi escolhido um desenhador para a reformulação do desenho da actual série.

A primeira nota da nova série deverá ser emitida dentro de alguns anos. No entanto, o calendário e a sequência precisos da emissão dependerão dos progressos alcançados no desenvolvimento de novos elementos de segurança e da situação das contrafacções. As diferentes denominações da nova série serão lançadas ao longo de um período de vários anos.

4 ESTATÍSTICAS

O BCE, coadjuvado pelos BCN, desenvolve, recolhe e publica um amplo conjunto de estatísticas que apoiam a política monetária da área do euro e diversas atribuições do SEBC, sendo também utilizadas pelos mercados financeiros e pelo público em geral. Em 2006, tal como em anos anteriores, a disponibilização de estatísticas – incluindo as relacionadas com os preparativos para o alargamento da área do euro e da UE em 2007 – decorreu de forma regular. Um marco importante na estratégia de médio prazo do BCE em termos de estatísticas foi alcançado no final de Maio, com a primeira publicação conjunta pelo BCE/Eurostat de um conjunto de contas anuais integradas financeiras e não financeiras para os sectores institucionais da área do euro. A publicação de estatísticas da área do euro foi também substancialmente melhorada, após o lançamento do novo serviço de divulgação de estatísticas *online* do BCE, o *Statistical Data Warehouse*. Além disso, o BCE, em estreita colaboração com o Comité de Estatísticas do SEBC, 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

No final de Maio de 2006, o BCE e o Eurostat publicaram conjuntamente, pela primeira vez, um conjunto de contas anuais integradas dos sectores financeiro e não financeiro da área do euro para os anos de 1999 a 2004. Estas contas da área do euro podem ser consideradas “contas nacionais” para a área do euro. Nomeadamente, permitem 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. Estas contas anuais prepararam o caminho para a publicação de um sistema completo de contas sectoriais trimestrais integradas para a área do euro até meados de 2007. Tais estatísticas estão em fase

de preparação pelo Eurosistema, juntamente com o Eurostat e com os institutos nacionais de estatística (INE).

Em Setembro de 2006, o BCE publicou no seu *site* as primeiras estatísticas mensais de saldos de Instrumentos de Dívida de Curto Prazo Europeus (*Short-Term European Paper* (STEP)). Ao longo de 2007, estas deverão ser complementadas com estatísticas diárias de volumes e taxas de rendibilidade (ver Secção 3 do Capítulo 4).

O quadro legal para a recolha de estatísticas monetárias foi aperfeiçoado com um novo Regulamento aplicável às instituições de contas postais que recebem depósitos e que fazem parte do sector das sociedades não financeiras. O Conselho do BCE introduziu também alguns aperfeiçoamentos nas Orientações do BCE relativas às contas financeiras trimestrais e às estatísticas das finanças públicas. Na sequência da prática estabelecida de complementar os actos jurídicos do BCE com guias de compilação práticos, o BCE publicou também um “Guia das Estatísticas das Finanças Públicas”.

Estão em curso trabalhos em diversos domínios com o objectivo de continuar a melhorar as estatísticas da área do euro nos próximos anos. Em particular, o Eurosistema continuou a desenvolver em 2006 um quadro para a recolha de estatísticas harmonizadas relativas às instituições financeiras não monetárias que são importantes intervenientes nos mercados financeiros, tais como os fundos de investimento e as sociedades de titularização. Foram alcançados progressos significativos a este respeito, estando actualmente em preparação um regulamento do BCE relativo aos requisitos de reporte estatístico para os fundos de investimento. Além disso, o Eurosistema avalia a necessidade e 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, bem como a evolução financeira e económica. As estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro foram integradas num único quadro, onde a evolução em termos de posições em fim de período é descrita não só através das transacções, mas também através de variações na valorização resultantes de variações de preços e cambiais e de outros ajustamentos.

Na compilação das estatísticas da área do euro exigidas pelos utilizadores internos e externos, o SEBC cuida em reduzir ao mínimo o esforço de prestação de informação. Neste contexto, o SEBC prosseguiu em 2006 os trabalhos relativos ao desenvolvimento de uma base de dados de títulos centralizada, cujos efeitos se deverão tornar visíveis nos próximos anos. Trata-se de um projecto estatístico ao nível do SEBC, com intervenientes quer do BCE quer dos BCN, que consiste numa base de dados única com informação de referência sobre todos os títulos individuais da área do euro relevantes para os efeitos estatísticos do SEBC. Deverá ser utilizada como um instrumento para a recolha e aperfeiçoamento da qualidade de uma vasta gama de estatísticas financeiras do SEBC.

Em Janeiro de 2007, o BCE publicou pela primeira vez indicadores de competitividade harmonizados para os países da área do euro, com base em índices de preços no consumidor. Estes indicadores foram construídos a partir da mesma metodologia e fontes de dados utilizadas para a taxa de câmbio efectiva real do euro.

Por último, foram incluídas no Boletim Mensal do BCE estatísticas do *stock* de capital da área do euro e da riqueza em habitação das famílias da área do euro.

4.2 OUTROS DESENVOLVIMENTOS ESTATÍSTICOS

Em Setembro de 2006, o BCE lançou no seu *site* um sistema de divulgação de dados para as estatísticas do SEBC mais abrangente e de mais

fácil utilização, o *Statistical Data Warehouse*²⁰. Este sistema é constituído por interfaces de fácil utilização que permitem ao utilizador encontrar, visualizar e descarregar rapidamente dados da área do euro, incluindo desagregações nacionais em alguns casos. Além disso, encontram-se agora disponíveis nos *sites* do BCE e dos BCN quadros adicionais de estatísticas da área do euro, juntamente com os correspondentes dados nacionais. Um exemplo destes consiste em quadros de taxas de juro harmonizadas das IFM referentes a depósitos recebidos e empréstimos concedidos a famílias e sociedades não financeiras.

Desde Novembro de 2006 que os utilizadores de estatísticas da área do euro têm tido também acesso a uma descrição mais abrangente de informação e metainformação sobre o *Dissemination Standards Bulletin Board* (Padrão Especial de Divulgação de Dados) do FMI²¹. As descrições das estatísticas da área do euro foram preparadas pelo BCE e pelo Eurostat, com o apoio do FMI. A página da área do euro no *Dissemination Standards Bulletin Board* proporciona também acesso antecipado ao calendário de divulgação e a estatísticas da área do euro para diversas categorias de dados.

Tal como em anos anteriores, o BCE divulgou várias publicações sobre estatísticas, tais como “Estatísticas do BCE: apresentação geral”; os resultados da terceira conferência do BCE sobre estatísticas (“*Financial statistics for a global economy*” (“Estatísticas financeiras para uma economia global”), 4 e 5 de Maio de 2006); e “*Differences in MFI interest rates across euro area countries*” (“Diferenças nas taxas de juro das IFM entre os países da área do euro”). Um documento de trabalho ocasional do BCE intitulado “*Revision analysis for general economic statistics*” (“Análise de revisão na área das estatísticas económicas gerais”) proporcionou uma avaliação detalhada da fiabilidade das principais estatísticas macroeconómicas da área do euro.

20 <http://sdw.ecb.int/>

21 <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

Outras publicações do BCE foram aperfeiçoadas com informação estatística mais abrangente, tais como o anexo estatístico à publicação *“Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries”* (“Sistemas de Pagamentos e de Liquidação de Títulos na União Europeia e nos países aderentes”) (conhecido como Livro Azul). Na sequência de uma análise mais completa dos dados recolhidos, foram introduzidos melhoramentos na definição e recolha de dados relativos a pagamentos e títulos, que deram também origem a uma melhoria de vários meses em termos da actualidade da publicação. O leque de indicadores de integração financeira incluído no relatório semestral do BCE intitulado *“Indicators of financial integration in the euro area”* (“Indicadores sobre integração financeira na área do euro”) foi também alargado (ver Secção 3 do Capítulo 4).

Em Fevereiro de 2007, o BCE publicou o terceiro relatório de qualidade anual relativo às estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional da área do euro. O relatório inclui avaliações qualitativas e indicadores quantitativos que podem ajudar os utilizadores na análise destas estatísticas²².

O BCE continuou a cooperar estreitamente com o Eurostat e outras organizações internacionais e esteve activamente envolvido na actualização em curso dos padrões estatísticos globais (o Sistema de Contas Nacionais (SCN 93) e o Manual da Balança de Pagamentos do FMI), bem como nas revisões do *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (Definição da referência do investimento directo estrangeiro) da OCDE e da nomenclatura ISIC²³. Também apoiou e implementou diversos padrões técnicos globais para a troca de dados²⁴.

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 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. 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. O BCE acolhe com agrado as iniciativas desenvolvidas pela Comissão Europeia no que se refere à adopção de um Código de Prática para o Eurostat e os INE. A adesão a este código deverá reforçar a independência, integridade e responsabilização destas instituições, o que é crucial para a produção de estatísticas fiáveis e de elevada qualidade na UE.

22 http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2007en.pdf

23 Classificação tipo por sectores de todas as actividades económicas.

24 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.

5 ESTUDOS ECONÓMICOS

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

5.1 PRIORIDADES DOS ESTUDOS

No BCE, os estudos económicos são conduzidos sobretudo pela Direcção-Geral de Estudos Económicos, mas também por outras áreas de trabalho, em particular a Direcção-Geral de Economia. Um *Research Coordination Committee* (RCC) – Comité de Coordenação dos Estudos Económicos – coordena estes estudos, estabelecendo prioridades e juntando as áreas de trabalho envolvidas nos estudos económicos, tanto as que usam como as que produzem. Após um novo mandato acordado em 2006, o RCC adopta um Relatório de Prioridades de estudo anual prospectivo e um Relatório Anual retrospectivo das actividades de investigação em todo o BCE, sendo ambos aprovados pela Comissão Executiva. O Relatório de Prioridades sublinha as lacunas actuais de conhecimento em cada área de prioridade, define resultados e estabelece a divisão do trabalho entre as diferentes áreas de trabalho. O Relatório Anual acompanha os resultados dos estudos quer em termos da qualidade académica, quer da relevância de política, medindo os resultados em relação aos que haviam sido definidos no Relatório de Prioridades prévio.

A agenda dos estudos de 2006 englobou as seis seguintes áreas principais: previsões e desenvolvimento de modelos; análise da política monetária; o mecanismo de transmissão da política monetária; estabilidade financeira; eficiência do sistema financeiro europeu;

questões internacionais. De seguida, apresenta-se uma breve discussão de algumas destas áreas de prioridade.

No que respeita às previsões e ao desenvolvimento de modelos, foram prosseguidas em 2006 duas linhas de investigação. Primeiro, o novo modelo para o conjunto da área, um modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico de características inovadoras para a área do euro, foi mais desenvolvido e em breve o seu desempenho em termos de previsões será testado pela primeira vez. Segundo, foram implementados com êxito modelos de factores dinâmicos para a produção de previsões a curto prazo (trimestre actual e seguinte) para o PIB. Uma avaliação em tempo quase real do desempenho das previsões dos modelos demonstrou que estes apresentam um comportamento muito favorável em comparação com abordagens mais tradicionais.

Dado o papel proeminente da análise monetária na estratégia de política monetária do BCE, o desenvolvimento de modelos e ferramentas utilizados para extrair o conteúdo informativo dos agregados monetários foi rigorosamente analisado. Os resultados deste estudo e de outros relacionados foram discutidos em Novembro de 2006 na Quarta Conferência do BCE sobre Banca Central, dedicada ao “Papel da moeda: moeda e política monetária no século XXI” (*“The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century”*). Será divulgada no Verão de 2007 uma publicação contendo os documentos apresentados e uma síntese das discussões da conferência.

No seguimento de um pedido dos responsáveis pelos estudos dos bancos centrais do Eurosistema, o Conselho do BCE aprovou em Fevereiro de 2006 a criação de uma rede de investigação sobre dinâmica salarial. Esta rede, que tem um horizonte de dois anos, conta com a participação de investigadores de 20 BCN da UE. O trabalho da rede é organizado em quatro linhas de investigação. A primeira explora a caracterização empírica da dinâmica agregada, sectorial e por país dos custos salariais e outros

custos do trabalho (não salariais) na área do euro, bem como a análise estrutural dos respectivos determinantes e a sua interacção com a dinâmica da inflação. A segunda linha envolve a utilização de microdados sobre salários e pretende determinar a natureza e magnitude da possível rigidez dos salários e do mercado de trabalho nos vários países e sectores na área do euro, bem como a ligação entre a fixação de salários e de preços a nível das empresas. A terceira linha de estudo explora o lançamento de um inquérito *ad hoc* sobre salários, outros custos do trabalho e o comportamento de fixação de preços a nível das empresas. A quarta área de estudo centra-se numa análise fundamental que combina os resultados das outras áreas de trabalho da rede, com a intenção de retirar as implicações de política para a área do euro. Os resultados de todas as linhas de estudo deverão ser comunicados aos órgãos de decisão do BCE até meados de 2008.

A pedido da Presidência finlandesa da UE, o BCE contribuiu com um documento para uma discussão na reunião informal do ECOFIN em Helsínquia, nos dias 28 e 29 de Setembro de 2006. O documento, intitulado “*The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe*” (“O papel dos mercados financeiros e da inovação para a produtividade e o crescimento na Europa”), reconheceu o progresso significativo a nível da integração financeira europeia e os seus efeitos benéficos para a produtividade e o crescimento económico. Sugeriu também, contudo, que as políticas que prossigam a integração financeira podem ser utilmente complementadas por políticas que promovam a modernização do sistema financeiro, ou seja, melhorando o enquadramento geral dos mercados financeiros. Esta modernização implicaria promover inovações financeiras e melhorias institucionais e organizativas para o reforço da eficiência do sistema financeiro, por exemplo, com a reafectação de capital aos sectores com as melhores perspectivas de crescimento. De acordo com este trabalho, o enquadramento na Europa poderia ser melhorado, por exemplo, no



que diz respeito a aspectos específicos da governação das empresas, à eficiência de alguns sistemas jurídicos na resolução de conflitos financeiros e às características estruturais de alguns sectores bancários europeus, incluindo as tendências de concentração nos mercados a retalho locais e o peso dos bancos públicos. O documento também apoiou o trabalho de acompanhamento do financiamento com capital de risco e as tendências no sentido da titularização.

Como parte da segunda etapa da *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe* (Rede de Investigação sobre Mercados de Capitais e Integração Financeira na Europa) gerida pelo BCE e pelo *Center for Financial Studies* (CFS) – Centro de Estudos Financeiros –, foram realizadas duas conferências em 2006. A sétima conferência sobre a modernização do sistema financeiro e o crescimento económico na Europa, realizada no Deutsche Bundesbank, teve lugar em Berlim, em Setembro. Uma das conclusões desta conferência foi que as economias com maiores mercados de capitais eram mais reactivas, adaptando-se mais facilmente às inovações tecnológicas. Este efeito relacionado com a dimensão dos mercados de capitais continua relevante mesmo tendo em conta a percentagem da participação de bancos públicos e a eficiência do sistema jurídico. Além disso, uma legislação inadequada no domínio dos valores mobiliários afecta o desenvolvimento e a liquidez dos mercados accionistas. A oitava conferência da rede abordou a integração e estabilidade financeiras na Europa, tendo sido organizada pelo Banco de España, em Madrid, no final de Novembro. Uma conclusão a reter desta conferência foi que a correlação entre os riscos dos bancos a nível individual na Europa terá aumentado recentemente, em particular no que se refere aos grandes bancos. Além disso, para os países industriais, encontrou-se alguma

evidência de que as fusões bancárias transfronteiras, por oposição às fusões internas, podem aumentar o nível de risco dos bancos incorporantes. Contudo, ao mesmo tempo, as estimativas disponíveis sugeriram que uma maior concorrência entre bancos poderá efectivamente aumentar a estabilidade financeira.

Em Fevereiro de 2006, o Conselho do BCE, no seguimento de uma proposta dos responsáveis pelos estudos dos bancos centrais do Eurosistema, autorizou a criação de um grupo de trabalho para explorar a necessidade e exequibilidade da recolha de dados de inquéritos sobre financiamento e consumo das famílias. Em Dezembro, o grupo de trabalho apresentou um relatório ao Conselho do BCE a explicar a utilidade deste tipo de dados de inquérito para a análise e formulação de política das principais funções de política do Eurosistema, nomeadamente política monetária, estabilidade financeira e sistemas de pagamento. O inquérito daria novas perspectivas, nomeadamente quanto à vulnerabilidade do sector das famílias aos preços dos activos, à propensão para o consumo a partir da riqueza, aos efeitos da integração e inovação financeira e ao impacto do envelhecimento e das pensões de reforma nos padrões de poupança e consumo das famílias. Os inquéritos sobre o financiamento e consumo das famílias são já conduzidos em alguns países da área do euro, mas actualmente ainda não existem dados comparáveis para a área do euro no seu conjunto. O Conselho do BCE decidiu estabelecer uma rede para preparar uma proposta completa relativamente ao inquérito, incluindo uma especificação na íntegra do questionário a ser utilizado, bem como as modalidades para a sua implementação. Esta proposta constituirá a base de uma análise final de custos/benefícios que permitirá ao Conselho do BCE determinar se o inquérito será realizado.

5.2 PUBLICAÇÕES E CONFERÊNCIAS

A maior parte dos resultados das actividades de investigação realizadas no BCE, ou em cooperação com os seus especialistas, é apresentada na série de Documentos de Trabalho do BCE e, menos, na série de Documentos Ocasionais do BCE, bem como em diversas conferências e encontros de trabalho. Em 2006, foram publicados 137 Documentos de Trabalho do BCE. Destes, 87 contaram com o envolvimento dos especialistas do BCE, enquanto 50 foram preparados por autores não pertencentes ao pessoal do BCE, no contexto dos programas de investigadores convidados, das redes de investigação do Eurosistema ou das conferências organizadas pelo BCE. As cópias impressas de cada Documento de Trabalho são produzidas e distribuídas sobretudo por bibliotecas e instituições, mas o principal canal de divulgação da série é o *site* do BCE, com cerca de 280000 Documentos de Trabalho descarregados por mês em 2006.

Para além destas medidas respeitantes à procura de Documentos de Trabalho, a qualidade da série também pode ser avaliada de outras formas. Os Documentos de Trabalho têm como objectivo estimular a discussão sobre os resultados da investigação antes da publicação final em revistas ou livros. A publicação final de um documento é, no entanto, um indicador importante da sua qualidade académica. Dos Documentos de Trabalho divulgados no período de 1999 a 2002, aproximadamente 50% foram publicados numa revista académica de referência e 13% em livros editados. O impacto da série de Documentos de Trabalho pode também ser aferido pelo número de referências a estes documentos noutros trabalhos. De acordo com estatísticas baseadas na base de dados de Documentos de Estudos Económicos, cada Documento de Trabalho do BCE é citado, em média, 3.4 vezes em publicações académicas.

Desde Novembro de 2004, a Direcção-Geral de Estudos Económicos do BCE tem produzido um *Research Bulletin* (Boletim de Estudos),

disponibilizado ao público desde a quinta edição em Dezembro de 2006. O objectivo deste Boletim de 12 páginas é informar uma vasta audiência de especialistas e não especialistas acerca dos estudos realizados por especialistas do BCE, ou em cooperação com os mesmos, abordando tópicos de relevância para os bancos centrais. Embora a série de Documentos de Trabalho seja dirigida sobretudo a especialistas, os artigos no *Research Bulletin*, que reflectem as opiniões dos autores, têm como objectivo comunicar os resultados de estudos de ponta num formato conciso e acessível.

Para além das publicações e eventos acima mencionados, o BCE interagiu com a comunidade académica ao longo do ano organizando uma série de conferências de investigação e encontros de trabalho, tal como um colóquio realizado em Março em honra do então membro da Comissão Executiva Otmar Issing sobre *“Monetary policy: a journey from theory to practice”* (“Política monetária: uma viagem da teoria à prática”); uma conferência sobre *“Issues related to central counterparty clearing”* (“Questões relacionadas com compensação pela contraparte central”) em Abril; um encontro de trabalho sobre *“Corporate finance and monetary policy”* (“Finanças das empresas e política monetária”) em Maio; uma conferência sobre *“Financial globalisation and integration”* (“Globalização e integração financeiras”) em Julho; o sétimo encontro de trabalho da *Euro Area Business Cycle Network* (Rede sobre o Ciclo Económico da Área do Euro) sobre *“Estimation and empirical validation of structural models for business cycle analysis”* (“Estimação e validação empírica de modelos estruturais para a análise do ciclo económico”) em Agosto; uma conferência sobre *“Monetary policy, asset markets and learning”* (“Política monetária, mercados de activos e aprendizagem”) em Novembro; a quarta conferência do *international research forum on monetary policy* (“fórum de investigação internacional sobre política monetária”) em Dezembro; e o encontro de

trabalho conjunto sobre o mercado de trabalho com o *Centre for Economic Policy Research* (Centro de Estudos de Política Económica) sobre *“Wage and labour cost dynamics”* (“Dinâmica salarial e dos custos de trabalho”), também em Dezembro.

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

Em 2006, o Conselho do BCE identificou dois casos de não cumprimento das referidas disposições do Tratado e dos regulamentos do Conselho associados. O Banca d'Italia e o Deutsche Bundesbank reportaram aquisições no mercado primário de instrumentos de dívida emitidos pelo Banco Europeu de Investimento (BEI). Em 10 de Janeiro de 2006, o Banca d'Italia adquiriu obrigações denominadas em

dólares dos EUA emitidas pelo BEI, no montante de USD 50 milhões, para efeitos de gestão dos activos de reserva externa. Enquanto parte das operações de teste realizadas com o objectivo de adquirir experiência operacional com instrumentos de dívida emitidos por instituições supranacionais, o Deutsche Bundesbank realizou três transacções no mercado primário (em 9 de Janeiro de 2006 no montante de USD 50 milhões, em 20 de Abril de 2006 no montante de USD 15 milhões e em 16 de Maio de 2006 no montante de USD 10 milhões), adquirindo obrigações denominadas em dólares dos EUA emitidas pelo BEI no montante de USD 75 milhões. Dado que o BEI é um organismo comunitário, as aquisições em questão constituem um incumprimento da proibição de financiamento monetário, de acordo com o artigo 101.º do Tratado e o Regulamento (CE) n.º 3603/93 do Conselho. No caso do Banca d'Italia, os instrumentos de dívida emitidos pelo BEI adquiridos no mercado primário foram vendidos em 8 de Março de 2006. O Deutsche Bundesbank vendeu, em 6 de Setembro de 2006, os instrumentos de dívida emitidos pelo BEI adquiridos no mercado primário. Além disso, ambos os BCN tomaram medidas imediatas no sentido de evitar a ocorrência de eventos deste tipo no futuro.

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 atribuições²⁵. Todos os pareceres do BCE são publicados no seu *site*.

O BCE adoptou 62 pareceres em 2006: 10 em resposta a consultas pelo Conselho da UE e 52 em resposta a consultas por autoridades nacionais. Tal compara com 61 consultas em 2005. O presente Relatório Anual inclui, em anexo, uma lista dos pareceres adoptados em 2006.

²⁵ 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).

Na sequência de uma decisão dos órgãos de decisão do BCE em 2005, o formato e estrutura dos pareceres do BCE relativos a propostas de legislação comunitária têm sido simplificados de forma a facilitar a sua utilização e melhorar a sua eficácia.

São de realçar os cinco pareceres do BCE que se seguem relativos a propostas de legislação comunitária.

Após a revogação da derrogação da Eslovénia, nos termos do procedimento estabelecido no n.º 2 do Artigo 122.º do Tratado, o BCE foi consultado sobre uma proposta de Regulamento do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 974/98 relativo à introdução do euro e sobre uma proposta de Regulamento do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98 relativo às taxas de conversão entre o euro e as moedas dos Estados-Membros que adoptam o euro²⁶.

No parecer sobre uma proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos serviços de pagamento no mercado interno e que altera as Directivas 97/7/CE, 2000/12/CE e 2002/65/CE²⁷, o BCE acolheu favoravelmente esta iniciativa para estabelecer um quadro legal mais abrangente para os serviços de pagamento na UE, facilitar a criação de uma Área Única de Pagamentos em Euros (“*Single Euro Payments Area*”) e conduzir à harmonização das regras de acesso ao mercado dos serviços de pagamento. Ao mesmo tempo, o BCE sublinhou alguns pontos que requeriam mais atenção, tais como a recepção e detenção pelas instituições que procedem aos pagamentos de fundos com características económicas e legais idênticas às de depósitos ou moeda electrónica, algumas deficiências no regime regulamentar e de supervisão previsto, a necessidade de melhor protecção dos fundos de utilizadores dos serviços de pagamento, a ausência de requisitos de capital e determinadas ambiguidades na lista de actividades autorizadas.

O BCE foi também consultado e formulou um parecer²⁸ sobre uma proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a

Directiva 92/49/CEE²⁹ do Conselho e as Directivas 2002/83/CE³⁰, 2004/39/CE³¹, 2005/68/CE³² e 2006/48/CE³³ no que se refere a normas processuais e critérios para a avaliação prudencial das aquisições e dos aumentos de participações em entidades do sector financeiro³⁴ (ver Secção 2.2 do Capítulo 4).

O BCE emitiu por sua iniciativa um parecer³⁵ sobre uma proposta de directiva da Comissão que adopta a Directiva do Conselho 85/611/CEE que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM)³⁶, no que diz

26 CON/2006/36. O BCE foi também consultado pelas autoridades da Eslovénia, Estónia, Chipre e Malta sobre a legislação nacional destinada a facilitar a futura introdução do euro nestes Estados-Membros (ver CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 e CON/2006/43).

27 CON/2006/21.

28 CON/2006/60, de 18 de Dezembro de 2006 (JO C 27, 7.2.2007, p. 1).

29 Directiva 92/49/CEE do Conselho, de 18 de Junho de 1992, relativa à coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes ao seguro directo não vida e que altera as Directivas 73/239/CEE e 88/357/CEE (Terceira Directiva sobre o Seguro Não Vida) (JO L 228, 11.8.1992, p. 1), com a última redacção que lhe foi dada pela Directiva 2005/68/CE (JO L 323, 9.12.2005, p. 1).

30 Directiva 2002/83/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Novembro de 2002, relativa aos seguros de vida (JO L 345, 19.12.2002, p. 1), com a última redacção que lhe foi dada pela Directiva 2005/68/CE (JO L 323, 9.12.2005, p. 1).

31 Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho (JO L 145, 30.4.2004, p. 1), com a última redacção que lhe foi dada pela Directiva 2006/31/CE (JO L 114, 27.4.2006, p. 60).

32 Directiva 2005/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Novembro de 2005, relativa ao resseguro e que altera as Directivas 73/239/CEE e 92/49/CEE do Conselho, assim como as Directivas 98/78/CE e 2002/83/CE (JO L 323, 9.12.2005, p. 1).

33 Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício (reformulação) (JO L 177, 30.6.2006, p. 1).

34 COM(2006) 507 final.

35 CON/2006/57 de 12 de Dezembro de 2006 (JO C 31, 13.2.2007, p. 1).

36 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) (JO L 375, 31.12.1985, p. 3), com a última redacção que lhe foi dada pela Directiva 2005/1/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (JO L 79, 24.3.2005, p. 3).

respeito à clarificação de algumas definições³⁷. Este foi o primeiro parecer emitido pelo BCE sobre projectos de medidas de execução adoptado com base em procedimentos de comitologia. O BCE deu aconselhamento relativamente às disposições sobre a elegibilidade dos instrumentos do mercado monetário para efeitos de investimento de OICVM, sugerindo em particular que deveriam ser aplicados os mesmos requisitos de divulgação e informação às instituições financeiras regulamentadas e às empresas emittentes de instrumentos do mercado monetário, a fim de promover a transparência e a harmonização no mercado europeu de instrumentos do mercado monetário.

Por último, em 15 de Fevereiro de 2007, o BCE formulou um parecer³⁸ sobre uma proposta de alteração de oito directivas do sector financeiro, com o objectivo de introduzir um novo “procedimento regulamentar com escrutínio” nos procedimentos de comitologia dessas directivas e revogar as disposições que estabelecem um prazo limite para a delegação das competências de execução atribuídas à Comissão. No seu parecer, o BCE sublinha o facto de os actos de execução do nível 2 no âmbito do quadro Lamfalussy constituírem “propostas de legislação comunitária” com o significado previsto no n.º 4 do artigo 105.º do Tratado, sobre os quais o BCE deverá ser consultado³⁹.

O BCE continuou a ser consultado por autoridades nacionais sobre questões relacionadas com os BCN, em particular sobre alterações aos estatutos dos BCN da Bélgica, República Checa, França, Itália, Chipre, Letónia, Luxemburgo, Hungria, Malta, Países Baixos, Polónia e Eslovénia⁴⁰, bem como sobre legislação nacional que facilite a futura introdução do euro⁴¹. O BCE foi consultado pela Letónia sobre um projecto de lei que altera a Constituição da Letónia no sentido de confirmar o estatuto do Latvijas Banka na Constituição. O BCE acolheu favoravelmente o projecto de lei e salientou a importância de assegurar que as alterações propostas não

dessem origem a outras alterações do estatuto e das funções do Latvijas Banka, mas que apenas confirmassem a sua posição na hierarquia de diferentes instituições a nível constitucional. O BCE foi também consultado pela Finlândia sobre uma reforma da Lei relativa aos poderes de emergência⁴². Tal como em pareceres anteriores sobre questões relacionadas com poderes de emergência⁴³, o BCE recomendou a alteração do projecto de lei de forma a que os poderes que são da exclusiva competência do SEBC não possam ser exercidos pelas autoridades nacionais na ausência de uma das situações de emergência previstas no artigo 297.º do Tratado.

Na área da política monetária, o BCE foi consultado sobre o regime de reservas mínimas pela Estónia, Letónia e Eslovénia⁴⁴. Nos seus pareceres, o BCE sublinhou os benefícios de se atingir gradualmente a compatibilidade com o sistema de reservas mínimas do BCE. Neste contexto, o BCE referiu que, após a introdução do euro, as cooperativas de crédito na Letónia ficariam sujeitas às reservas mínimas do BCE. O BCE foi também consultado por autoridades nacionais sobre questões relacionadas com a introdução de uma lista única de activos de garantia, em particular sobre alterações aos estatutos do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique⁴⁵.

Em termos de supervisão financeira, o BCE emitiu o seu primeiro parecer por iniciativa própria sobre propostas de legislação nacional, relacionado com a ausência de consulta ao BCE

37 Documento de Trabalho da Comissão ESC/43/2006.

38 CON/2007/4, JO C 39, 23.2.2007, p.1.

39 CON/2007/4, JO C 39, 23.2.2007, p.1.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 e CON/2006/58.

41 Em particular, o BCE foi consultado pelas autoridades da Eslovénia, Estónia, Chipre e Malta sobre legislação nacional que facilite a futura introdução do euro nesses Estados-Membros (ver CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/28, CON/2006/29, COM/2006/33 e CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 e CON/2006/41.

45 CON/2006/40.

por parte do Ministério das Finanças holandês no que se refere à segunda parte de um projecto de lei que introduz um modelo de supervisão funcional⁴⁶. O BCE emitiu também um parecer sobre um projecto de lei polaco que estabelece um novo quadro institucional para a supervisão da banca, dos mercados de capitais, das sociedades de seguros e dos fundos de pensões na Polónia⁴⁷. De acordo com anteriores pareceres do BCE sobre as reformas da supervisão bancária e financeira, o parecer favoreceu o envolvimento dos bancos centrais na supervisão prudencial, avaliou positivamente o modelo de supervisão existente e salientou a necessidade de manter a competência bancária e financeira ao abrigo do novo quadro de supervisão. Num parecer posterior, o BCE recomendou que fosse expressamente atribuída ao Narodowy Bank Polski a superintendência dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos, justificando que tal função de superintendência é inerente à atribuição dos bancos centrais de promover uma infra-estrutura de mercado sólida, a fim de salvaguardar a eficácia da política monetária e a estabilidade geral do sistema financeiro⁴⁸.

enquadramento adoptado em Janeiro de 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, por 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, assegurando o bom funcionamento do enquadramento. O número de clientes que estabeleceram uma relação negocial com um dos bancos centrais do Eurosistema em 2006 manteve-se estável em comparação com 2005. Quanto aos próprios serviços, as disponibilidades de tesouraria totais e/ou detenções de títulos de clientes registaram um ligeiro aumento.

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 2006, o BCE não realizou quaisquer atribuições administrativas desta natureza. Não existia qualquer saldo por liquidar no final de 2005 e não se iniciaram novas operações durante 2006.

6.4 SERVIÇOS DE GESTÃO DE RESERVAS DO EUROSISTEMA

Em 2006, continuou a ser oferecido um conjunto abrangente de serviços, ao abrigo de um

46 CON/2006/20.

47 CON/2006/15.

48 CON/2006/53.



CAPÍTULO 3

ENTRADA DA ESLOVÉNIA NA ÁREA DO EURO

I EVOLUÇÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA NA ESLOVÉNIA

Em 11 de Julho de 2006, o Conselho ECOFIN adoptou uma decisão que permitiu à Eslovénia aderir à área do euro e adoptar o euro como sua moeda a partir de 1 de Janeiro de 2007. A decisão do Conselho teve por base os relatórios de convergência publicados pelo BCE e pela Comissão Europeia em Maio de 2006, um parecer do Parlamento Europeu e uma proposta da Comissão Europeia. No mesmo dia, o Conselho ECOFIN adoptou um regulamento com a fixação da taxa de conversão irrevogável entre o tolar esloveno e o euro. A taxa de conversão foi fixada em SIT 239.640 face ao euro, a taxa central acordada em 28 de Junho de 2004, quando o tolar aderiu ao MTC II. O tolar tinha-se mantido próximo da sua taxa central face ao euro durante todo o período em que participou no MTC II, e foi transaccionado à mesma taxa no dia em que foi fixada a taxa de conversão.

Numa análise ao longo dos últimos dez anos, a Eslovénia fez progressos notáveis em termos de taxas de inflação baixas. Partindo de um valor máximo de 8.3% em 1997, a inflação dos preços no consumidor diminuiu gradualmente para se situar em 6.1% em 1999. Após uma interrupção temporária devido, nomeadamente, à introdução de um imposto sobre o valor acrescentado, a um crescimento da procura interna, a fortes aumentos salariais e a uma subida nos preços das importações, a inflação começou a diminuir de novo depois de 2000, atingindo 2.5% em 2005. Em 2006, a inflação média medida pelo IHPC manteve-se em 2.5%, apesar da volatilidade relativamente elevada decorrente dos preços do petróleo. Em termos gerais, a componente produtos industriais não energéticos atenuou a recente evolução inflacionista, enquanto as componentes serviços e produtos energéticos tiveram o impacto ascendente mais forte.

A redução da inflação deverá ser vista no contexto de um crescimento económico robusto. Ao longo da última década, o crescimento do PIB real atingiu uma média de 4.1%, situando-se acima da média para a área do euro. O crescimento do PIB real, apesar de ligeiramente

moderado entre 2001 e 2003, recuperou de novo a partir de 2004. Em 2006, a taxa de crescimento do PIB real foi de 5.2%, que compara com 4.0% em 2005 (ver Quadro 15), o que levou a progressos significativos na convergência real, com o PIB *per capita* na Eslovénia (em termos de paridade do poder de compra) a aumentar de 65% da média da área do euro em 1997, o nível mais elevado registado entre os países da Europa Central e de Leste que aderiram à UE em Maio de 2004, para 78% em 2006. No que se refere à evolução externa, a Eslovénia registou em média um défice da balança corrente e de capital de 1.6% do PIB ao longo dos últimos dez anos. Em 2006, o défice da balança corrente e de capital aumentou para 3.4%, face a 2.4% registado em 2005.

As condições no mercado de trabalho mantiveram-se praticamente estáveis ao longo da última década, com a taxa de desemprego a flutuar em torno de 6-7%. Em linha com o fortalecimento da actividade económica em 2006, o crescimento do emprego aumentou também para 0.6% (de 0.3% em 2005). Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego diminuiu para 6.0% (de 6.5% em 2005). Em resultado de ajustamentos estruturais no mercado de trabalho ao longo dos últimos anos, o emprego aumentou no sector dos serviços, mas desceu na indústria transformadora. Existe um acrescido desequilíbrio no mercado de trabalho entre a procura de trabalhadores muito qualificados e a oferta de trabalhadores pouco qualificados.

O processo de convergência foi apoiado pela política orçamental. Entre 2000 (o primeiro ano para o qual existem dados disponíveis comparáveis para o défice orçamental) e 2005, o rácio do défice em relação ao PIB caiu de 3.8% para 1.4%. Em 2006, o rácio do défice público de 1.6% estava praticamente em linha com o défice contido no programa de convergência actualizado de 2005, apesar de um crescimento mais elevado do que o previsto e de um resultado mais favorável em 2005. Estima-se que o rácio da dívida pública tenha aumentado ligeiramente para 28.5% em 2006, de 28.0% em 2005. De acordo com o programa

de estabilidade actualizado, o rácio da despesa total continuou a descer em 2006 mais de 0.5% do PIB. As despesas com as pensões, que ascenderam a 10.9% do PIB em 2005, foram bastante elevadas em comparação com outros países da UE, antevendo-se que aumentem consideravelmente até 2050, prevendo-se que o impacto orçamental a longo prazo se situe entre os mais elevados da UE.

A convergência foi também impulsionada pela política monetária. Em 2001, a Eslovénia adoptou um novo quadro de política monetária, estando o objectivo primordial da estabilidade de preços consagrado na nova Lei do Banka Slovenije. O anterior objectivo intermédio de crescimento monetário foi abandonado e foi introduzido um quadro de política monetária baseado em dois pilares, abrangendo a evolução monetária e a evolução económica real. Simultaneamente, a política monetária foi complementada com uma política cambial

orientada por considerações relacionadas com a paridade da taxa de juro não coberta. Tal levou a uma descida gradual do tolar face ao euro, o que permitiu ao Banka Slovenije manter taxas de juro suficientemente elevadas para apoiar a desinflação. Depois de 28 de Junho de 2004, data em que a Eslovénia aderiu ao MTC II, a política monetária tinha como objectivo a manutenção da estabilidade cambial face ao euro.

Ao longo de 2006, a política monetária do Banka Slovenije continuou a ser orientada no sentido de alcançar a estabilidade de preços no quadro do MTC II, mantendo simultaneamente a estabilidade cambial face ao euro. Ao mesmo tempo, o Banka Slovenije reduziu gradualmente as taxas de juro de forma a assegurar uma transição harmoniosa para a adopção do euro. Em Janeiro de 2006, a taxa de juro dos títulos a 60 dias denominados em tolares situou-se em 4.0%. Em Julho, quando o Conselho ECOFIN

Quadro 15 Principais indicadores económicos da Eslovénia

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Crescimento do PIB real	4.8	3.9	5.4	4.1	2.7	3.5	2.7	4.4	4.0	5.2
<i>Contributo para o crescimento do PIB real:</i>										
Procura interna incluindo stocks	5.0	5.2	9.0	1.4	0.8	2.4	4.9	5.3	1.9	5.5
Exportações líquidas	-0.2	-1.3	-3.6	2.7	1.8	1.1	-2.2	-0.9	2.1	-0.3
Inflação medida pelo IHPC	8.3	7.9	6.1	8.9	8.6	7.5	5.7	3.7	2.5	2.5
Remuneração por empregado	12.6	8.9	7.7	12.4	11.6	8.5	6.6	7.6	5.4	..
Custos unitários nominais do trabalho, conjunto da economia	5.3	4.6	3.6	8.9	9.2	6.5	3.5	3.6	1.6	..
Deflator das importações (bens e serviços)	5.0	1.9	1.9	13.9	6.3	2.5	2.0	4.1	5.0	4.7
Saldo conjunto das balanças corrente e de capital (% do PIB)	0.3	-0.6	-3.3	-2.7	0.2	0.4	-1.4	-3.1	-2.4	-3.4
Total do emprego	-1.9	-0.2	1.4	0.8	0.5	1.5	-0.4	0.5	0.3	0.6
Taxa de desemprego (% da população activa) ¹⁾	6.9	7.4	7.3	6.7	6.2	6.3	6.7	6.3	6.5	6.0
Excedente (+)/défice (-) das administrações públicas (% do PIB)	..	..	-3.1	-3.8	-4.1	-2.5	-2.8	-2.3	-1.4	-1.6
Dívida bruta das administrações públicas (% do PIB)	21.4	22.1	24.6	27.6	27.6	29.1	28.5	28.7	28.0	28.5
Taxa de juro a três meses (% por ano) ²⁾	8.0	6.8	4.7	4.0	3.6
Taxa de rendibilidade a longo prazo das obrigações de dívida pública a dez anos (% por ano) ²⁾	8.7	6.4	4.7	3.8	3.9
Taxa de câmbio em relação ao euro ^{2),3)}	181.0	185.9	194.4	206.6	218.0	226.0	233.8	239.1	239.6	239.6

Fontes: BCE e Eurostat.

Nota: Devido a alterações na metodologia e nas fontes, a dívida pública anterior a 1999 não é comparável com a dívida a partir de 1999, e o défice público anterior a 2000 não é comparável com o défice a partir de 2000.

1) Corrigida de sazonalidade.

2) Média anual.

3) Até ao final de 1998, os valores referem-se ao tolar esloveno por ECU.

confirmou que a Eslovénia preenchia as condições necessárias para a adopção da moeda única, o Banka Slovenije tinha reduzido a taxa de juro dos títulos a 60 dias denominados em tolares para 3.25%. Em Agosto, o Banka Slovenije aumentou as taxas de juro em 25 pontos base, reflectindo a subida das taxas de juro directoras do BCE nesse mês. A taxa de juro dos títulos a 60 dias denominados em tolares foi deixada inalterada durante o resto do ano. Na sequência dos aumentos das taxas de juro directoras do BCE em Outubro e Dezembro, a taxa de juro dos títulos a 60 dias denominados em tolares foi alinhada no final do ano com a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

Ao longo de 2006, a taxa de juro do mercado monetário a três meses na Eslovénia moveu-se em linha com as taxas de juro oficiais do banco central. A convergência gradual das taxas de juro de curto prazo na Eslovénia para o nível verificado na área do euro ficou essencialmente completada em Outubro. As taxas de juro de longo prazo, pelo contrário, estavam já próximo dos níveis observados na área do euro desde meados de 2004, o que reflectiu a confiança do mercado na evolução económica e orçamental geral na Eslovénia e a credibilidade da política monetária e cambial eslovena.

Após a adopção do euro, o principal desafio para a Eslovénia é conduzir políticas nacionais adequadas a fim de prosseguir um crescimento económico robusto sustentado e assegurar um elevado grau de convergência sustentável. Dado que a Eslovénia deixou de poder utilizar uma política monetária e cambial independente a fim de alcançar os seus objectivos económicos, a condução adequada das políticas estrutural e orçamental tornou-se agora ainda mais importante. Neste contexto, é crucial abordar a restante rigidez estrutural no mercado de trabalho e melhorar a flexibilidade do mercado do produto. É desejável que os salários fiquem aquém do crescimento da produtividade do trabalho a fim de salvaguardar a competitividade da economia, devendo ser eliminada a indexação remanescente dos salários e determinadas transferências sociais. A prossecução de um percurso orçamental ambicioso desempenhará um papel primordial na prevenção do aparecimento de eventuais pressões inflacionistas induzidas pela procura nos próximos anos. Além disso, considerando o actual aprofundamento dos mercados financeiros na Eslovénia, que está associado, nomeadamente, a um rápido crescimento do crédito, será necessária uma supervisão financeira eficaz.

Caixa 8

IMPLICAÇÕES ESTATÍSTICAS DO ALARGAMENTO DA ÁREA DO EURO PARA INCLUIR A ESLOVÉNIA

O alargamento da área do euro para incluir a Eslovénia a partir de 1 de Janeiro de 2007 foi a segunda ocasião em que foi necessário introduzir alterações nas séries estatísticas para a área do euro, a fim de incluir um novo país membro. A preparação das estatísticas para a área do euro alargada foi coordenada, sempre que necessário, com a Comissão Europeia.

A entrada da Eslovénia significa que os residentes neste país 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 na Eslovénia e outros residentes na área do euro devem ser agora consolidadas.

A partir de Janeiro de 2007, a Eslovénia foi, portanto, obrigada a cumprir todos os requisitos estatísticos do BCE, ou seja, a fornecer dados nacionais comparáveis e totalmente harmonizados¹. Visto que a preparação de novas estatísticas requer um longo período de antecedência, o Banka Slovenije e o BCE deram início aos preparativos estatísticos com bastante avanço em relação à adesão da Eslovénia à UE. O Banka Slovenije intensificou os seus preparativos para o cumprimento dos requisitos do BCE depois de se tornar membro do SEBC, ficando portanto apto a cumprir as obrigações estatísticas que abrangem estatísticas monetárias, bancárias, da balança de pagamentos e outras estatísticas financeiras na data de adesão à área do euro. Além disso, o Banka Slovenije teve de proceder aos preparativos necessários para a integração das instituições de crédito eslovenas no sistema de reservas mínimas do BCE e de preencher os requisitos estatísticos relevantes.

Para as entidades que reportam dados e os BCN dos actuais países da área do euro, o alargamento da área do euro significou que, a partir de Janeiro de 2007, tiveram de reportar transacções (ou fluxos) e posições com residentes na Eslovénia como parte dos dados da área do euro, ao invés de transacções e posições com não residentes na área do euro.

Além disso, a Eslovénia e os outros países da área do euro tiveram de apresentar dados retrospectivos com suficiente detalhe geográfico e sectorial, desde pelo menos 2004, o ano em que a Eslovénia aderiu à UE.

No que se refere à publicação de estatísticas da área do euro, o BCE concedeu aos utilizadores acesso directo (*online*) a dois conjuntos de séries temporais, um que contém dados relativos à actual área do euro (ou seja, incluindo a Eslovénia) com a maior antecedência disponível, e um que liga as várias composições da área do euro, que se inicia com os 11 países em 1999.

¹ Os requisitos estatísticos do BCE encontram-se resumidos no documento “Estatísticas do BCE: apresentação geral”, Abril de 2006.

2 ASPECTOS JURÍDICOS DA INTEGRAÇÃO DO BANKA SLOVENIJE NO EUROSISTEMA

Nos termos do n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, o BCE analisou os estatutos do Banka Slovenije e outra legislação eslovena relevante para o cumprimento do artigo 109.º do Tratado. O BCE fez uma avaliação favorável da compatibilidade da legislação eslovena com o Tratado e os Estatutos do SEBC, conforme indicado no seu Relatório de Convergência sobre a Lituânia e a Eslovénia publicado em Maio de 2006.

O BCE e o Banka Slovenije adoptaram vários instrumentos jurídicos com o objectivo de assegurar a integração do Banka Slovenije no Eurosistema em 1 de Janeiro de 2007. O quadro jurídico do Eurosistema foi adaptado em consequência da decisão tomada pelo Conselho ECOFIN em 11 de Julho de 2006 no sentido de revogar a derrogação da Eslovénia¹. A introdução do euro na Eslovénia e a integração do Banka Slovenije no Eurosistema também tornaram necessárias alterações a alguns instrumentos jurídicos na Eslovénia. Em 30 de Março de 2006, os estatutos do Banka Slovenije foram tornados compatíveis com as recomendações expressas no Relatório de Convergência de 2004 do BCE. A Eslovénia tinha consultado o BCE quanto ao projecto de alterações aos estatutos do Banka Slovenije em 13 de Março de 2006. O BCE adoptou um parecer propondo novas alterações, que se reflectiram na versão final dos estatutos do Banka Slovenije². Ao longo de 2006, o BCE também foi consultado relativamente a alterações a outra legislação eslovena, regulando áreas como a banca³, reservas mínimas⁴ e garantias⁵.

A decisão do Conselho ECOFIN de 11 de Julho de 2006 conduziu a alterações ao Regulamento (CE) n.º 974/98 do Conselho para permitir a introdução do euro como moeda da Eslovénia⁶, e a adopção do Regulamento (CE) n.º 1086/2006 do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98, o qual determinou a taxa de conversão irrevogável do tolar esloveno face ao euro⁷. O Conselho consultou o BCE relativamente a propostas para ambos os regulamentos, sobre as quais o BCE adoptou um parecer⁸.

De modo a facilitar a introdução do euro como a moeda da Eslovénia, o BCE adoptou duas orientações. A Orientação BCE/2006/10 assegurou que as notas de tolar poderiam ser cambiadas por notas e moedas de euro em todos os países da área do euro⁹. A Orientação BCE/2006/9 permitiu o fornecimento de notas e moedas de euro antes da transição para o euro fiduciário¹⁰. O BCE também foi consultado relativamente aos preparativos em termos de legislação nacional para a transição para o euro fiduciário¹¹.

No que respeita aos preparativos jurídicos para a integração do Banka Slovenije no Eurosistema, o BCE adoptou os instrumentos jurídicos necessários para proceder à realização do capital remanescente e à transferência pelo Banka Slovenije das suas reservas cambiais para o BCE. Nos termos do artigo 27.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Conselho do BCE adoptou uma recomendação relativa aos auditores externos do Banka Slovenije para as contas anuais com início no exercício de 2007¹². O BCE também analisou o seu quadro jurídico e introduziu, sempre que necessário, alterações resultantes da entrada do Banka Slovenije no

1 Decisão 2006/495/CE do Conselho de 11 de Julho de 2006, nos termos do n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, relativa à adopção da moeda única pela Eslovénia em 1 de Janeiro de 2007, JO L 195, 15.7.2006, p. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Regulamento (CE) n.º 1647/2006 do Conselho, de 7 de Novembro de 2006, que altera o Regulamento (CE) n.º 974/98 relativo à introdução do euro, JO L 309, 9.11.2006, p. 2.

7 Regulamento (CE) n.º 1086/2006 do Conselho, de 11 de Julho de 2006, que altera o Regulamento (CE) n.º 2866/98 relativo às taxas de conversão entre o euro e as moedas dos Estados-Membros que adoptam o euro, JO L 195, 15.7.2006, p. 1.

8 CON/2006/36, JO C 163, 14.7.2006, p. 10.

9 Orientação BCE/2006/10 de 24 de Julho de 2006 relativa ao câmbio de notas de banco após a fixação irrevogável das taxas de câmbio em relação com a introdução do euro, JO L 215, 5.8.2006, p. 44.

10 Orientação BCE/2006/9 de 14 de Julho de 2006 relativa a determinados preparativos com vista à passagem para o euro fiduciário e ao fornecimento e sub-fornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro, JO L 207, 28.7.2006, p. 39.

11 CON/2006/29.

12 Recomendação BCE/2006/14 de 9 de Outubro de 2006 ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Banka Slovenije, JO C 257, 25.10.2006, p. 19.



Eurosistema a partir de 1 de Janeiro de 2007. Tal incluiu o regime para a repartição dos proveitos monetários dos BCN da área do euro¹³. Além disso, o BCE analisou os regulamentos eslovenos para a implementação do quadro jurídico do Eurosistema relativo à política monetária e ao TARGET. Deste modo, as contrapartes eslovenas puderam participar nas operações principais de refinanciamento a partir de 3 de Janeiro de 2007. O BCE também adoptou um regulamento relativo às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo BCE na sequência da introdução do euro na Eslovénia¹⁴. Por último, o acordo relativo ao MTC II¹⁵ foi revogado para o Banka Slovenije.

13 Decisão BCE/2006/7 de 19 de Maio de 2006, 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 148, 2.6.2006, p. 56.

14 Regulamento BCE/2006/15 de 2 de Novembro de 2006 relativo às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo BCE na sequência da introdução do euro na Eslovénia, JO L 306, 7.11.2006, p. 15.

15 Acordo, de 21 de Dezembro de 2006, entre o Banco Central Europeu 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 Banco Central Europeu 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 14, 20.1.2007, p. 6.

3 ASPECTOS OPERACIONAIS DA INTEGRAÇÃO DO BANKA SLOVENIJE NO EUROSISTEMA

Na sequência da decisão do Conselho ECOFIN de 11 de Julho de 2006 relativa à adopção do euro pela Eslovénia em 1 de Janeiro de 2007, o BCE levou a cabo preparativos técnicos no sentido de integrar completamente o Banka Slovenije no Eurosistema. Em linha com as disposições do Tratado, o Banka Slovenije aderiu ao Eurosistema 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 do Banka Slovenije no Eurosistema foram levados a cabo em estreita cooperação com o Banka Slovenije e, sempre que adequado, de modo multilateral com os 12 BCN da área do euro. Estes preparativos englobaram um vasto conjunto de áreas, nomeadamente o reporte financeiro e a 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 dos instrumentos e procedimentos para a implementação de operações de política monetária e cambiais.

3.1 OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA

A adopção do euro pela Eslovénia em 1 de Janeiro de 2007 significou que as instituições de crédito localizadas na Eslovénia passaram a estar sujeitas às reservas mínimas do Eurosistema a partir dessa data. Porém, dado que o dia 1 de Janeiro de 2007 praticamente coincidiu com o meio do período de manutenção de reservas regular do Eurosistema entre 13 de Dezembro de 2006 a 16 de Janeiro de 2007, foram necessárias disposições transitórias para a aplicação de reservas mínimas na Eslovénia durante este período de manutenção. Também foram necessárias disposições transitórias para o cálculo da base de incidência das contrapartes eslovenas. A lista das 27 instituições de crédito eslovenas sujeitas às reservas mínimas do

Eurosistema foi publicada no *site* do BCE pela primeira vez em 29 de Dezembro de 2006.

A adesão da Eslovénia à área do euro aumentou as reservas mínimas agregadas das instituições de crédito da área do euro em €0.3 mil milhões. Os factores de liquidez autónomos no balanço do Banka Slovenije contribuíram, em média, para uma cedência de liquidez global no valor de €3.5 mil milhões no período de 1 a 16 de Janeiro de 2007. De modo a obter um quadro abrangente dos efeitos de liquidez da adesão da Eslovénia, era necessário ter em conta que algumas das operações de política monetária realizadas pelo Banka Slovenije em 2006 não venceriam até 2007. Estas incluíam alguns depósitos a prazo fixo de contrapartes e certificados de dívida emitidos pelo Banka Slovenije. O valor médio destes instrumentos ascendia a €2.3 mil milhões no período entre 1 e 16 de Janeiro de 2007. Deste modo, a Eslovénia contribuiu com um excedente de liquidez médio em termos líquidos para a área do euro neste período de €0.9 mil milhões.

O BCE teve em consideração o impacto sobre as condições de liquidez da área do euro ao ajustar os montantes de colocação nas suas operações principais de refinanciamento já no início de 2007.

Em 1 de Janeiro de 2007, o Banka Slovenije adoptou o quadro único de activos de garantia do Eurosistema e reportou activos elegíveis eslovenos no valor de €6.3 mil milhões. Estes activos tinham sido adicionados à lista de activos elegíveis publicada no *site* do BCE em 29 de Dezembro de 2006, e tornaram-se elegíveis para as operações de crédito do Eurosistema a partir de 1 de Janeiro de 2007.

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 Banka Slovenije realizou 7% da sua 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 Banka Slovenije realizou o remanescente da sua subscrição em 1 de Janeiro de 2007. O total da participação do Banka Slovenije no capital do BCE ascende a €18.4 milhões, o que equivale a 0.3194% do capital subscrito do BCE, no valor de €5.761 milhões, em 1 de Janeiro de 2007.

No início de 2007, de acordo com o disposto nos artigos 30.º e 49.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Banka Slovenije transferiu activos de reserva externa (no valor de €191.6 milhões) para o BCE 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. O Banka Slovenije e o Banque centrale du Luxembourg gerem esta carteira denominada em dólares dos EUA na qualidade de agentes do BCE, constituindo assim a primeira carteira de activos de reserva externa global (*pooled*) do BCE. No âmbito da transferência dos activos de reserva externa para o BCE, foram atribuídos ao Banka Slovenije activos denominados em euros sobre o BCE.

4 A TRANSIÇÃO DA ESLOVÉNIA PARA O EURO FIDUCIÁRIO

Em 1 de Janeiro de 2007, as notas e moedas de euro entraram em circulação na Eslovénia. Após um período de dupla circulação de duas semanas, já tinham substituído na totalidade as notas e moedas de tolar esloveno.

Em preparação para este evento, o Conselho de BCE, em 14 de Julho de 2006, adoptou uma orientação relativa a determinados preparativos com vista à passagem para o euro fiduciário e ao fornecimento e sub-fornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro¹⁶. Esta orientação, que reflecte amplamente o quadro jurídico adoptado com vista à transição para o euro fiduciário em 2002, serviu de base para o quadro nacional da transição para o euro fiduciário do Banka Slovenije.

O Banka Slovenije estabeleceu o quadro jurídico para as partes envolvidas no fornecimento e sub-fornecimento prévios de notas e moedas de euro na Eslovénia. Também foram aplicados procedimentos e métodos para o câmbio de notas e moedas de tolar por notas e moedas de euro, e foram definidas as condições para o transporte, armazenamento, segurança, disponibilização de garantias e acompanhamento estatístico.

Para preparar a transição para o euro fiduciário, bem como para cobrir a procura nacional estimada para o conjunto de 2007, o Eurosistema forneceu ao Banka Slovenije um total de 94.5 milhões de notas de euro, com um valor facial de €2175 milhões, que faziam parte dos seus *stocks*. Por motivos geográficos e logísticos, o Oesterreichische Nationalbank procedeu à entrega física em nome do Eurosistema. Após concurso público, as moedas de euro da Eslovénia foram produzidas pela Casa da Moeda da Finlândia. Foram cunhadas moedas de euro num total de 296.3 milhões, com um valor facial de €104 milhões.

O Banka Slovenije começou a fornecer previamente moedas de euro às instituições de crédito em 25 de Setembro de 2006 e notas de euro em 29 de Novembro de 2006. O sub-fornecimento prévio, ou seja, a entrega de

notas e moedas de euro a outros profissionais (por exemplo, retalhistas e indústria de máquinas de venda automática) pelas instituições de crédito, teve lugar ao longo de Dezembro. Paralelamente, 150000 *kits* iniciais de moedas de euro para retalhistas, cada um com um valor de €201, e 450000 *kits* de moedas de euro para as famílias, cada um com um valor de €12.52, foram preparados de modo a assegurar a distribuição generalizada de moedas antes do lançamento. No final de 2006, o Banka Slovenije tinha fornecido previamente aos bancos 100% das notas e moedas de euro necessárias para a transição para o euro fiduciário, criando as condições para uma transição harmoniosa e rápida.

Um outro factor que contribuiu para a eficiência da transição para o euro fiduciário foi a rápida conversão dos caixas automáticos (ATM) e terminais de pagamento automático (POS): todos os ATM acessíveis ao público e todos os POS foram convertidos no primeiro dia da transição. A conversão de máquinas de venda automática foi concluída num prazo de 15 dias.

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 irrevogavelmente fixadas em relação ao euro sejam trocadas pelos BCN da área do euro ao seu valor nominal. Em linha com este requisito, e na sequência da adopção em 24 de Julho de 2006 da Orientação BCE/2006/10 relativa ao câmbio de notas após a fixação irrevogável das taxas de câmbio em relação com a introdução do euro¹⁷, os BCN da área do euro asseguraram que, durante os dois primeiros meses de 2007, as notas denominadas em tolares, até ao valor de €1000 por cada parte/transacção por dia, poderiam ser cambiadas por euros ao seu valor nominal pelo menos num local nos seus respectivos países. O Banka Slovenije aceitará notas de tolar por um período ilimitado e moedas de tolar durante dez anos.

¹⁶ JO L 207, 28.7.2006, p. 39.

¹⁷ OJ L 215, 5.8.2006, p. 44.

A CAMPANHA DE INFORMAÇÃO SOBRE A INTRODUÇÃO DO EURO

Em 2006, o BCE, em cooperação com o Banka Slovenije, organizou uma campanha de informação em preparação para a introdução do euro na Eslovénia 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. Como parte da campanha, mais de 700000 panfletos informativos produzidos pelo BCE sobre as notas e moedas de euro, juntamente com um conversor disponibilizado pelo Banka Slovenije, foram enviados às famílias eslovenas. Foram distribuídos pósteres e um panfleto, do tamanho de um cartão de crédito, ilustrando os elementos de segurança das notas de euro, bem como guias para pessoas que lidam regularmente com numerário no seu posto de trabalho. Além disso, a comunidade empresarial eslovena recebeu informação em primeira mão sobre o aspecto gráfico e os elementos de segurança das notas e moedas de euro a ser utilizada no seu próprio material informativo. Foi realizado no BCE um seminário de dois dias para representantes dos meios de comunicação eslovenos, que forneceu informação aprofundada sobre a organização, responsabilidades e actividades do BCE e do Eurosistema. Posteriormente, foi organizada uma “€ Conferência Eslovénia 2007” pelo Banka Slovenije em cooperação com o BCE, de modo a proporcionar um fórum para a troca de experiências e a promoção do diálogo sobre o impacto económico da introdução do euro e sobre a transição para o euro fiduciário. Na conferência, que teve lugar em 15 de Janeiro de 2007, participaram representantes da comunidade empresarial, autoridades públicas e meios de comunicação.



CAPÍTULO 4

ESTABILIDADE E INTEGRAÇÃO FINANCEIRAS

I ESTABILIDADE FINANCEIRA

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

I.1 ACOMPANHAMENTO DA ESTABILIDADE FINANCEIRA

O BCE, em colaboração com o Comité de Supervisão Bancária (BSC) do SEBC, analisa os riscos para a estabilidade financeira por forma a avaliar a capacidade de absorção de choques do sistema financeiro¹. As actividades de acompanhamento incidem essencialmente sobre os bancos, dado que estes continuam a ser os principais intermediários de fundos e, por conseguinte, também o principal canal potencial de risco no sistema financeiro. Ao mesmo tempo, a crescente importância de outras instituições e mercados financeiros e das suas interligações com os bancos exige o acompanhamento pelo SEBC da vulnerabilidade destas componentes do sistema financeiro.

EVOLUÇÃO CÍCLICA

Em 2006, a situação financeira das instituições financeiras da área do euro continuou a melhorar, com a sua consolidação a basear-se nas melhorias verificadas desde 2003. As instituições financeiras beneficiaram de condições macroeconómicas e financeiras favoráveis, apesar da maior restritividade incipiente da oferta de liquidez a nível global e, no caso das companhias de seguros, da ausência de desastres naturais de grandes proporções. A vulnerabilidade das instituições financeiras da área do euro a desenvolvimentos adversos diminuiu consideravelmente devido a resultados positivos sustentados, e as perspectivas mantêm-se positivas; contudo, permanecem alguns riscos. Apesar de um certo reequilibrar das tendências de crescimento a nível internacional e das recentes descidas nos preços

do petróleo, os grandes desequilíbrios financeiros mundiais continuam a ser uma fonte de risco a médio prazo; além disso, o potencial para uma viragem adversa no ciclo de crédito pode ter aumentado, assim como o potencial para um desaparecimento abrupto de posições especulativas de endividamento. Paralelamente, a exposição dos bancos da área do euro ao risco de crédito cresceu, no seguimento da expansão dos empréstimos bancários, embora os bancos tenham utilizado produtos de transferência de risco de crédito para minorar o risco. Alguns bancos também se tornaram crescentemente expostos ao financiamento com recurso a endividamento de curto prazo, especialmente no tocante a transacções envolvendo acções privadas, onde a concorrência por negócios de dimensão cada vez maior poderá ter exercido pressão sobre os critérios aplicados pelos bancos à concessão de crédito. Por último, a volatilidade persistentemente baixa nos mercados financeiros poderá ter também encorajado os bancos a expandir as suas posições em diversas classes de activos, aumentando assim a sua exposição ao risco de mercado. Neste contexto, a crescente utilização pelos bancos de instrumentos financeiros novos e complexos no mercado por grosso fez surgir novos riscos de contraparte relacionados com questões jurídicas e de reputação.

A rentabilidade dos grandes bancos da área do euro fortaleceu-se de novo em 2006. Embora a transição pouco regular para as Normas Internacionais de Reporte Financeiro pela área do euro afecte a avaliação actual, a comparabilidade dos principais indicadores de desempenho foi, no geral, preservada, e os valores relativos à rentabilidade apontam para uma melhoria generalizada. A elevada rentabilidade foi motivada sobretudo pelo forte

¹ O BCE publica, desde o final de 2004, um relatório semestral sobre a estabilidade do sistema financeiro da área do euro, intitulado "*Financial stability review*" ("Relatório de Estabilidade Financeira"). Em 2006 também publicou as quintas 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.

crescimento dos empréstimos às famílias e ao sector empresarial não financeiro, embora o crescimento dos resultados líquidos de juros tenha sido moderado pela persistência da compressão das margens de taxa de juro e pela horizontalidade da curva de rendimentos. O rendimento de comissões e outras taxas, bem como as receitas comerciais, também contribuíram para o crescimento do rendimento. Além disso, os lucros foram suportados pela continuação de medidas de contenção de custos e de encargos por imparidade, que atingiram novos mínimos históricos em resultado de uma melhor gestão de risco dos bancos e de um ambiente de concessão de crédito muito favorável. A prazo, embora diversos bancos prevejam uma deterioração no ciclo de crédito a curto prazo, a maioria dos grandes bancos da área do euro encontra-se numa posição confortável para absorver o aumento gradual subsequente nos encargos por imparidade.

O rácio de solvabilidade dos bancos da área do euro desceu ligeiramente em 2006, devido a um forte aumento dos activos ponderados pelo risco; contudo, os seus níveis de solvabilidade mantiveram-se fortes, tendo excedido confortavelmente os requisitos regulamentares. Este foi o resultado do crescimento sustentado do rendimento ao longo dos três anos anteriores, o qual suportou uma substancial geração interna de capital, e da retenção de lucros.

De acordo com a avaliação mais recente das autoridades europeias de supervisão de seguros, a rentabilidade no sector dos seguros da área do euro continuou a aumentar em 2006, prolongando a melhoria nas condições financeiras do sector desde 2004. O crescimento recente dos prémios reais totais foi mais forte nas empresas de seguros do ramo vida do que no ramo não vida. O desempenho positivo das empresas de seguros do ramo vida foi apoiado por fortes vendas de produtos associados a unidades de participação, no contexto de aumentos dos preços das acções, e pelo crescimento das vendas de outros produtos mais tradicionais. A substancial transformação estrutural do mercado de seguros de vida da



área do euro, que está a ser motivada sobretudo pela reforma fiscal em curso e por um aumento a mais longo prazo da taxa de penetração dos seguros na economia, também apoiou o crescimento dos prémios. No sector do ramo não vida, os aumentos das taxas dos prémios, que impulsionaram o crescimento dos prémios em anos anteriores, registaram recentemente um abrandamento, reflectindo sobretudo a intensa concorrência no sector. A posição financeira dos fundos de pensões melhorou de novo face a anos anteriores, mas continuou a ser negativamente afectada pelas baixas taxas de rentabilidade das obrigações em 2006.

Os sectores dos fundos com cobertura de risco (*hedge funds*) e das acções privadas mundiais continuaram a crescer em 2006. Depois de se terem registado saídas líquidas do sector dos fundos com cobertura de risco durante o último trimestre de 2005, as entradas líquidas agregadas registaram uma recuperação na primeira metade de 2006, aumentando para níveis próximos do pico observado durante 2004. Alguns fundos com cobertura de risco, em especial aqueles com estratégias direccionais (ou seja, baseados em expectativas da direcção das variações no mercado), sofreram perdas financeiras, principalmente em consequência da turbulência nos mercados financeiros

durante os meses de Maio e Junho de 2006 e de desenvolvimentos adversos no mercado do gás natural em Agosto e Setembro. Não obstante, no seu conjunto o sector continuou a apresentar resultados positivos.

EVOLUÇÃO ESTRUTURAL

A evolução estrutural que ocorreu no sector bancário pode afectar a natureza e a estabilidade do sistema financeiro no sentido mais lato. As tendências de longo prazo de consolidação, integração e internacionalização no sector bancário da UE continuaram ao longo de 2006. Estes desenvolvimentos podem beneficiar os consumidores através de um acréscimo da concorrência, da melhor qualidade e inovação a nível dos serviços, mas ao mesmo tempo comportam o risco de facilitar a disseminação de perturbações financeiras entre fronteiras. Embora as tendências observadas sejam comuns à maioria dos Estados-Membros, existem diferenças significativas entre estes, em particular no que respeita à consolidação, a qual prevalece em maior grau nas economias mais maduras.

A consolidação, reflectida na redução do número de instituições de crédito, ocorreu em paralelo com uma recuperação na actividade de fusões e aquisições (F&A) transfronteiras no sector bancário da UE durante 2005 e na primeira metade de 2006. A conclusão de diversas transacções de grande dimensão e o nível mais elevado da actividade de F&A podem apontar para o fim da tendência descendente observada desde 2000. A recente actividade transfronteiras de F&A também implicou um envolvimento cada vez maior dos intermediários do mercado a retalho.

O crescimento sustentado dos activos bancários foi acompanhado por uma desintermediação, uma vez que os activos dos intermediários financeiros não bancários (tais como sociedades de seguros e fundos de pensões e de investimento) também registaram um crescimento considerável. Aparentemente, os bancos estão a ajustar-se a esta tendência, expandindo as suas actividades pagas com base

em comissões, incluindo a banca de investimento e a gestão de activos. A resultante diversificação das fontes de rendimento pode contribuir para a diminuição dos riscos dos bancos e a estabilização dos seus lucros. No entanto, canalizar os riscos dos bancos para outros intermediários financeiros, frequentemente menos regulamentados, poderá também aumentar o nível geral de incerteza quanto ao risco.

Estão a ocorrer importantes mudanças demográficas na UE, as quais poderão também ter impacto no sector bancário. Mudanças na esperança de vida, nas taxas de fertilidade e na migração podem resultar em pressão descendente sobre os rácios de intermediação dos bancos e sobre a procura de crédito ao consumo e hipotecas, reduzindo assim os resultados de juros líquidos. Os bancos podem reagir, por seu turno, oferecendo novos produtos adaptados aos clientes mais antigos, bem como serviços de gestão de activos e de consultadoria, levando a um aumento do rendimento não proveniente de juros. Podem também optar por uma diversificação a nível internacional, tornando-se mais activos nas economias dos mercados emergentes com diferentes estruturas demográficas.

A base de financiamento dos bancos da UE continua a ser constituída sobretudo por depósitos de clientes, embora estes se tenham tornado mais diversificados, tanto a nível sectorial, como a nível geográfico. A crescente comercialização de instrumentos de depósito mais complexos junto de uma base de investidores alargada pode expor os bancos a riscos de reputação. Registou-se uma ligeira mudança para o financiamento (sobretudo de curto prazo) de mercado, sendo que os bancos se tornaram cada vez mais dependentes de instrumentos como as obrigações hipotecárias e a titularização. Estes instrumentos oferecem vantagens de escala, mas são mais dispendiosos do que o financiamento através de depósitos. Também se observou uma crescente centralização da gestão de liquidez intra-grupo, que tem vantagens claras em termos da

eficiência dos fluxos de capitais internos, mas pode também resultar em maiores riscos de contágio intra-grupo e transfronteiras.

I.2 COOPERAÇÃO EM SITUAÇÕES DE CRISE FINANCEIRA

Os acordos para a resolução de crises financeiras entre as autoridades responsáveis pela salvaguarda da estabilidade financeira a nível da UE foram mais reforçados no decurso de 2006. A Directiva relativa aos requisitos de capital, adoptada em Junho de 2006, transpõe para a legislação da UE os requisitos de capital revistos para as instituições de crédito e empresas de investimento e estabelece uma série de disposições com implicações directas em situações de emergência. Em particular, especifica os fluxos de informação entre as autoridades potencialmente envolvidas em crises transfronteiras, incluindo autoridades de supervisão e bancos centrais.

O BSC e o Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS) fizeram progressos significativos na identificação das práticas da banca central e da supervisão no domínio do intercâmbio de informação e da cooperação em caso de crise financeira a nível transfronteiras. O objectivo deste trabalho foi reforçar a eficácia operacional dos acordos existentes e identificar as áreas em que é necessário um maior progresso.

Por forma a reforçar o entendimento da implementação prática dos acordos da UE, foram organizados diversos exercícios de simulação de crises financeiras. Em Abril de 2006, um exercício de simulação a nível de toda a UE teve lugar sob a égide do Comité Económico e Financeiro, com o objectivo de testar o Memorando de Acordo (MdA) concluído em 2005². O SEBC contribuiu para a preparação e organização do exercício.

Os bancos centrais da área do euro também levaram a cabo exercícios de simulação de crises financeiras para testar a capacidade do

Eurosistema de fazer face, de forma eficiente, a crises financeiras com potenciais implicações sistémicas transfronteiras. O exercício mais recente teve lugar em Maio de 2006 e envolveu a condução de operações de política monetária, a supervisão e operação de infra-estruturas de mercado e a salvaguarda da estabilidade financeira. Dado o elevado grau de integração financeira a nível da área do euro, o exercício deu ênfase particular às interligações entre instituições financeiras, mercados e infra-estruturas de mercado, tanto numa base nacional como transfronteiras. O exercício confirmou o estado de preparação do Eurosistema para fazer face a eventos potencialmente sistémicos que possam afectar o sistema financeiro da área do euro.

2 Para mais pormenores sobre este MdA, consultar o Relatório Anual de 2005 do BCE, p. 131.

2 REGULAMENTAÇÃO E SUPERVISÃO FINANCEIRAS

2.1 QUESTÕES GERAIS

Em 5 de Dezembro de 2005, a Comissão Europeia lançou o *White Paper on Financial Services Policy 2005-2010* (Livro Branco sobre Política de Serviços Financeiros 2005-2010). O documento, que moldará o programa de política a médio prazo da Comissão no domínio dos serviços financeiros, pretende apoiar uma maior integração no sector financeiro da UE, ao consolidar de forma dinâmica o quadro regulamentar já estabelecido pelo Plano de Acção para os Serviços Financeiros. O objectivo global do Livro Branco foi, no geral, apoiado pelo Eurosistema no seu contributo para a consulta pública da Comissão sobre o documento³. Face ao facto de o Livro Branco estar actualmente em fase de implementação, o BCE continuará a cooperar com a Comissão e a acompanhar a sua agenda de política, bem como a assegurar o envolvimento atempado do Eurosistema nas suas esferas de competência. O BCE também prestará apoio técnico às iniciativas da Comissão que possam ter importância para a estabilidade financeira e para a integração dos mercados financeiros europeus.

No que diz respeito ao quadro Lamfalussy⁴, a Comissão e o Parlamento Europeu acordaram numa revisão dos procedimentos de comitologia (sistema de comités através do qual é adoptada a legislação comunitária) que concedem ao Parlamento poderes de escrutínio sobre as medidas adoptadas pela Comissão para a implementação de legislação-quadro do nível 1. Isto permitirá aos comités Lamfalussy continuar a contribuir de forma eficiente para o processo de legislação relativa aos serviços financeiros da UE⁵. A adopção pelo Conselho ECOFIN das recomendações feitas pelo Comité dos Serviços Financeiros⁶ resultará no maior desenvolvimento de algumas ferramentas de supervisão existentes de forma a explorar em pleno o quadro Lamfalussy. Neste contexto, o CEBS continuou o seu trabalho para a implementação da Directiva relativa aos requisitos de capital, com vista a pôr em prática a convergência a nível da supervisão. O Comité

das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR) também se centrou na concretização de uma convergência efectiva a nível da supervisão no sector dos valores mobiliários (nível 3).

Em 23 de Outubro de 2006, o BCE publicou um relatório que forneceu uma panorâmica das alterações recentes nas estruturas de supervisão dos então 25 Estados-Membros da UE e de dois países aderentes⁷. O relatório identificou as seguintes tendências. Primeira, existe uma mudança no sentido da consolidação das autoridades de supervisão a nível nacional, com o objectivo de reforçar a eficiência e a eficácia. As razões para a unificação das responsabilidades de supervisão podem incluir o esbater das linhas de demarcação entre os sectores financeiros ou a existência de um mercado financeiro relativamente pequeno. Todavia, nem todos os Estados-Membros utilizam o mesmo modelo de supervisão, uma vez que a estrutura institucional escolhida depende do enquadramento nacional específico. Segunda, os bancos centrais têm importância em quase todos os sistemas nacionais de supervisão. Em

3 Ver o Relatório Anual de 2005 do BCE, p. 132.

4 "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. A abordagem Lamfalussy consiste num processo em quatro níveis para a aprovação de legislação relativa a títulos, banca e seguros. O nível 1 é constituído pelos princípios básicos, sob a forma de directivas ou regulamentos, a serem adoptados por procedimentos legislativos normais da UE. O nível 2 estabelece a implementação de medidas detalhadas que seguem os princípios básicos do nível 1. O nível 3 consiste no reforço da cooperação e da criação de redes entre as autoridades de supervisão da UE, por forma a assegurar uma transposição consistente e equivalente da legislação de nível 1 e nível 2. O nível 4 consiste no reforço da aplicação, nomeadamente com a actuação da Comissão em termos da aplicação da legislação comunitária, sustentada por uma maior cooperação entre os Estados-Membros, os respectivos órgãos regulamentares e o sector privado.

5 Ver Decisão do Conselho, de 17 de Julho de 2006, que altera a Decisão 1999/468/CE, JO L 200, 22.7.2006, p. 11.

6 "Report on financial supervision" ("Relatório de supervisão financeira"), Comité dos Serviços Financeiros, Fevereiro de 2006.

7 Foi realizada uma análise semelhante em 2003. Ambos os relatórios estão disponíveis no site do BCE.

alguns casos, possuem responsabilidades de supervisão directas ou concluíram acordos de cooperação com as autoridades nacionais de supervisão segundo os quais assumem determinadas tarefas de supervisão. Em alguns países, a procura de uma maior eficiência levou a acordos de partilha de recursos entre bancos centrais e autoridades de supervisão. Por último, praticamente todos os Estados-Membros estão a mudar para acordos formais, a fim de assegurar a cooperação e partilha de informação entre bancos centrais e autoridades de supervisão bancária. Os acordos que envolvem questões importantes de política ou gestão de crises incluem frequentemente os ministérios das finanças.

2.2 SECTOR BANCÁRIO

O BCE continuou a contribuir em 2006 para o trabalho do CEBS e do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (CBSB) através da sua participação nos comités principais e em algumas das suas subestruturas. No seguimento da definição dos elementos conceptuais do quadro revisto para a “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*” (“Convergência Internacional de Medição de Capital e Padrões de Capital”, ou “Basileia II”), em Maio de 2006 o CBSB concordou em manter os parâmetros quantitativos inalterados e, assim, finalizar o quadro revisto. Esta decisão foi apoiada pelos resultados do quinto *Quantitative Impact Study* (Estudo de Impacto Quantitativo, o “QIS 5”), um exercício de recolha de dados organizado pelo CBSB para avaliar o impacto nos bancos das regras de fundos próprios revistas. O CEBS desempenhou um papel proeminente na realização do QIS 5 a nível da UE. Em termos gerais, os resultados do QIS 5 revelaram-se consistentes com a estrutura de incentivos incorporada no quadro que permite às instituições de crédito mudar para abordagens mais avançadas de cálculo dos respectivos requisitos de capital.

A Directiva relativa aos requisitos de capital foi adoptada em Junho de 2006, transpondo

para a legislação comunitária as regras de fundos próprios revistas. O processo legislativo relativo a Basileia II está, por conseguinte, concluído a nível da UE, e o quadro revisto dos fundos próprios, incluindo a utilização das abordagens mais avançadas, estará plenamente operacional na UE a partir de Janeiro de 2008. Desde Janeiro de 2007 que as instituições de crédito já podem adoptar as abordagens menos avançadas para o cálculo dos requisitos de capital para o risco operacional e de crédito. Os acordos transitórios para a implementação agendada do quadro nos Estados Unidos diferem dos da UE, pretendendo os Estados Unidos disponibilizar aos seus bancos apenas os métodos mais avançados, com um desfasamento de um ano. O BCE continua a acompanhar estes desenvolvimentos, a fim de avaliar o possível impacto para o sector bancário da UE.

Em 18 de Dezembro de 2006, o BCE emitiu um parecer sobre a proposta da Comissão de alterar o quadro existente para a avaliação prudencial de aquisições e aumentos de participações qualificadas em instituições financeiras⁸. A proposta pretende clarificar o procedimento aplicável e os critérios de avaliação. O BCE acolheu com agrado a proposta, considerando-a uma medida importante para assegurar que tais avaliações seguem critérios estritamente prudenciais, que são transparentes em relação aos participantes no mercado e que são implementadas consistentemente nos vários países. Ao mesmo tempo, o BCE expressou uma série de preocupações relativas a certos elementos da proposta. Em particular, propôs que os critérios de avaliação fossem mais alinhados com os critérios considerados durante o processo de autorização e que se esclarecesse que se espera que a instituição-alvo cumpra todos os requisitos prudenciais aplicáveis. Além disso, o BCE sugeriu que a Comissão, em estreita cooperação com as autoridades de supervisão, reconsiderasse os limites de tempo propostos para assegurar decisões correctas e fundamentadas.

⁸ CON/2006/60.

2.3 VALORES MOBILIÁRIOS

O novo quadro regulamentar para o sector dos valores mobiliários dado pelo Plano de Acção para os Serviços Financeiros foi concluído em 2006 com a adopção das medidas de execução de nível 2 que não tinham sido ainda adoptadas, no âmbito da Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e da Directiva relativa à transparência. Além disso, no início de 2007 a Comissão adoptou uma directiva do nível 2 com vista a esclarecer certas disposições da Directiva 85/611/CEE do Conselho que estabelece os activos elegíveis para investimento por organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), o que assegurará a implementação e interpretação consistentes da legislação relativa aos OICVM em toda a UE. Dada a importância destas medidas para a integração dos mercados financeiros europeus e para o reforço da estabilidade financeira, o BCE acompanhou de perto e contribuiu para os trabalhos nesta área, através da sua participação no Comité Europeu de Valores Mobiliários.

O Eurosistema avaliou regularmente se as medidas de execução do nível 2 a serem adoptadas pela Comissão estavam abrangidas pelas competências consultivas do BCE, desencadeado, assim, potencialmente, um parecer formal do Banco Central. Foi adoptado um parecer do BCE sobre a Directiva acima mencionada relativa aos activos elegíveis para OICVM, uma vez que o projecto de directiva continha disposições que poderiam afectar o funcionamento dos mercados monetários europeus, importante para a implementação da política monetária da área do euro.

Por último, no seguimento da consulta pública da Comissão Europeia em 2005 sobre um Livro Verde – para o qual o Eurosistema contribuiu – e do trabalho de grupos de especialistas do mercado, em que o BCE também participou, a Comissão publicou um Livro Branco sobre o reforço do quadro da UE para os fundos de investimento em Novembro de 2006. Nele, identificou-se um pacote de medidas concebido para simplificar o contexto operacional dos

fundos de investimento. Estas medidas incluirão ajustamentos programados da Directiva relativa aos OICVM para simplificar as regras existentes que permitem que os fundos de investimento sejam transaccionados entre fronteiras na UE, para expandir as liberdades dos fundos de OICVM e respectivos gestores e para reforçar a cooperação em matéria de supervisão. Os objectivos e iniciativas previstas no Livro Branco da Comissão contam com o apoio global do BCE.

2.4 CONTABILIDADE

Ao longo do ano, o BCE continuou a contribuir para os trabalhos levados a cabo na área da contabilidade através da sua participação nos subgrupos de contabilidade do CBSB e no CEBS, bem como no *Standards Advisory Council* (Conselho Consultivo sobre as Normas) do *International Accounting Standards Board* (Comité de Normas Internacionais de Contabilidade).

Na sequência do seu mandato de avaliação da evolução regulamentar e de supervisão numa perspectiva de estabilidade financeira, o BSC elaborou um relatório sobre a avaliação das normas de contabilidade⁹. Este relatório centra-se na introdução recente na Europa de um novo quadro contabilístico, baseado nas Normas Internacionais de Reporte Financeiro (IFRS), analisando as suas possíveis consequências para o sector bancário e outras empresas financeiras e a sua adequação numa perspectiva de estabilidade financeira de todo o sistema. A premissa subjacente é que a contabilidade é relevante para a estabilidade financeira e deverá, sempre que possível, contribuir de forma eficiente para o seu maior reforço. O relatório apresenta dez critérios de referência gerais para a avaliação das normas de contabilidade. Com base numa análise do grau de cumprimento destes critérios pelas IFRS, o relatório identifica os aspectos positivos de certas características destas Normas, bem como

⁹ O relatório está disponível no *site* do BCE.

preocupações e possíveis áreas a melhorar numa perspectiva de estabilidade financeira. Estas propostas centram-se em três áreas principais, nomeadamente a fiabilidade dos “justos” valores, a base económica para a contabilidade da cobertura de risco e o regime de provisões para risco de crédito.

3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

O Eurosistema tem um grande interesse na integração financeira na Europa, uma vez que um sistema financeiro bem integrado reforça a transmissão regular e efectiva dos impulsos de política monetária na área do euro, tendo implicações para a atribuição do Eurosistema de salvaguarda da estabilidade financeira. A integração financeira também apoia o funcionamento eficiente e regular dos sistemas de pagamentos e de compensação. Além disso, a integração financeira – um objectivo prioritário da Comunidade – 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, facilitando 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 2006.

AUMENTAR A CONSCIENCIALIZAÇÃO E O ACOMPANHAMENTO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Em Setembro de 2006, o BCE publicou um relatório sobre indicadores de integração financeira para os principais segmentos do sistema financeiro da área do euro¹⁰. Este relatório ampliou o âmbito da análise fornecida em 2005, em particular ao incluir indicadores adicionais relacionados com bancos e infra-estruturas financeiras. A análise dos mercados bancários foi melhorada acrescentando-se indicadores relativos à presença transfronteiras dos bancos da área do euro e à banca institucional. Os indicadores relacionados com infra-estruturas financeiras estão afectos ao mercado financeiro principal assistido pela respectiva infra-estrutura, em reconhecimento do papel significativo desempenhado pelas

infra-estruturas financeiras na integração dos mercados financeiros. Além disso, foram calculados, numa base sistemática, indicadores da integração financeira baseados na quantidade para os principais segmentos de mercado. À medida que se fazem maiores progressos na investigação e análise económica e que são disponibilizadas mais estatísticas, prevê-se que o conjunto de indicadores seja mais alargado, por exemplo, com indicadores relativos à integração dos mercados de seguros. Numa perspectiva mais lata, o BCE utilizará os indicadores quantitativos para acompanhar o progresso na integração financeira, para identificar as áreas em que há falta de integração e para sustentar a sua análise de questões actuais relevantes em termos de política no domínio da integração financeira.

Em 2006, 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). A rede continuou a sua série de conferências com académicos, participantes no mercado e decisores de política, com a participação activa dos BCN. A sua sétima conferência, organizada pelo Deutsche Bundesbank em 28 e 29 de Setembro de 2006, centrou-se no tema “*Financial system modernisation and economic growth*” (“Modernização do sistema financeiro e crescimento económico”). A oitava conferência sobre “*Financial integration and stability in Europe*” (“Integração financeira e estabilidade na Europa”), organizada pelo Banco de Espanha, teve lugar em 30 de Novembro e 1 de Dezembro de 2006.

No contexto da rede, o BCE atribui, todos os anos, a jovens investigadores, cinco “*Lamfalussy Fellowships*” (“Bolsas de Estudo Lamfalussy”). Uma das razões do interesse do BCE na promoção da investigação nesta área é

¹⁰ “*Indicators of financial integration in the euro area*” (“Indicadores de integração financeira na área do euro”), Setembro de 2006. Para a actualização bianual dos indicadores, consultar o site do BCE, em <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>

que se prevê que a integração financeira tenha implicações no desenvolvimento do sistema financeiro e no crescimento económico. O trabalho do BCE no que concerne a integração financeira está, portanto, estreitamente relacionado com a sua análise mais alargada dos factores subjacentes ao funcionamento adequado dos sistemas financeiros. Os trabalhos nesta área prosseguiram em 2006, tendo como objectivo estabelecer um enquadramento conceptual para medir o desempenho do sistema financeiro.

Em 20 de Setembro de 2006, o BCE publicou um relatório sobre diferenças nas taxas de juro das IFM nos vários países da área do euro, preparado pelo Comité de Política Monetária e pelo Comité de Estatísticas. No seguimento do relatório, o Eurosistema divulga agora quadros que dão uma panorâmica de 15 tipos de taxas de juro activas e passivas médias em cada país da área do euro. Ao disponibilizar informação pormenorizada e abrangente sobre as taxas de juro médias das IFM, o Eurosistema pretende assegurar que se efectuem comparações nos vários países devidamente documentadas. Em 25 de Outubro de 2006, o BCE publicou o seu relatório anual sobre estruturas bancárias da UE (ver também a Secção 1.1 do presente capítulo).

Por último, para além das estatísticas das IFM, o SEBC desenvolve também informação estatística sobre o sector não monetário enquanto investidor institucional (por exemplo, fundos de investimento). Estas estatísticas são relevantes numa perspectiva de política monetária, dando também apoio no acompanhamento do processo de integração financeira. Um regulamento do BCE relativo a exigências de informação estatística para fundos de investimento está em fase de preparação. Estão igualmente a decorrer trabalhos para a avaliação da necessidade e exequibilidade de melhoria da informação estatística disponível sobre empresas de seguros e fundos de pensões, com enfoque nas formas de melhorar a disponibilidade de dados financeiros intra-anuais (principalmente trimestrais).

ACTUAÇÃO COMO CATALISADOR PARA AS ACTIVIDADES DO SECTOR PRIVADO

O progresso na integração financeira europeia depende em larga medida das iniciativas do sector privado para aproveitar as oportunidades existentes de negócio transfronteiras. As autoridades públicas apoiam este tipo de esforços de coordenação privada. Em 2006, o Eurosistema actuou como catalisador de duas iniciativas deste tipo: a iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*) e a iniciativa da Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA).

O BCE apoiou a iniciativa STEP desde o seu início, em 2001. Esta iniciativa pretende promover a integração dos mercados europeus de títulos de curto prazo através da convergência de padrões e práticas de mercado. Em 11 de Julho de 2006, o BCE realizou uma conferência de imprensa juntamente com a ACI – a Associação dos Mercados Financeiros – e a Federação Bancária Europeia, para assinalar o lançamento oficial do mercado STEP. A contribuição do Eurosistema para o mercado STEP centra-se em duas actividades. Na primeira, o BCE e nove BCN da área do euro prestarão, até Junho de 2008, assistência técnica ao Secretariado do STEP no processo de classificação STEP, no qual reside, em última instância, a responsabilidade de conceder e retirar a classificação STEP. Na segunda, o BCE produzirá regularmente estatísticas de taxas de rendibilidade e volumes no mercado STEP e publicá-las-á no seu *site*.

Prevê-se que as estatísticas STEP desempenhem um papel importante na promoção da integração deste mercado ao criar uma maior transparência do mercado. Seguindo uma abordagem gradual, o BCE publicou primeiro estatísticas STEP sobre saldos mensais, com cobertura total, desde Setembro de 2006, e posteriormente preparou-se para a publicação de estatísticas STEP de volumes e taxas de rendibilidade numa base diária, com fornecedores de dados seleccionados. Planeia-se que estatísticas diárias para todos os fornecedores de dados sejam publicadas a partir de 2008. Em 14 de Setembro de 2006, o Conselho do BCE decidiu

que o mercado STEP seria aceite enquanto mercado não regulamentado para efeitos de garantia em operações de crédito do Eurosistema logo que as estatísticas STEP de taxas de rendibilidade fossem publicadas no *site* do BCE.

O projecto SEPA foi lançado em 2002 pelo Conselho Europeu de Pagamentos (EPC), com o objectivo de concretizar um mercado totalmente integrado de serviços de pagamento de retalho na área do euro, tendo o Eurosistema vindo a desempenhar o papel de catalisador desde o início do projecto. Em 2006, o BCE deu uma panorâmica actualizada do progresso alcançado na conclusão da SEPA e definiu as suas expectativas para o futuro próximo¹¹. Em 4 de Maio de 2006, o BCE e a Comissão Europeia emitiram uma declaração conjunta a apresentar a sua visão da SEPA e declarando a intenção de trabalharem em estreita cooperação na criação desta Área Única de Pagamentos em Euros. Em particular, o sector bancário europeu e outros intervenientes relevantes foram incitados a criarem as condições para a realização da Área Única de Pagamentos em Euros até ao início de 2008, e para atingir uma massa crítica de transacções SEPA até ao final de 2010. O Eurosistema organizou diversas reuniões em 2006 com diferentes intervenientes, isto é, reuniões SEPA de alto nível com o sector bancário e reuniões com utilizadores finais e provedores de infra-estruturas e de cartões. O BCE patrocinou igualmente o congresso SEPA durante a *Euro Finance Week* (Semana Financeira do Euro) em Novembro de 2006. Além disso, o BCE participou na qualidade de observador em sessões plenárias e grupos de trabalho do EPC. Ao longo de 2006, o Eurosistema continuou a prestar assistência ao sector bancário no que diz respeito à concepção e preparação dos novos instrumentos e quadros SEPA, tais como a criação de um conjunto comum de regras para a transferência de crédito SEPA e instrumentos SEPA de débito directo, orientação pormenorizada para o sector bancário relativa aos pagamentos com cartões¹² e normas técnicas e orientações de implementação para assegurar o funcionamento

regular e seguro dos diferentes sistemas. No que respeita a infra-estruturas, o Eurosistema aconselhou o mercado a prosseguir o desenvolvimento atempado de sistemas de pagamentos de retalho que possam processar instrumento SEPA e sejam totalmente interoperáveis. Também recomendou que as infra-estruturas de mercado explorassem economias de escala e utilizassem a tecnologia moderna para reduções de custos. O Eurosistema também contribuiu para os preparativos para a implementação e migração para a SEPA e continuou a apoiar o projecto SEPA através das suas ferramentas de comunicação (tais como comunicados, relatórios, discursos e, mais recentemente, a brochura SEPA).

ACONSELHAMENTO SOBRE O QUADRO REGULAMENTAR E LEGISLATIVO DO SISTEMA FINANCEIRO E ESTABELECIMENTO DIRECTO DE REGRAS

O BCE e o Eurosistema contribuem 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 2006, na salvaguarda da implementação efectiva do quadro institucional revisto (ver também a Secção 2 do presente capítulo). O Livro Branco sobre Política de Serviços Financeiros 2005-2010 da Comissão Europeia, que contou com o contributo do Eurosistema, e o “Relatório de supervisão financeira” do Comité dos Serviços Financeiros, para o qual o BCE contribuiu, identificam medidas adequadas de política neste âmbito. 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 Secção 2).

11 “Progressos realizados no sentido de um espaço único de pagamentos em euros – Objectivos e prazos (4.º Relatório Intercalar)”, Fevereiro de 2006.

12 Para mais pormenores, ver “A perspectiva do Eurosistema sobre um espaço único de pagamentos em euros para os cartões”, 20 de Novembro de 2006.



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 assunto¹³. O reforço da integração e do desenvolvimento dos mercados hipotecários (e de outros mercados da banca a retalho) são importantes para a transmissão da política monetária na área do euro. Além disso, a integração financeira pode ter importantes implicações para a estabilidade financeira. No seguimento da sua consulta do Livro Verde, a Comissão deverá publicar um Livro Branco em Maio de 2007. O BCE contribuiu para a integração nesta área, nomeadamente através da sua participação no grupo de especialistas da Comissão sobre financiamento por hipoteca e no contexto do *European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG – Grupo de Juristas dos Mercados Financeiros Europeus), no que respeita aos obstáculos jurídicos à titularização a nível transfronteiras na UE.

Por último, no domínio da infra-estrutura financeira, o BCE deu o seu contributo para questões relacionadas com a integração de sistemas de liquidação de títulos e de sistemas de pagamentos. A fragmentação actual da infra-estrutura de liquidação e de compensação de títulos da UE constitui um grande obstáculo à maior integração dos mercados accionistas e obrigacionistas europeus. Em Julho de 2006, a Comissão Europeia sublinhou a importância de iniciativas lideradas pelo mercado nesta área e sugeriu que o sector da liquidação e compensação

trabalhasse num código de conduta para as melhores práticas de mercado. Este “*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*” (“Código de Conduta Europeu no domínio da Compensação e Liquidação”) foi assinado em 7 de Novembro de 2006. Tem como objectivo promover a concorrência e melhorar a eficiência, por exemplo, assegurando a transparência de preços e serviços. Ao mesmo tempo, continuaram os esforços da política pública para a redução das barreiras jurídicas e orçamentais. O BCE está bastante envolvido neste trabalho, através da sua participação no *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group* (Grupo Consultivo e de Acompanhamento em matéria de Compensação e Liquidação) e no *Legal Certainty Group* (Grupo de Certeza Jurídica). O BCE também acompanha o trabalho do *Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group* (Grupo de Cumprimento Orçamental em matéria de Compensação e Liquidação), o qual fornece aconselhamento à Comissão sobre formas possíveis de ultrapassar barreiras relacionadas com impostos à compensação e liquidação transfronteiras na UE. No que respeita à integração nos serviços de pagamento, as barreiras técnicas e comerciais estão a ser abordadas no contexto do projecto SEPA (ver acima), e o BCE emitiu um parecer sobre a proposta da Comissão de uma directiva relativa

13 “*The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosistema contribution to the public consultation*” (“Livro Verde da Comissão Europeia sobre o crédito hipotecário na UE – Contributo do Eurosistema para a consulta pública”), 1 de Dezembro de 2005.

a serviços de pagamento no mercado interno, a qual pretende eliminar os obstáculos jurídicos¹⁴. O BCE acolheu a proposta de directiva com agrado, na medida em que esta estabeleceria um quadro jurídico abrangente para os serviços de pagamento na UE. Considerou que a harmonização dos requisitos regulamentares para os serviços de pagamento proporcionaria a certeza jurídica para a prestação transfronteiras alargada deste tipo de serviços, e que a adopção e transposição atempadas da directiva apoiariam os esforços do sector bancário no sentido do estabelecimento da SEPA. O BCE referiu que os prestadores de serviços de pagamento não bancários deveriam estar sujeitos a regulamentação em proporção do âmbito das suas actividades. A adopção da proposta de directiva não deverá ser atrasada, uma vez que a introdução de sistemas nacionais compatíveis com a SEPA a 1 de Janeiro de 2008 e a migração total para estes sistemas até 2010 poderiam ser postas em causa. Neste contexto, os Títulos III e IV da proposta de directiva são cruciais, por introduzirem um conjunto harmonizado de regras relativas a requisitos de informação, autorização, tempo de execução e responsabilidade relativamente às transacções de pagamento.

PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE BANCA CENTRAL CONDUCENTES À INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Em 21 de Outubro de 2005, o Eurosistema confirmou que o TARGET2 entraria em funcionamento em 19 de Novembro de 2007. O Eurosistema prosseguiu o seu trabalho no novo sistema em 2006 (ver Secção 2.2 do Capítulo 2).

Com vista a colher todos os benefícios do estabelecimento do sistema TARGET2, o Eurosistema começou a explorar a possibilidade de prestar serviços de liquidação em moeda do banco central a CDT para transacções de títulos em euros. A possibilidade dada pelo TARGET2 de centralizar a liquidação financeira numa única conta deverá aumentar também a procura do mercado para a centralização da liquidação de títulos através de uma única conta de títulos. O objectivo deste novo serviço, designado por *TARGET2-Securities* (TARGET2-Títulos), será

fornecer uma infra-estrutura técnica comum para a liquidação em euros de transacções de títulos em moeda do banco central por CDT e processar liquidações financeiras e de títulos numa única plataforma técnica (ver Secção 2.3 do Capítulo 2).

Em 20 de Outubro de 2006, o BCE anunciou que o seu Conselho tinha discutido as reacções do mercado à consulta informal sobre a proposta de oferecer este tipo de serviço, tendo solicitado ao Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação que preparasse um estudo de viabilidade sobre o projecto.

No que respeita ao quadro de activos de garantia do Eurosistema, em 2006, o Eurosistema especificou os critérios de elegibilidade para os activos não transaccionáveis a ser incluídos na lista única de activos de garantia. Estes critérios foram definidos em “A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, publicada em 15 de Setembro de 2006. A inclusão dos activos não transaccionáveis na lista única desde 1 de Janeiro de 2007 marca a etapa final na substituição gradual do sistema de activos de garantia de duas listas do Eurosistema.

Finalmente, o Conselho do BCE decidiu em 3 de Agosto de 2006 alargar, para além de 2007, o modelo de banco central correspondente para a transferência transfronteiras de activos de garantia a nível do Eurosistema (ver também a Secção 2.4 do Capítulo 2).

¹⁴ COM(2005)603 final.

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 importantes¹⁵, 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. O estreito relacionamento 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.

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

O papel de superintendência do Eurosistema abrange todos os sistemas de pagamentos 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. Em 2006, o Conselho do BCE adoptou as expectativas de continuidade operacional para os sistemas de pagamentos sistemicamente importantes. Estas fazem agora parte integrante do quadro de superintendência do Eurosistema e contribuem para assegurar um nível suficiente e consistente de resistência em todos os sistemas de pagamentos sistemicamente importantes localizados na área do euro e que funcionam 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 motivadas por alterações no âmbito quer dos SLBTR nacionais que participam no TARGET ou estão a este ligados, quer do mecanismo de pagamentos do BCE. Sempre que são introduzidas alterações substanciais no sistema TARGET, os aspectos relevantes são sujeitos a uma análise de superintendência antes de ficarem operacionais. De acordo com a sua política de superintendência comum, o Eurosistema realizou em 2006 uma avaliação de superintendência aprofundada relativamente ao impacto da ligação do SLBTR em euros do Eesti Pank ao sistema TARGET existente, através do SLBTR do Banca d'Italia. Concluiu que a ligação não teria um impacto negativo sobre o funcionamento regular do TARGET. Quanto à adesão da Eslovénia à área do euro, o Banka Slovenije decidiu não desenvolver o seu próprio SLBTR em euros, mas antes utilizar o SLBTR do Deutsche Bundesbank. Como resultado, não foi considerada necessária uma análise de superintendência, uma vez que não foi introduzida qualquer nova infra-estrutura no TARGET.

O futuro sistema TARGET2 deverá obedecer aos padrões de superintendência do Eurosistema da mesma forma que qualquer outro sistema de pagamentos em euros sistemicamente importante na área do euro e, por conseguinte, ficará sujeito a uma análise de superintendência. Após a implementação do quadro organizacional geral para a superintendência do TARGET2, o BCE tem orientado e coordenado as actividades de superintendência do TARGET2. Os BCN são os principais responsáveis pelas actividades de superintendência relacionadas com as características locais do sistema, sempre que tais características sejam apenas relevantes para o contexto nacional. Contribuem também para as actividades de superintendência relacionadas com as características do TARGET2 central. Uma vez que o TARGET2 está ainda em fase de projecto, os

¹⁵ 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.

superintendentes do TARGET realizaram em 2006 uma avaliação de superintendência preliminar da concepção do sistema. Os superintendentes continuam a acompanhar o desenvolvimento do sistema TARGET2 e realizarão uma avaliação abrangente antes da sua entrada em funcionamento.

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 em última instância liquidadas através do sistema TARGET. Em 2006, as actividades de superintendência do BCE incidiram sobre a avaliação de uma nova característica de gestão de liquidez, a “ponte de liquidez”, antes da sua adopção. O objectivo da ponte de liquidez é permitir aos bancos participantes transferir a capacidade de pagamento do e para o EURO1 numa base intra-diária, levando-os a adaptar a sua capacidade de processamento no EURO1 às respectivas necessidades de pagamento individuais. A avaliação de superintendência da ponte de liquidez não revelou qualquer impacto negativo sobre o cumprimento dos Princípios Fundamentais por parte do EURO1. O BCE continuará a acompanhar o funcionamento desta característica e quaisquer novos desenvolvimentos no EURO1.

SISTEMA DE LIQUIDAÇÃO EM CONTÍNUO

O Sistema de Liquidação em Contínuo (*Continuous Linked Settlement – CLS*) liquida transacções cambiais 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-contrapagamento, e apenas quando estiverem disponíveis fundos suficientes. A segurança e eficácia contínuas do CLS são de primordial

importância para o Eurosistema, uma vez que o sistema CLS, em termos de valor, é o maior sistema de pagamentos que liquida transacções em euros fora da área do euro. No contexto dos acordos de superintendência cooperativa do CLS, sob a liderança do Sistema da Reserva Federal, o BCE é o supervisor principal para a liquidação das transacções em euros.

Em Dezembro de 2006, o CLS liquidou, em média, 290000 transacções cambiais por dia, com um valor de liquidação médio diário equivalente a €2 biliões¹⁶. O euro, com uma percentagem de 19% de todas as transacções liquidadas no CLS, continuou a ser, depois do dólar dos EUA (46%), a moeda de liquidação mais importante. O valor médio diário das transacções liquidadas em euros no CLS foi de €489 mil milhões.

Em 2006, o Eurosistema participou num estudo realizado pelo BIS entre os principais participantes no mercado cambial, com o objectivo de identificar os métodos de mitigação do risco por eles utilizados para reduzir o risco de liquidação cambial. Os resultados deste estudo ficarão disponíveis em 2007 e constituirão a base de uma avaliação por parte dos bancos centrais da estratégia do G10 para reduzir o risco de liquidação cambial, como definida num relatório do BIS, publicado em 1996, intitulado “*Settlement risk in foreign exchange transactions*” (“Risco de liquidação nas transacções cambiais”).

CONTINUIDADE OPERACIONAL

Em Maio de 2006, o Conselho do BCE aprovou o relatório “*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)*” (“Expectativas de superintendência da continuidade operacional para sistemas de pagamentos sistemicamente importantes (SPSI)”). O relatório destina-se a estabelecer um quadro para a superintendência harmonizado relativo à continuidade

¹⁶ Cada transacção cambial implica duas transacções, uma para cada moeda envolvida. Assim, em Dezembro de 2006, o CLS liquidou transacções com um valor médio diário equivalente a cerca de €1.3 biliões.

operacional na área do euro, promovendo assim condições de igualdade. O relatório proporciona orientações de superintendência aos operadores de SPSI, de forma a permitir alcançar níveis suficientes e consistentes de resistência, sustentando os esforços do mercado para melhorar as capacidades de recuperação e reposição da situação. Sublinha as expectativas específicas relativas à implementação de uma localização secundária totalmente operacional e salienta a necessidade de testar e treinar com regularidade o pessoal que desempenha funções críticas. Os testes deverão basear-se num leque variado de cenários plausíveis e os resultados deverão ser partilhados com outros intervenientes relevantes. Por último, o relatório realça a necessidade de os SPSI i) adoptarem procedimentos claros de gestão de crises e de comunicação a fim de fazer face a situações de crise, ii) disporem de meios de comunicação alternativos para a partilha de informação após uma crise e iii) assegurarem que dispõem de adequados canais de comunicação com as autoridades relevantes. Algumas das expectativas têm impacto sobre os participantes críticos nos SPSI e sobre os terceiros que fornecem serviços críticos externos a SPSI. As expectativas de superintendência deverão ser implementadas e testadas pelos SPSI até Junho de 2009 e pelos participantes críticos e terceiros fornecedores de serviços críticos até Junho de 2010. O Eurosistema realizará revisões regulares até Junho de 2009 a fim de medir os progressos alcançados pelos SPSI na implementação das expectativas e de avaliar o risco de quaisquer eventuais atrasos.

Em Setembro de 2006, o BCE organizou uma conferência com o objectivo de partilhar informação e experiência nesta área e discutir questões relacionadas com a continuidade operacional numa área do euro integrada. Participaram nesta conferência representantes da UE e dos bancos centrais não pertencentes à UE, instituições financeiras e operadores de infra-estruturas de pagamentos e de mercados de títulos.

SWIFT

A SWIFT não é, em si própria, um sistema de pagamentos ou de liquidação e, por conseguinte, não é uma entidade regulada. Contudo, devido à sua importância sistémica para o mercado financeiro global, os bancos centrais do G10 foram de opinião que a SWIFT deveria ficar sujeita a superintendência cooperativa pelos bancos centrais, desempenhando o Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique o papel de superintendente principal. 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 efectivamente os potenciais riscos que possam ser colocados à estabilidade financeira e à solidez das infra-estruturas financeiras. A superintendência da SWIFT baseia-se actualmente em princípios e práticas comuns de mercado amplamente aceites. Estes constituem a base para uma metodologia de superintendência com base no risco aplicada às actividades operacionais da SWIFT relevantes para a estabilidade financeira. 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. Prevê-se que as expectativas de superintendência fiquem concluídas e sejam integradas na metodologia de superintendência com base no risco do grupo de superintendência ao longo de 2007 (ver também Secção 2 do Capítulo 6).

4.2 SERVIÇOS DE PAGAMENTO DE RETALHO

A superintendência do Eurosistema abrange também os sistemas de pagamentos de retalho.

Em 2006, 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. Uma vez que as avaliações de superintendência dos sistemas de pagamentos de retalho no âmbito da superintendência do Eurosistema foram concluídos em 2005, não foi considerado necessário realizar uma nova ronda de avaliações coordenadas em 2006.

4.3 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.

O Eurosistema avalia o cumprimento por parte dos sistemas de liquidação de títulos (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 nas operações de crédito do SEBC” (conhecidos por “Padrões do utilizador do Eurosistema”).

Em 2006, o BCE contribuiu para os trabalhos desenvolvidos pela Comissão Europeia e pelo Conselho da UE sobre a revisão da Directiva relativa ao carácter definitivo da liquidação e o debate sobre se a Comunidade deverá assinar a Convenção de Haia sobre valores mobiliários. O BCE contribuiu também para um relatório em preparação pelo Comité de Sistemas de Pagamentos e de Liquidação sobre os acordos de compensação e de liquidação de derivados *over-the-counter*¹⁷. Em Abril de 2006, o BCE e o Banco da Reserva Federal de Chicago organizaram conjuntamente uma conferência em Frankfurt sobre questões relacionadas com a compensação pela contraparte central.

AValiação DOS SISTEMAS DE LIQUIDAÇÃO DE TÍTULOS FACE AOS PADRÕES DO UTILIZADOR

Em 2006, foi adoptado um novo acordo relativo à emissão, custódia e liquidação de títulos de dívida internacionais. Esses títulos, emitidos conjuntamente nas duas centrais de depósito de títulos internacionais (CDTI), ou seja, o Euroclear Bank (Bélgica) e o Clearstream Banking Luxembourg, representam uma parte significativa dos títulos elegíveis para operações de crédito do Eurosistema. Nesta nova estrutura, que foi avaliada pelo Eurosistema, uma nova forma de certificado de dívida global ao portador – o “Novo Certificado de Dívida Global ao Portador” (NCDG) (“*New Global Note – (NGN)*”) – representa a emissão de títulos. Os títulos de dívida internacionais sob a forma de certificado de dívida global ao portador que tenham sido emitidos por centrais de depósito de títulos internacionais depois de 31 de Dezembro de 2006 apenas serão elegíveis como garantia para operações do Eurosistema se forem utilizados sob a forma de NCDG. Os títulos emitidos antes dessa data continuarão a ser elegíveis como garantia até ao vencimento.

A avaliação anual dos SLT da área do euro e uma avaliação *ad hoc* das ligações entre SLT confirmaram que o nível geral de cumprimento dos padrões é elevado e que os SLT têm mantido esforços no sentido de melhorar esse cumprimento.

Na preparação para a adesão da Eslovénia à área do euro em 1 de Janeiro de 2007, o Conselho do BCE avaliou o SLT da Eslovénia (KDD). A análise detalhada revelou que o sistema esloveno era elegível para as operações de política monetária e de crédito intradiário do Eurosistema.

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

17 <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>

SEBC e o CESR. Um grupo de trabalho do SEBC-CESR elaborou em 2004 um relatório preliminar sobre os *“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-OICVM 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. Foram analisadas diversas questões em aberto, em estreita cooperação com os participantes no mercado e os supervisores bancários, tais como os requisitos específicos para as centrais de depósito de títulos com licença bancária e a cooperação entre autoridades relevantes. Porém, foram alcançados poucos progressos nesta área em 2006.

Em 11 de Julho de 2006, a Comissão Europeia convidou o sector a reduzir os custos de compensação e liquidação na UE. Com este objectivo, em 7 de Novembro de 2006, foi assinado um código de conduta por representantes da Federação das Bolsas Europeias, da Associação Europeia das Câmaras de Compensação pela Contraparte Central e da Associação de Centrais de Depósito de Títulos Europeias, bem como das instituições membros destes grupos. O código tem como objectivo promover a concorrência e melhorar a eficiência da compensação e da liquidação na UE, assegurando a transparência de preços, os direitos de acesso, a inter-operacionalidade entre as infra-estruturas, a diferenciação de serviços e a separação de contas. Contudo, não incide sobre a estabilidade financeira e a harmonização regulamentar, pelo que se mantém a necessidade dos padrões SEBC-CESR.



CAPÍTULO 5

RELAÇÕES EUROPEIAS E INTERNACIONAIS

I QUESTÕES EUROPEIAS

Em 2006, 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 2006, foram accionados procedimentos relativos aos défices excessivos para cinco Estados-Membros da área do euro (Alemanha, Grécia, França, Itália e Portugal) e para sete Estados-Membros não pertencentes à área do euro (República Checa, Chipre, Hungria, Malta, Polónia, Eslováquia e Reino Unido). A existência de um défice excessivo no Reino Unido foi confirmada pelo Conselho ECOFIN em Janeiro de 2006. Pelo contrário, os procedimentos para o Chipre e para a França foram revogados em Junho de 2006 e Janeiro de 2007, respectivamente, após a confirmação de que o défice nestes países se tinha reduzido, de forma credível e sustentável, para um nível inferior ao valor de referência de 3% do PIB.

Em Março de 2006, o Conselho ECOFIN notificou a Alemanha, nos termos do n.º 9 do artigo 104.º do Tratado, de que deveria tomar medidas para reduzir o défice. Esta foi apenas a segunda vez que o Conselho ECOFIN tomou esta iniciativa, sendo a primeira vez desde a revisão do Pacto de Estabilidade e Crescimento em Março de 2005. Neste contexto, o Conselho decidiu prolongar até 2007 o prazo para que a Alemanha possa corrigir o défice excessivo. Em Outubro de 2006, o Conselho ECOFIN emitiu uma recomendação revista para a Hungria, a qual, tendo em vista a deterioração

da situação orçamental naquele país, prolongou de 2008 para 2009 o prazo para que a Hungria possa corrigir o défice excessivo. Em Novembro de 2006, o Conselho adoptou uma decisão nos termos do n.º 8 do artigo 104.º do Tratado, declarando que as medidas tomadas pela Polónia eram inadequadas para corrigir o défice excessivo até 2007.

Em todos os restantes casos, a avaliação das medidas tomadas pelos Estados-Membros em resposta às recomendações e notificações recebidas não deram origem a novas medidas processuais. No entanto, em alguns países (nomeadamente Itália e Portugal), foram identificadas falhas em termos de cumprimento dos objectivos de consolidação intermédia e/ou riscos para as trajectórias de consolidação previstas, exigindo a continuação de um acompanhamento atento. Em Fevereiro de 2007, o instituto de estatísticas alemão confirmou que o défice na Alemanha se tinha situado num nível bastante abaixo de 3% do PIB em 2006, enquanto os sinais mais recentes sugerem que a Grécia, Malta e Reino Unido poderão apresentar também défices inferiores a 3% do PIB para 2006. Porém, estes resultados deverão ser ainda confirmados e a sua sustentabilidade avaliada antes de serem concluídos os procedimentos relativos aos défices excessivos nestes países.

Foram alcançados novos progressos em 2006 na avaliação da sustentabilidade a longo prazo das finanças públicas nos Estados-Membros da UE. Em Fevereiro, o Comité de Política Económica da UE (CPE) e a Comissão Europeia publicaram um relatório que avalia o impacto orçamental do envelhecimento da população¹. O relatório, que actualizou os relatórios do CPE/Comissão de 2001 e 2003 relativos ao envelhecimento, apresentou estimativas

¹ *"The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)"* ("O impacto do envelhecimento da população na despesa pública: projecções para os 25 Estados-Membros da UE sobre pensões, serviços de saúde, cuidados prolongados, educação e pagamentos de subsídios de desemprego (2004-2050)"). European Economy Special Report N.º 1/2006, Comité de Política Económica e Comissão Europeia.

dos encargos orçamentais induzidos pelo envelhecimento da população para os Estados-Membros da UE com base em pressupostos comumente acordados relativamente ao comportamento das principais variáveis demográficas e macroeconómicas. Para a área do euro, e para a UE no seu conjunto, o estudo indica que seria necessária uma melhoria da situação orçamental estrutural de cerca de 3½% do PIB face ao nível de 2005 a fim de ser alcançada uma posição sustentável. Porém, os cálculos actualizados dependem fortemente dos pressupostos utilizados, salientando assim a importância de aperfeiçoar as metodologias existentes. As estimativas contidas no relatório constituíram dados para uma análise subsequente da sustentabilidade orçamental a longo prazo nos Estados-Membros da UE, no âmbito quer da análise dos programas de estabilidade e convergência, quer do primeiro “relatório de sustentabilidade” da Comissão, publicado em Novembro de 2006². Neste contexto, prosseguem os trabalhos de desenvolvimento de uma metodologia adequada que tome em consideração as responsabilidades implícitas quando são calculados os objectivos orçamentais a médio prazo dos Estados-Membros.

A ESTRATÉGIA DE LISBOA

No Outono de 2006, os Estados-Membros apresentaram relatórios intercalares sobre os seus programas de reforma nacionais para 2005-08, nos termos das conclusões do Conselho Europeu de 2005 sobre a revisão da estratégia de Lisboa, o programa alargado de reformas económicas, sociais e ambientais da UE e o novo quadro de governação³. Os programas estabeleceram as estratégias de reforma estrutural dos Estados-Membros e analisaram os progressos alcançados até à data em termos do cumprimento dos respectivos compromissos. Estes incluem assegurar a sustentabilidade das finanças públicas (em particular através da reforma das pensões e dos sistemas de saúde), reformar os mercados de trabalho e do produto e os sistemas de segurança social, investir em investigação e desenvolvimento e inovação e melhorar a

conjuntura regulamentar da actividade empresarial (ver também Capítulo 1).

Os relatórios intercalares sobre os programas de reforma nacionais foram avaliados pelo Conselho ECOFIN, com o apoio do CPE, e pela Comissão Europeia, que publicou, em Dezembro de 2006, o segundo “*Annual Progress Report on Growth and Jobs*” (“Relatório Anual Intercalar sobre o Crescimento e o Emprego”). O BCE atribui grande importância à implementação de reformas estruturais e acolhe favoravelmente a determinação da Comissão e dos Estados-Membros de adoptar a estratégia de Lisboa a nível comunitário e nacional. É de particular importância que os países da área do euro apliquem medidas de reforma abrangentes, dado que partilham a responsabilidade de assegurar o bom funcionamento da UEM.

DIRECTIVA RELATIVA AOS SERVIÇOS NO MERCADO INTERNO

Como parte do objectivo de concluir o Mercado Interno, a Comissão Europeia propôs em Janeiro de 2004 uma directiva destinada a eliminar as barreiras jurídicas e administrativas à prestação de serviços transfronteiras. Após revisões substanciais durante o processo legislativo, o Parlamento Europeu e o Conselho da UE chegaram a acordo quanto à directiva em 15 de Novembro de 2006, tendo esta sido adoptada em 12 de Dezembro de 2006.

Se adequadamente aplicada, a directiva trará claros benefícios quer para os prestadores, quer para os utilizadores de serviços. A directiva proibirá determinadas restrições quanto à prestação de serviços transfronteiras e estabelecerá critérios claros para os requisitos que os Estados-Membros são autorizados a impor sobre os prestadores de serviços de outros países da UE. A directiva facilitará também a “liberdade de estabelecimento”, tornando mais fácil aos prestadores de serviços estabelecer a sua actividade noutros Estados-Membros.

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

3 Ver o Relatório Anual do BCE de 2005, pp. 150-151.

A directiva deverá permitir à UE explorar o potencial não aproveitado de crescimento económico e expansão do emprego no sector dos serviços, em particular ao promover a concorrência transfronteiras e ao reduzir o custo da actividade. Como resultado, espera-se que a directiva promova a produtividade do trabalho e o crescimento do produto e do emprego no médio a longo prazo e que contribua para uma redução dos preços no sector dos serviços, beneficiando assim os consumidores. É provável que outros sectores da economia que utilizam serviços como factores no seu processo de produção venham também a colher benefícios⁴.

1.2 QUESTÕES INSTITUCIONAIS

RELATÓRIOS DE CONVERGÊNCIA

Após os pedidos da Lituânia e da Eslovénia, o BCE e a Comissão Europeia, nos termos do artigo 122.º do Tratado, prepararam individualmente um relatório de convergência sobre os progressos alcançados por estes dois países no cumprimento das condições para adesão à área do euro. Com base nestes relatórios de convergência, publicados em 16 de Maio de 2006, e numa proposta da Comissão, o Conselho ECOFIN adoptou, em 11 de Julho de 2006, uma decisão que permitiu à Eslovénia introduzir o euro como moeda legal a partir de 1 de Janeiro de 2007 (ver Capítulo 3). No dia 5 de Dezembro de 2006, o BCE e a Comissão Europeia publicaram os relatórios de convergência regulares, preparados com uma frequência bienal, analisando a República Checa, Estónia, Chipre, Letónia, Hungria, Malta, Polónia, Eslováquia e Suécia. Nenhum destes Estados-Membros cumpria as condições para a adopção do euro.

Na sequência de um debate no Conselho ECOFIN, a Comissão Europeia e o BCE clarificaram a interpretação e aplicação do critério de estabilidade de preços em relação ao alargamento da área do euro. Em 10 de Outubro de 2006, o Conselho ECOFIN reafirmou que o valor de referência para a estabilidade de preços

deverá ser calculado como a taxa de inflação média dos três Estados-Membros da UE com melhores resultados, mais 1.5 pontos percentuais.

O TRATADO CONSTITUCIONAL

Em 2006, o BCE continuou a acompanhar o processo de ratificação do Tratado que estabelece uma constituição para a Europa (Tratado Constitucional), uma vez que diversas das suas disposições são relevantes para o SEBC. O BCE registou que o processo de ratificação prosseguiu apesar da rejeição do Tratado Constitucional em França e nos Países Baixos em 2005. São já 18 os Estados-Membros que ratificaram o Tratado Constitucional ou que estão muito próximo da conclusão formal do processo de ratificação: Bélgica, Bulgária, Alemanha, Estónia, Grécia, Espanha, Itália, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Hungria, Malta, Áustria, Roménia, Eslovénia, Eslováquia e Finlândia.

O BCE apoia os objectivos do Tratado Constitucional, que se destina a clarificar o quadro legal e institucional da UE, a aumentar a capacidade da União para actuar quer a nível Europeu quer internacional e a confirmar o actual quadro de política monetária. O debate sobre os novos progressos em termos da reforma institucional da UE prosseguirá em 2007 sob as presidências alemã e portuguesa da UE.

REPRESENTAÇÃO EXTERNA

O BCE estabeleceu-se como parceiro-chave a nível internacional desde o início da União Monetária e está representado em instituições internacionais relevantes.

Na área dos assuntos económicos, os acordos de representação externa da UEM reflectem o facto de as políticas económicas permanecerem em larga medida da competência dos Estados-Membros. Contudo, nos últimos anos, foram

⁴ Para mais informações, ver “*Competition, productivity and prices in the euro area services sector*”, Documento de Trabalho Ocasional do BCE n.º 44, Abril de 2006.

alcançados alguns progressos no sentido de uma representação mais unificada.

O Eurogrupo e o Conselho ECOFIN consideraram recentemente propostas para reforçar a representação em questões relacionadas com a UEM a nível internacional e para melhorar a coordenação interna a este respeito. Em particular, aprovaram um envolvimento mais abrangente do Presidente do Eurogrupo nas reuniões do G7 e a participação da Comissão Europeia em instâncias internacionais como o G20.

REFORMA DOS PROCEDIMENTOS DE COMITOLOGIA DA UE

Em Julho de 2006, o Conselho da UE, o Parlamento Europeu e a Comissão Europeia acordaram numa reforma do sistema de comités através dos quais a legislação comunitária é adoptada, conhecido como procedimentos de comitologia. O principal elemento da reforma é a introdução de um “procedimento regulamentar com escrutínio”, que fortalece substancialmente os poderes do Parlamento Europeu nas medidas de execução.

A reforma é de particular importância no âmbito do quadro Lamfalussy para o sector financeiro, cuja principal característica é a delegação das competências de execução à Comissão. Esta reforma permitirá que o processo Lamfalussy continue a desempenhar um papel importante ao facilitar e acelerar a integração financeira na UE (ver também Capítulo 4).

1.3 EVOLUÇÃO E RELAÇÕES COM OS PAÍSES ADERENTES E OS PAÍSES CANDIDATOS À UE

O BCE intensificou a sua cooperação com os bancos centrais dos países aderentes e dos países candidatos, tendo como objectivo assegurar um processo regular de integração monetária na UE. Esta cooperação foi desenvolvida em paralelo com o diálogo institucional global entre a UE e estes países.



Após a assinatura do Tratado de Adesão pela Bulgária e pela Roménia em 25 de Abril de 2005, os governadores do Banca Națională a României e do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) participaram, como observadores, nas reuniões do Conselho Geral do BCE a partir de 16 de Junho de 2005, e especialistas dos dois bancos centrais estiveram envolvidos, como observadores, nas reuniões dos comités do SEBC. Além disso, reuniões ao mais alto nível com o Banca Națională a României e o Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) tiveram lugar em Frankfurt, em 15 de Novembro e 6 de Dezembro de 2006, respectivamente. Em Outubro de 2006, três BCN da área do euro (Banque de France, Banca d'Italia e De Nederlandsche Bank) concluíram a sua cooperação técnica com o Banca Națională a României sob a forma de um programa geminado financiado pela UE, que tinha começado no início de 2005. Um esquema idêntico foi iniciado com o Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) em Outubro de 2006.

Em 26 de Setembro de 2006, a Comissão Europeia concluiu que a Bulgária e a Roménia tinham alcançado sólidos progressos nos preparativos de adesão à UE. A Comissão propôs algumas medidas adicionais para continuar a acompanhar a aplicação dos requisitos da UE num número limitado de áreas, nenhuma das quais, porém, relacionada com a esfera monetária. A Bulgária e a Roménia aderiram à UE em 1 de Janeiro de 2007 e os respectivos bancos centrais tornaram-se membros de pleno direito do SEBC.

Após a abertura das negociações de adesão com a Turquia em 3 de Outubro de 2005, a Comissão iniciou as negociações relativas a cada capítulo do acervo comunitário em 12 de Junho de 2006.

No dia 29 de Novembro de 2006, a Comissão apresentou as suas recomendações sobre a continuação das negociações de adesão da Turquia. Recomendou que os capítulos para os quais os preparativos técnicos tinham sido concluídos deveriam permanecer abertos, enquanto o início das negociações relativamente a outros oito capítulos deveria ser suspenso até que a Turquia cumprisse os seus compromissos. O Conselho Europeu, na reunião de 14 e 15 de Dezembro de 2006, decidiu seguir as recomendações da Comissão. O BCE prosseguiu o diálogo de política de longa data ao mais alto nível com o banco central nacional da Turquia, que incluiu uma visita ao BCE, ao nível da Comissão Executiva, em 28 de Junho de 2006. Os debates incidiram sobre a recente evolução macroeconómica e financeira na Turquia, a transição da política monetária do banco central nacional da Turquia para um verdadeiro regime de objectivo cambial e a situação económica e monetária na área do euro.

Após a decisão do Conselho da UE de iniciar negociações de adesão com a Croácia em 3 de Outubro de 2005, a primeira fase das negociações teve início em Junho de 2006. O BCE fortaleceu as suas relações bilaterais com o banco central nacional da Croácia, recebendo o Governador em Frankfurt para o primeiro diálogo pré-adesão ao mais alto nível, em Outubro de 2006.

A antiga República Jugoslava da Macedónia obteve o estatuto de país candidato à adesão em Dezembro de 2005. Contudo, 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 Associação assinado com a UE. Em 2006, foram intensificados os contactos entre o BCE e o banco central nacional da República da Macedónia, reflectido, nomeadamente, na assistência técnica prestada pelo BCE, para além da assistência prestada por diversos BCN.

2 QUESTÕES INTERNACIONAIS

2.1 PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

SUPERVISÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS NA ECONOMIA MUNDIAL

O Eurosistema desempenha um papel importante no processo de supervisão multilateral internacional das políticas macroeconómicas, que decorre principalmente nas reuniões de organismos internacionais, tais como o FMI, a OCDE e o BIS, 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 da política económica internacional com o objectivo de contribuir para uma conjuntura macroeconómica estável e para políticas macroeconómicas e financeiras sólidas.

Em 2006, a conjuntura económica internacional continuou a ser dominada pela persistência de elevados desequilíbrios das balanças correntes a nível mundial⁵. Nos Estados Unidos, o défice da balança corrente atingiu quase 6.6% do PIB, que compara com 6.4% no ano anterior; os Estados Unidos absorvem actualmente cerca de 75% das poupanças líquidas mundiais. As principais contrapartes do défice dos EUA encontram-se na Ásia e nos países exportadores de petróleo. Na Ásia, os excedentes das balanças correntes mantêm-se elevados, atingindo cerca de 4.3% do PIB, em média, aproximadamente o mesmo registado em 2005. Em particular, o excedente da balança corrente atingiu mais de 7.2% na China, cerca de 3.7% no Japão e 2.7% no grupo de “outros países emergentes da Ásia”. Os países exportadores de petróleo registaram, em média, um excedente da balança corrente substancialmente mais elevado em 2006 (18.2% do PIB) do que em 2005 (15.1%)⁶. Algumas economias asiáticas e exportadoras de petróleo continuaram também a acumular níveis significativos de activos de reserva. A acumulação de reservas foi particularmente elevada no caso da China, onde

o nível de reservas cambiais ascendeu a cerca de USD 1 bilião.

O Eurosistema continuou a dar ênfase, em várias ocasiões, aos riscos e incertezas relacionados com a persistência desses desequilíbrios e a apoiar integralmente uma abordagem cooperativa desta questão, como sublinhado nos comunicados do G7 de 21 de Abril e de 16 de Setembro de 2006. Todas as principais economias deverão procurar contribuir para um ajustamento gradual e regular dos desequilíbrios, a fim de preservar e reforçar as perspectivas de crescimento e estabilidade mundiais. A agenda de política internacional inclui políticas para: i) aumentar a poupança privada e pública nos países com défice, ii) aplicar novas reformas estruturais em economias maduras com potencial de crescimento relativamente baixo, assim como em economias de mercados emergentes com necessidade de aumentar a absorção interna e melhorar a afectação de capital, e iii) promover a flexibilidade cambial nos principais países e regiões que revelem falta dessa flexibilidade. Embora diversos desenvolvimentos e medidas de política estivessem na direcção certa em 2006, incluindo o facto de ter sido autorizada uma maior volatilidade intradiária ao renminbi chinês desde o início do ano, são necessários outros ajustamentos para que os desequilíbrios mundiais se reduzam significativamente.

Por último, a própria área do euro encontra-se sujeita a exercícios internacionais de supervisão de políticas. O FMI e o Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento da OCDE realizaram análises regulares da área do euro, em complemento das suas revisões dos países da área do euro a nível individual. As análises incidiram sobre a

5 As estimativas para 2006 apresentadas nesta secção baseiam-se nas projecções contidas no “*World Economic Outlook*” do FMI, de Setembro de 2006.

6 Expressos em percentagem do PIB mundial, os valores correspondentes para 2006, com base em dados do FMI, foram um défice de cerca de 1.8% para os Estados Unidos e excedentes de cerca de 0.4% para a China, 0.35% para o Japão, 0.2% para o grupo de “outros países emergentes da Ásia” e 1.2% para os países exportadores de petróleo.

política económica, financeira e monetária da área do euro. As consultas ao abrigo do Artigo IV do FMI e a análise do Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento da OCDE proporcionaram uma oportunidade para um intercâmbio proveitoso de opiniões entre estas organizações internacionais e o BCE, a presidência do Eurogrupo e a Comissão Europeia. Na sequência destas discussões, o FMI e a OCDE produziram um relatório que avalia as políticas da área do euro⁷.

ARQUITECTURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

O FMI está a obter progressos nos trabalhos relativos a uma revisão estratégica cujo objectivo consiste em definir prioridades a médio prazo e melhorar a eficiência dos instrumentos operacionais do Fundo. O SEBC acompanha e dá o seu contributo para as discussões actualmente em curso, não só no próprio FMI, mas também em vários fóruns internacionais, como o G7 e o G20. Áreas importantes abrangidas nesta revisão incluem a supervisão do FMI, o seu papel nas economias dos mercados emergentes e questões relacionadas com a governação, como as quotas e a representação no FMI.

A reforma do quadro de supervisão do FMI está a ganhar forma. Há uma concordância geral entre os membros do Fundo de que a supervisão deve abranger questões dos mercados financeiro e de capitais em maior pormenor. Além disso, dar maior ênfase às questões multilaterais e às repercussões internacionais de medidas de política nacionais foi identificado como um passo importante para o futuro. Em Junho de 2006, o FMI lançou um novo processo, a consulta multilateral, destinada a proporcionar um fórum para o debate entre as partes envolvidas sobre uma questão económica comum, caracterizada por ligações entre essas partes e outras economias. Complementando a supervisão bilateral do FMI, a primeira consulta multilateral incide sobre a adopção de políticas destinadas a atenuar de forma regular os desequilíbrios mundiais, mantendo ao mesmo tempo o crescimento mundial. As cinco partes

envolvidas na consulta são os Estados Unidos, o Japão, a China, a Arábia Saudita e a área do euro, sendo esta última representada pela presidência do Eurogrupo, a Comissão Europeia e o BCE. Além disso, a fim de melhorar a eficácia da supervisão, os membros do FMI continuam a debater se os fundamentos jurídicos da supervisão do Fundo deverão ser alterados. Por último, prosseguem as discussões sobre a forma como deverão ser tratadas as questões cambiais no contexto das actividades de supervisão do FMI.

No que se refere ao papel do FMI nas economias de mercados emergentes, os membros do Fundo discutem a criação de um novo instrumento de liquidez e as características da sua concepção para os países que têm acesso a mercados de capitais internacionais e prosseguem políticas económicas fortes.

Foram também alcançados progressos quanto ao fortalecimento da governação do FMI, uma matéria que tem sido amplamente discutida no último ano, com o objectivo de assegurar uma representação justa e adequada para todos os membros do FMI. Mais especificamente, a distribuição de quotas deverá ser proporcional à posição relativa dos países na economia mundial, devendo ser reforçada a representação dos países em desenvolvimento e em transição. Na sua reunião anual em Setembro de 2006, os membros do FMI chegaram a acordo quanto a um aumento *ad hoc* das quotas de quatro países (China, Coreia, México e Turquia). Prosseguem os trabalhos relacionados com as quotas e a representação, incluindo uma nova fórmula para o cálculo das quotas, uma segunda ronda de aumentos *ad hoc* das quotas – a ser baseada na nova fórmula – para uma gama mais alargada de países, e um aumento dos votos de base, de forma a melhorar a representação e a participação no FMI de países em transição e

⁷ “Euro area policies: staff report for the 2006 Article IV consultation” (“Políticas da área do euro: Relatório do Corpo Técnico da consulta ao abrigo do Artigo IV”), FMI, Junho de 2006 e “Economic survey of the euro area” (“Análise económica da área do euro”), OCDE, Janeiro de 2007. Ambos os relatórios sublinham a necessidade de acelerar o ritmo de reforma estrutural na área do euro.

de baixo rendimento. Este conjunto de reformas deverá estar concluído, o mais tardar, à data das reuniões anuais de 2008. No que se refere às finanças do FMI, o Director-Geral nomeou uma comissão, em Maio de 2006, que se destina a apresentar recomendações específicas para o financiamento sustentável a longo prazo dos custos operacionais do FMI, face à forte redução do rendimento proveniente do crédito e às insuficiências estruturais do actual modelo de financiamento. O comité apresentou as suas conclusões no primeiro trimestre de 2007.

Por último, promover a prevenção e a resolução organizada de crises tem sido, desde há vários anos, um dos pontos da agenda da comunidade internacional. Os Princípios para fluxos de capitais estáveis e reestruturação justa da dívida em mercados emergentes, aprovados pelo G20 em 2004, têm ganho apoio internacional, e os trabalhos incidem actualmente sobre questões relacionadas com a sua aplicação. O objectivo destes princípios voluntários e baseados no mercado consiste em proporcionar orientações para o comportamento de emitentes soberanos e os seus credores privados relativamente à partilha de informação, diálogo e cooperação estreita. Até à data, mais de 30 países emitentes manifestaram o seu apoio aos princípios e expressaram um interesse particular em avançar com a sua aplicação. Do lado dos investidores, um número crescente de instituições financeiras tem apoiado os princípios. Estes esforços em curso foram acolhidos favoravelmente pelos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais do G20 na reunião em Melbourne, em 19 de Novembro de 2006. O processo de aplicação dos princípios tem por base os trabalhos do *Principles Consultative Group* (Grupo Consultivo sobre os Princípios), que é composto por altos funcionários das finanças e dos bancos centrais de mercados emergentes e altos representantes da comunidade financeira privada. Foi criado um Grupo de Mandatários, que compreende importantes líderes no âmbito das finanças mundiais, para orientar a aplicação e evolução dos princípios. Na reunião inaugural em Singapura, em Setembro de 2006, o Grupo de



Mandatários fez incidir o debate sobre a revisão dos princípios e a sua aplicação no contexto da arquitectura financeira internacional.

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. O objectivo desses contactos consiste na recolha de informações e no intercâmbio de opiniões sobre a evolução económica e monetária em diferentes regiões do mundo com potencial influência sobre a conjuntura económica mundial e sobre a área do euro. Neste contexto, a cooperação técnica tem sido um importante instrumento no apoio ao estabelecimento de instituições, no reforço das capacidades e na melhoria do cumprimento efectivo dos padrões europeus e internacionais. O Eurosistema aprofundou a cooperação com os bancos centrais das regiões vizinhas, e o BCE confia a um pequeno número de funcionários a função de coordenação da assistência técnica do Eurosistema.

O Eurosistema realizou o seu terceiro seminário bilateral ao mais alto nível com o Banco Central da Federação da Rússia, em Outubro de 2006, em Dresden, que foi organizado conjuntamente pelo Deutsche Bundesbank e pelo BCE. O objectivo do seminário foi reforçar o diálogo e melhorar o relacionamento entre o Banco Central russo e o Eurosistema, que se intensificou nos últimos anos. Os participantes no seminário trocaram impressões sobre os desafios que actualmente se colocam às políticas monetária e cambial na Rússia, bem como sobre o papel das regras orçamentais na área do euro e na Rússia, e discutiram as perspectivas de crescimento a longo prazo para a economia russa. Serão organizados eventos semelhantes com regularidade, ocorrendo o próximo em Moscovo, no Outono de 2007.

O terceiro e quarto seminários ao mais alto nível do Eurosistema com os governadores dos bancos centrais dos parceiros mediterrânicos da UE realizaram-se, respectivamente, em Nafplion em 25 de Janeiro de 2006 e em Valência em 28 de Março de 2007. As discussões em Nafplion centraram-se, nomeadamente, no processo de liberalização da balança de capital e nos progressos alcançados na modernização dos quadros operacionais da política monetária. O terceiro seminário ao mais alto nível do Eurosistema com os bancos centrais da América Latina teve lugar em Madrid, em 4 de Dezembro de 2006. Os principais tópicos discutidos foram as implicações monetárias e financeiras da globalização, a gestão da política monetária e a acumulação de reservas externas. Por último, o terceiro seminário ao mais alto nível do Eurosistema com os bancos centrais da região da Ásia Oriental-Pacífico foi realizado em Sidney, em 21 de Novembro de 2006, e incidiu, nomeadamente, nos desequilíbrios mundiais e estabilidade financeira, bem como na integração financeira regional.

Em 1 de Fevereiro de 2007, o Eurosistema realizou um seminário ao mais alto nível com os bancos centrais da África Ocidental e Central⁸, em Paris, conjuntamente organizado pelo Banque de France e pelo BCE. O seminário

proporcionou uma plataforma profícua para a discussão de experiências no âmbito da integração económica e monetária regional, o impacto da evolução dos preços das matérias-primas sobre as políticas monetária e orçamental na região e questões relacionadas com a governação dos bancos centrais.

O BCE, juntamente com quatro BCN (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France e Banca d'Italia) prosseguiu a sua cooperação com o Banco Central do Egipto, através de um programa de assistência técnica que é financiado pela UE por meio de um programa de ajuda aos países do Mediterrâneo (MEDA). O programa foi lançado em 1 de Dezembro de 2005 com um horizonte de dois anos e destina-se a apoiar uma reforma abrangente da supervisão bancária do Banco Central do Egipto. O programa incidiu sobre a introdução de novos procedimentos e instrumentos para a supervisão bancária, que estão a ser conjuntamente desenvolvidos e implementados pelo Eurosistema e pelo Banco Central do Egipto. O seu objectivo é também desenvolver as capacidades do Banco Central do Egipto na área da supervisão macroprudencial, regulamentação e formação. Além disso, o BCE apoiou um especialista junto do Banco Central do Egipto, o qual, sob a égide do FMI, contribuiu para a reforma do quadro operacional da política monetária.

O BCE continuou a aprofundar as suas relações com países dos Balcãs Ocidentais. Foi realizada em Frankfurt, em 10-11 de Abril de 2006, uma conferência do BCE intitulada "*Monetary policy and financial stability in south-east Europe*" ("Política monetária e estabilidade financeira no sudeste europeu"). Assistiram à conferência técnicos dos bancos centrais de todos os países da Europa do Sul e de Leste,

8 Participaram neste seminário representantes dos bancos centrais de Cabo Verde, Gâmbia, Guiné, Libéria, Mauritânia, República Democrática do Congo, São Tomé e Príncipe, Serra Leoa, o banco central dos estados da África Ocidental (banco central da união monetária que compreende o Benim, Burquina Faso, Costa do Marfim, Guiné-Bissau, Mali, Níger, Senegal e Togo) e o banco central dos estados da África Central (banco central da união monetária que compreende os Camarões, Chade, Congo, Gabão, Guiné Equatorial e República Centro-Africana).

bem como representantes da Comissão Europeia, organizações internacionais e académicos.

Em 16 de Fevereiro de 2007, o BCE, em seu próprio nome e em nome de oito BCN parceiros (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e Banka Slovenije), assinou um protocolo tripartido com o Banco Central da Bósnia e Herzegovina e com a Delegação da Comissão Europeia para a Bósnia e Herzegovina, preparando uma cooperação mais estreita entre estas partes. Ao longo de um período de seis meses a partir de Março de 2007, o BCE e os oito parceiros realizarão uma avaliação das necessidades, a fim de identificar em que áreas deverá o Banco Central da Bósnia e Herzegovina alcançar progressos nos próximos anos, a fim de poder avançar com os preparativos operacionais para a aplicação de padrões em linha com os adoptados pelo SEBC. O programa de avaliação das necessidades é financiado pela Comissão Europeia através do Programa de Assistência Comunitária à Reconstrução, Desenvolvimento e Estabilização e é coordenado pelo BCE.

A Albânia assinou um Acordo de Estabilização e Associação com a UE em Junho de 2006, após a conclusão das negociações iniciadas em 2003. O BCE participou, juntamente com outras instituições e bancos centrais internacionais, num diálogo com o Banco Central da Albânia sobre a melhor forma de introduzir uma estratégia com objectivo de inflação para a política monetária.

Em Fevereiro de 2006, o Conselho de Cooperação dos Estados Árabes do Golfo (CCG), cujos membros são Arábia Saudita, Barém, Catar, Emirados Árabes Unidos, Koweit e Omã, abordou o BCE com um pedido de apoio para o estabelecimento de uma união monetária entre os Estados-Membros do CCG, incluindo a criação de um quadro institucional adequado. O BCE aceitou este pedido e entregou um documento preparado por especialistas, onde se

identificam as principais características legais e operacionais a considerar pelas autoridades relevantes do CCG no desenvolvimento de um quadro institucional para uma união monetária.



CAPÍTULO 6

RESPONSABILIZAÇÃO

I RESPONSABILIZAÇÃO PERANTE O PÚBLICO EM GERAL E O PARLAMENTO EUROPEU

Para um banco central independente, a responsabilização é amplamente entendida como a obrigação de explicar e justificar as suas decisões aos cidadãos e aos seus representantes eleitos, permitindo-lhes, assim, responsabilizar o banco central pela realização dos seus objectivos. Como tal, é uma importante contrapartida da independência de um banco central.

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 traduziu-se na divulgação de numerosas publicações do BCE e no grande número de discursos proferidos pelos membros do Conselho do BCE em 2006, explicando as decisões de política do Banco Central.

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 2006, em conformidade com o disposto no artigo 113.º do Tratado, o Presidente apresentou o Relatório Anual do BCE de 2005 na sessão plenária do Parlamento Europeu. Além disso, o Presidente continuou a comunicar regularmente sobre a política monetária do BCE e sobre as restantes atribuições nas audiências trimestrais perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários. O Presidente foi também convidado a participar numa audiência no Parlamento Europeu de modo a explicar o papel do BCE na superintendência da SWIFT (ver Secção 2 do presente capítulo).

Em várias ocasiões, outros membros da Comissão Executiva foram igualmente

convidados a comparecer perante o Parlamento Europeu. O Vice-Presidente apresentou o Relatório Anual do BCE de 2005 à Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários. Gertrude Tumpel-Gugerell compareceu por duas vezes perante a Comissão para explicar as opiniões do BCE sobre questões relativas a sistemas de pagamentos e sobre a recente evolução na área da compensação e liquidação de títulos.

À semelhança de anos anteriores, uma delegação da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários visitou o BCE para uma troca de opiniões sobre várias questões 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.

De acordo com o artigo 112.º do Tratado, o Parlamento Europeu dá o seu parecer sobre os candidatos para a Comissão Executiva antes da sua nomeação. Para tal, o Parlamento Europeu convidou Jürgen Stark para uma audiência perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários para apresentar os seus pontos de vista e responder a questões de membros da Comissão. Na sequência desta audiência, o Parlamento Europeu aprovou a sua nomeação.

2 QUESTÕES ESPECÍFICAS ABORDADAS NAS REUNIÕES COM O PARLAMENTO EUROPEU

Durante as várias trocas de opinião entre o 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.

CONTRIBUTO DA POLÍTICA MONETÁRIA PARA AS POLÍTICAS ECONÓMICAS GERAIS DA COMUNIDADE

O contributo da política monetária para as políticas económicas gerais da Comunidade foi uma das questões abordadas durante as audiências do Presidente perante o Parlamento Europeu. O Presidente salientou que a estabilidade de preços era uma condição prévia e um meio de reforçar o crescimento económico sustentável e o bem-estar. Ao prosseguir de forma credível a estabilidade de preços e ao proporcionar uma âncora sólida para as expectativas de inflação, o BCE dá o seu melhor contributo para a criação de um cenário conducente ao crescimento económico e ao emprego. Na sua Resolução sobre o Relatório do BCE de 2005, o Parlamento Europeu elogiou o BCE por se concentrar na manutenção da estabilidade de preços e solicitou-lhe que continuasse a sua política de proporcionar uma âncora sólida para as expectativas de inflação em níveis consistentes com a estabilidade de preços.

DIFERENCIAIS DE INFLAÇÃO E DE CRESCIMENTO DO PRODUTO ENTRE PAÍSES DA ÁREA DO EURO

Os membros do Parlamento Europeu abordaram a questão dos diferenciais de inflação e de crescimento do produto entre países da área do euro. Na sua Resolução sobre o Relatório Anual do BCE de 2005, o Parlamento Europeu considerou que estes diferenciais “constituem uma ameaça considerável para a UEM no longo prazo”.

O Presidente explicou que os diferenciais de inflação e de crescimento do produto existentes entre países da área do euro permaneceram contidos, e não eram invulgares quando comparados com os de outras grandes áreas monetárias. Os diferenciais podem ter resultado de processos de convergência, de diferentes

tendências demográficas, ou de ajustamentos em curso conducentes a uma afectação de recursos mais eficiente. Porém, a persistência dos diferenciais de inflação e de crescimento do produto durante períodos mais longos, se induzida pela rigidez estrutural ou políticas incoerentes, pode, de facto, ser motivo de preocupação. Neste contexto, o Presidente sublinhou a necessidade de reformas estruturais apropriadas e expressou o seu apoio aos governos que deram início a essas reformas (ver Caixa 5).

INTEGRAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO FINANCEIRAS

O Parlamento Europeu e o BCE continuaram igualmente o seu diálogo estreito relativamente a questões relacionadas com a integração e estabilidade financeiras. O Parlamento atribuiu particular importância ao forte crescimento do sector dos *hedge funds* (fundos com cobertura de risco). Na sua resolução sobre o Relatório Anual do BCE de 2005, o Parlamento expressou a sua preocupação nesta matéria e solicitou ao BCE que aprofundasse a análise nesta área.

O Presidente recordou o papel benéfico destes fundos no incremento da liquidez dos mercados e na promoção da inovação financeira. Paralelamente, salientou os potenciais riscos para a estabilidade financeira resultantes do crescimento muito rápido da sua presença no sistema financeiro (ver Secção 1 do Capítulo 4) e a conseqüente intenção das autoridades públicas, incluindo o BCE, de continuar a acompanhar de perto a sua evolução. Explicou igualmente que quaisquer melhorias ao quadro regulamentar existente deveriam ser acordadas a nível internacional.

O BCE também informou o Parlamento Europeu sobre as actividades em curso na área dos sistemas de pagamentos e dos sistemas de compensação e de liquidação de títulos, incluindo os progressos realizados no desenvolvimento do TARGET2. Gertrude Tumpel-Gugerell compareceu perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários para explicar as opiniões do BCE sobre a proposta de directiva relativa a serviços



de pagamentos no Mercado Interno, a criação de uma Área Única de Pagamentos em Euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA) e os padrões de compensação e liquidação de títulos desenvolvidos conjuntamente pelo SEBC e pelo Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários. Informou igualmente o Parlamento sobre a possível criação de uma infra-estrutura do Eurosistema para a prestação de serviços de liquidação de títulos em moeda do banco central, designada por *TARGET2-Securities* (TARGET2-Títulos). O Parlamento Europeu manifestou o seu apoio à implementação do TARGET2 e da SEPA. O Parlamento também tomou conhecimento da possível criação de um sistema TARGET2-Títulos e solicitou ao BCE que estabelecesse um quadro de governação adequado antes da introdução desse sistema.

PAPEL DO BCE NA SUPERINTENDÊNCIA DA SWIFT

Em 6 de Julho de 2006, o Parlamento Europeu adoptou uma “Resolução sobre a intercepção de dados relativos a transferências bancárias do sistema SWIFT pelos serviços secretos norte-americanos”, exigindo que a Comissão Europeia, o Conselho da UE e o BCE explicassem em que medida tinham conhecimento de qualquer acordo entre a SWIFT e o Governo norte-americano. Em 4 de Outubro de 2006, o Presidente do BCE foi convidado para uma audiência pública organizada pelo Parlamento sobre esta matéria. O Presidente explicou que a SWIFT não era uma instituição de crédito, nem um sistema de pagamentos. No entanto, tendo em conta a importância sistémica da SWIFT enquanto sistema mundial de troca de mensagens

financeiras, os bancos centrais do G10 e o BCE decidiram – com o acordo da SWIFT – criar um *Oversight Group* (Grupo de Superintendência) (ver Secção 4.1 do Capítulo 4). O mandato deste Grupo consiste em assegurar que a SWIFT possua um quadro de governação adequado de modo a evitar riscos sistémicos. Acompanha as actividades da SWIFT apenas na medida em que sejam relevantes para o funcionamento regular dos sistemas de pagamentos e para a estabilidade financeira. O Grupo de Superintendência não tem autoridade para supervisionar a SWIFT no que respeita ao cumprimento de legislação relativa à protecção de dados, que se situa na competência das autoridades de protecção de dados. O Grupo de Superintendência tomou conhecimento do Programa de Repressão do Financiamento do Terrorismo norte-americano (*Terrorist Finance Tracking Program*) referente à SWIFT. Foi igualmente informado de que a SWIFT tinha beneficiado de aconselhamento jurídico adequado quer nos Estados Unidos, quer na UE. O Grupo de Superintendência considerou que o cumprimento por parte da SWIFT das notificações norte-americanas não teria implicações para a estabilidade financeira, não se enquadrando, portanto, no âmbito do seu papel de superintendência. Além disso, dado que o BCE está sujeito a um regime de estrita confidencialidade, não lhe é permitido fazer uso da informação obtida no contexto do quadro de superintendência para outros fins, ou partilhar essa informação com autoridades de protecção de dados ou autoridades responsáveis pela aplicação da lei.



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 e, além disso, apoiam os seus esforços para dar conta na íntegra de todas as 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 e, em conjunto com o Vice-Presidente, está à disposição dos meios de comunicação para responder a questões. Desde Dezembro de 2004, são publicadas todos os meses nos *sites* dos bancos centrais do Eurosistema as decisões tomadas pelo Conselho do BCE para além das decisões sobre as taxas de juro.

A legislação do BCE, bem como a situação financeira consolidada do Eurosistema, é disponibilizada em todas as línguas oficiais da UE¹. As outras publicações estatutárias do BCE – Relatório Anual, versão trimestral do Boletim Mensal e Relatório de Convergência² – são também disponibilizadas nas línguas oficiais da UE³. Para efeitos de responsabilização e transparência, o BCE publica também outra documentação em todas as línguas oficiais, em particular comunicados sobre decisões de política monetária, projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas e posições de política de relevância para o público em geral. A elaboração, publicação e distribuição das versões das línguas nacionais

das principais publicações do BCE são levadas a cabo em cooperação estreita com os BCN.

1 A língua irlandesa beneficia de uma derrogação.

2 No caso do Relatório de Convergência, apenas a introdução e o sumário executivo se encontram disponíveis em todas as línguas.

3 A derrogação temporária aplicável à língua maltesa será suprimida em Maio de 2007.

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, os quais são constantemente aperfeiçoados de modo a torná-los o mais eficazes possível.

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.

Com o objectivo de reforçar a identidade do Eurosistema e a sua percepção por parte do público, o Conselho do BCE aprovou em 2006 a adopção de uma assinatura comum do Eurosistema, em conformidade com a declaração de missão do Eurosistema⁴. Em Janeiro de 2007, o BCE e todos os BCN da área do euro tinham já incorporado o termo “Eurosistema” no seu logótipo.

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 2006, o Presidente do BCE compareceu seis vezes perante o Parlamento Europeu. Em 2006, os membros da Comissão Executiva proferiram cerca de 200 discursos, deram numerosas entrevistas e publicaram artigos em revistas e jornais.



Os BCN da área do euro desempenham um papel importante assegurando a 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.

O BCE contribui para a disseminação dos resultados da investigação ao publicar Documentos de Trabalho e Documentos Ocasionais e ao organizar conferências académicas, seminários e encontros de trabalho. Em 2006, foi realizada a quarta conferência do BCE sobre Banca Central. A conferência acolheu representantes dos bancos centrais, académicos, participantes no mercado e meios de comunicação social de todo o mundo, a fim de debater “*The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century*” (“O papel da moeda: moeda e política monetária no século XXI”) (ver Secção 5.2 do Capítulo 2).

Em 2006, o BCE, em cooperação com o Banka Slovenije, organizou uma campanha de informação para a preparação para a introdução do euro na Eslovénia em 1 de Janeiro de 2007. A campanha de informação, que foi idêntica à organizada por ocasião da primeira transição para o euro fiduciário em 2002, tinha como objectivo familiarizar os profissionais que lidam com numerário e o público em geral com o aspecto visual e as características de segurança das notas e moedas de euro e também com os procedimentos da transição para o euro fiduciário (ver Capítulo 3).

O BCE acolheu cerca de 10000 visitantes nas suas instalações em Frankfurt em 2006. Os

4 A declaração de missão foi publicada em 5 de Janeiro de 2005.

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. Em 2006, foram recebidas cerca de 90000 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 do público, bem como dos próprios funcionários do BCE e do Eurosistema. Todos os anos, esta iniciativa realça a riqueza cultural de um país, promovendo assim uma melhor compreensão das nações da UE. Em 2006, o programa das Jornadas Culturais focou a Áustria, após a Hungria em 2005 e a Polónia em 2004. A agenda de eventos foi organizada em cooperação estreita com o Oesterreichische Nationalbank e teve lugar entre 18 de Outubro e 14 de Novembro.



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 (13 desde 1 de Janeiro de 2007). 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 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 relevantes¹. 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, estrategicamente 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 relativas a objectivos monetários intermédios, taxas de juro directoras e aprovisionamento de reservas no Eurosistema, estabelecendo as orientações necessárias à respectiva execução.

O Conselho do BCE reúne, regra geral, duas vezes por mês nas instalações do BCE em Frankfurt am Main, na Alemanha. Realiza, nomeadamente, uma análise aprofundada da evolução monetária e económica e toma, 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 2006 foram realizadas duas reuniões fora de Frankfurt: uma foi organizada pelo Banco de Espanha, em Madrid, e a outra pelo Banque de France, em Paris.

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.

¹ Para mais pormenores sobre o Regulamento Interno do BCE, ver Decisão BCE/2004/2, de 19 de Fevereiro de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Banco Central Europeu, JO L 80, 18.3.2004, p. 33; Decisão BCE/2004/12, de 17 de Junho de 2004, que adopta o Regulamento Interno do Conselho Geral do Banco Central Europeu, JO L 230, 30.6.2004, p. 61; e Decisão BCE/1999/7, de 12 de Outubro de 1999, relativa ao regulamento interno da Comissão Executiva do Banco Central Europeu, JO L 314, 8.12.1999, p. 34. Estes regulamentos também se encontram disponíveis no *site* do BCE.

O CONSELHO DO BCE



Fila de trás
(da esquerda para a direita):
Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

Fila do meio
(da esquerda para a direita):
Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Fila da frente
(da esquerda para a direita):
José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

Jean-Claude Trichet

Presidente do BCE

Lucas D. Papademos

Vice-Presidente do BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membro da Comissão Executiva do BCE

Jaime Caruana (até 11 de Julho de 2006)

Governador do Banco de España

Vítor Constâncio

Governador do Banco de Portugal

Vincenzo Desario (até 15 de Janeiro de 2006)

Governador em exercício do Banca d'Italia

Mario Draghi (a partir de 16 de Janeiro de 2006)

Governador do Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

(a partir de 12 de Julho de 2006)

Governador do Banco de España

Nicholas C. Garganas

Governador do Bank of Greece

Mitja Gaspari²

(a partir de 1 de Janeiro de 2007)

Governador do Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Membro da Comissão Executiva do BCE

John Hurley

Governador do Central Bank and Financial

Services Authority of Ireland

Otmar Issing (até 31 de Maio de 2006)

Membro da Comissão Executiva do BCE

Klaus Liebscher

Governador do Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Governador do Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Governador do Banque centrale du

Luxembourg

Christian Noyer

Governador do Banque de France

Guy Quaden

Governador do Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (a partir de 1 de Junho de 2006)

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

² O Governador do Banka Slovenije participou nas reuniões do Conselho do BCE em 2006 na qualidade de “convidado especial”, no seguimento da decisão do Conselho ECOFIN de 11 de Julho de 2006 de revogar a derrogação da Eslovénia, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2007.

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 e,

para tal, dar as instruções necessárias aos BCN da área do euro;

- gerir as actividades correntes do BCE;
- exercer determinados poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho, incluindo os de natureza regulamentar.

A Comissão Executiva é coadjuvada por um Comité de Gestão em questões relacionadas com a gestão, planeamento das actividades e processo orçamental anual do BCE. O Comité de Gestão é composto por um membro da Comissão Executiva, que actua na qualidade de Presidente, e por diversos gestores de topo.

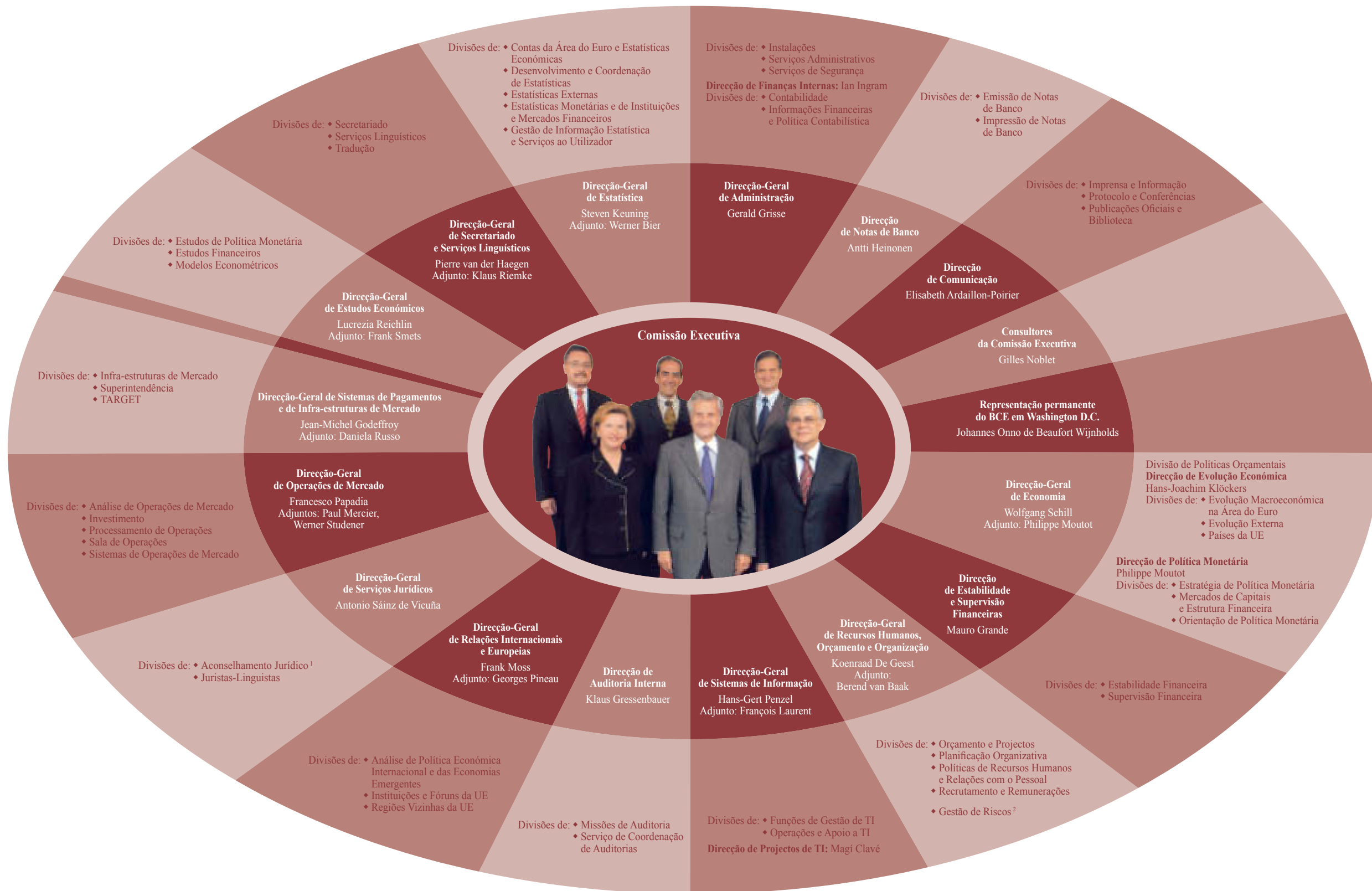
**Fila de trás
(da esquerda para a direita):**
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

**Fila da frente
(da esquerda para a direita):**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Presidente do BCE
Lucas D. Papademos
Vice-Presidente do BCE
Lorenzo Bini Smaghi
Membro da Comissão Executiva do BCE
José Manuel González-Páramo
Membro da Comissão Executiva do BCE

Otmar Issing (até 31 de Maio de 2006)
Membro da Comissão Executiva do BCE
Jürgen Stark (a partir de 1 de Junho de 2006)
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)

¹ Inclui a função de protecção de dados.
² Reporta directamente à Comissão Executiva.

1.4 O CONSELHO GERAL

O Conselho Geral é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN de todos os Estados-Membros da UE. Compete-lhe essencialmente as atribuições anteriormente desempenhadas pelo IME e que o BCE deve ainda levar a cabo devido ao facto de nem todos os Estados-

-Membros terem adoptado o euro. Em 2006, o Conselho Geral reuniu seis 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. Após a assinatura do Tratado de Adesão em Abril de 2005, estes tinham participado nas reuniões do Conselho Geral na qualidade de observadores.



Fila de trás

(da esquerda para a direita):

Zsigmond Járαι, Ivan Šramko, Nils Bernstein, Zdeněk Tůma, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Stefan Ingves, Mario Draghi, Reinoldijus Šarkinas, Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

Fila do meio

(da esquerda para a direita):

Erkki Liikanen, Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Fila da frente

(da esquerda para a direita):

Ilmārs Rimšēvičs, Michael C. Bonello, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Christodoulos Christodoulou, Yves Mersch, Andres Lipstok

Nota: Mervyn King não esteve presente para a fotografia

Jean-Claude Trichet Presidente do BCE
Lucas D. Papademos Vice-Presidente do BCE
Leszek Balcerowicz (até 10 de Janeiro de 2007) Presidente do Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein Governador do Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello Governador do Central Bank of Malta
Jaime Caruana (até 11 de Julho de 2006) Governador do Banco de España
Christodoulos Christodoulou Governador do Central Bank of Cyprus
Vítor Constâncio Governador do Banco de Portugal
Vincenzo Desario (até 15 de Janeiro de 2006) Governador em exercício do Banca d'Italia
Mario Draghi (a partir de 16 de Janeiro de 2006) Governador do Banca d'Italia
Miguel Fernández Ordóñez (a partir de 12 de Julho de 2006) Governador do Banco de España
Nicholas C. Garganas Governador do Bank of Greece
Mitja Gaspari Governador do Banka Slovenije
John Hurley Governador do Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves Governador do Sveriges Riksbank
Mugur Constantin Isărescu (a partir de 1 de Janeiro de 2007) Governador do Banca Națională a României

Ivan Iskrov (a partir de 1 de Janeiro de 2007) Governador do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária)
Zsigmond Járαι (até 2 de Março de 2007) Governador do Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Governador do Bank of England
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
Guy Quaden Governador do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Governador do Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas Presidente do Conselho de Administração do Lietuvos bankas
Slawomir Skrzypek (a partir de 11 de Janeiro de 2007) Presidente do Narodowy Bank Polski
András Simor (a partir de 3 de Março de 2007) Governador do Magyar Nemzeti Bank
Ivan Šramko Governador do Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Governador do Česká národní banka
Axel A. Weber Presidente do Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Presidente do De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS DO EUROSISTEMA/SEBC, O COMITÉ DE ORÇAMENTO E A CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS



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. Actualmente, existem 12 comités do Eurosistema/SEBC, todos estabelecidos ao abrigo do artigo 9.º do Regulamento Interno do BCE.

O Comité de Orçamento, estabelecido ao abrigo do artigo 15.º do Regulamento Interno do BCE, coadjuva o Conselho do BCE nas questões relacionadas com o orçamento do BCE. 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.

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 e normas relativas ao acesso do público aos documentos do BCE.

NÍVEIS DE CONTROLO EXTERNO

Os Estatutos do SEBC prevêem dois níveis, nomeadamente 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 (n.º 2 do artigo 27.º). 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 auditoria³.

NÍVEIS DE CONTROLO INTERNO

A estrutura de controlo interno do BCE tem por base uma abordagem funcional. Cada uma das unidades organizativas (secção, divisão, direcção ou direcção-geral) é responsável pelo seu próprio controlo e eficiência internos. Para tal, as unidades organizativas implementam procedimentos operacionais de controlo dentro da respectiva área de responsabilidade e determinam o nível de risco aceitável. Por exemplo, foi estabelecido um conjunto de normas e procedimentos – conhecido como “muralha da China” – para evitar que a informação privilegiada com origem, por exemplo, em áreas responsáveis pela política monetária, seja utilizada por parte das áreas responsáveis pela gestão da carteira de reservas externas e dos fundos próprios do BCE. Para além dos controlos implementados por cada unidade organizativa, diferentes divisões pertencentes à Direcção-Geral de Recursos Humanos, Orçamento e Organização acompanham o processo de controlo e apresentam propostas destinadas a melhorar a eficácia da identificação, avaliação e atenuação do risco no conjunto do BCE.

Independentemente da estrutura de controlo e do acompanhamento do risco pelo BCE, a Direcção de Auditoria Interna efectua missões de auditoria sob a responsabilidade da Comissão Executiva. Nos termos do mandato definido pela Carta de Auditoria do BCE⁴, os auditores internos do BCE avaliam, numa base ad hoc, a

adequação e eficácia do sistema de controlo interno do BCE, bem como o desempenho do BCE na realização das responsabilidades que lhe são atribuídas. Os auditores internos do BCE são orientados pelas *International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing* (Normas Internacionais para a Prática Profissional de Auditoria Interna) e pelo Código de Deontologia estabelecidos pelo *Institute of Internal Auditors* (Instituto de Auditores Internos).

Cabe a um comité do Eurosistema/SEBC, o Comité de Auditores Internos, composto pelos responsáveis pela auditoria interna no BCE e nos BCN, a coordenação da cobertura de auditoria de projectos e sistemas operacionais conjuntos do Eurosistema/SEBC.

De forma a reforçar adicionalmente o enquadramento de gestão do BCE e do Eurosistema, o Conselho do BCE decidiu criar um Comité de Auditoria do BCE a partir de Abril de 2007, o qual será composto por três dos seus membros.

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 operações⁵. Fornece princípios orientadores e estabelece padrões éticos para os membros do Conselho do BCE e respectivos 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

3 Após um procedimento de leilão em 2002, foi nomeada a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como o auditor externo do BCE, com um mandato de cinco anos abrangendo os exercícios de 2003 a 2007.

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, 24.5.2002, p. 9, a respectiva alteração, JO C 10, 16.1.2007, p. 6 e o *site* do BCE.

profissional. O segundo código é o Código de Conduta do BCE, que fornece princípios orientadores e estabelece critérios de referência para o pessoal do BCE e os membros da Comissão Executiva, esperando-se de todos que observem elevados padrões de ética profissional no cumprimento das suas funções⁶. De acordo com as regras do Código de Conduta respeitantes às operações de iniciados, os membros do pessoal do BCE e da Comissão Executiva estão impedidos de tirar partido de informação privilegiada na realização de actividades financeiras privadas, por conta e risco próprios ou de terceiros⁷. O terceiro código é um Código Deontológico Suplementar para os membros da Comissão Executiva⁸. 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 regulamento⁹ 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 decisão¹⁰ 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 BCE¹¹ 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 BCE¹².

Em 2006, o número de pedidos de acesso do público continuou a ser limitado.

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, 8.3.2001, p. 12, e o *site* do BCE.

7 Ver a Parte 1.2 das regras aplicáveis ao pessoal do BCE, respeitante às normas de conduta e segredo profissionais, JO C 92, 16.4.2004, p. 31, e o *site* do BCE.

8 Ver o Código deontológico suplementar para os membros da Comissão executiva do Banco Central Europeu, JO C 230, 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

EVOLUÇÃO DO PESSOAL

O número total dos postos de trabalho orçamentados para 2006 foi de 1343 posições equivalentes a tempo inteiro¹³, que compara com 1369.5 posições equivalentes a tempo inteiro em 2005, correspondendo a uma redução de 26.5 posições resultante do exercício de orçamentação de base zero realizado em 2005.

Todo o recrutamento externo destinado a preencher posições permanentes foi efectuado com base em contratos a termo de cinco anos para funções de gestão, e de três anos para todas 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 2006, o BCE celebrou 99 contratos de curto prazo inferiores a um ano (que compara com 106 em 2005), para prover a necessidades temporárias de pessoal (substituição de funcionários em licença de parto, licença parental ou licença sem vencimento, por exemplo).

O BCE celebrou também 93 contratos de curto prazo com especialistas dos BCN (incluindo o Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) e o Banca Națională a României), de outras instituições da UE e de organizações internacionais. Tal compara com 80 contratos deste tipo em 2005. Estes contratos de curto prazo constituíram uma oportunidade para os funcionários do BCE e dos BCN aprenderem através do intercâmbio de experiências, fomentando assim um espírito de equipa ao nível de todo o SEBC. Continuaram também a contribuir para a integração do Българска народна банка (banco central nacional da Bulgária) e do Banca Națională a României no SEBC.

Em Setembro de 2006, o BCE admitiu, através de contratos de dois anos não convertíveis, os

primeiros seis participantes no Programa para Licenciados do BCE, que se destina a recém-licenciados com habilitações académicas de banda larga.

O BCE proporcionou oportunidades de estágio a estudantes e diplomados nas áreas de economia, estatística, administração de empresas, direito e tradução. Em 2006, foram realizados 173 estágios em todo o BCE.

O BCE proporcionou também duas bolsas de estudo inseridas no programa de estudos “*Wim Duisenberg Research Fellowship*”, aberto a economistas de primeiro plano, e cinco bolsas de estudo a jovens investigadores no contexto do programa “*Lamfalussy Fellowship*”.

MOBILIDADE INTERNA

A mobilidade interna representa uma oportunidade para o alargamento do conhecimento técnico dos funcionários e uma forma de aumentar sinergias entre áreas de trabalho. A este respeito, a política de recrutamento interno, que coloca ênfase em competências mais alargadas, tem por objectivo tornar mais fácil a mobilidade interna dos funcionários. Outras iniciativas, tais como trocas entre funcionários e transferências internas temporárias de modo a suprir a ausência de colegas, também promovem a mobilidade interna. Em 2006, mais de 80 funcionários, incluindo 15 gestores e consultores, foram transferidos internamente para outras funções, quer numa base temporária, quer a longo prazo.

Em 2006, o BCE introduziu os princípios gerais de mobilidade, os quais encorajam os funcionários a mudar de funções após cada período de cinco anos de serviço.

¹³ O número efectivo de posições equivalentes a tempo inteiro em 31 de Dezembro de 2006 era de 1367. Esta discrepância deveu-se principalmente ao facto de terem sido atribuídos a contratos a termo substituições de funcionários que estiveram ausentes durante um período superior a 12 meses e à existência no final do ano de um pequeno excedente de reestruturação resultante do exercício de orçamentação de base zero.

MOBILIDADE EXTERNA

O esquema de experiência profissional no exterior do BCE facilita o envio de funcionários para os 27 BCN ou para instituições financeiras internacionais relevantes (por exemplo o FMI e o BIS) por períodos de 2 a 12 meses. 24 funcionários foram enviados ao abrigo deste esquema em 2006. Além disso, o BCE concedeu licença sem vencimento, até três anos, a 29 funcionários que aceitaram emprego num BCN, numa instituição da UE ou numa organização internacional.

ESTRATÉGIA DE DIVERSIDADE

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 política da diversidade iniciada pelo BCE em 2005 foi oficialmente lançada em 2006. A gestão da diversidade do BCE procura assegurar que todos os funcionários sejam tratados com respeito e que sejam avaliados com base no mérito.

REFORÇO DOS RECURSOS HUMANOS

Para além de promover a mobilidade, incluindo a rotatividade nos cargos de gestão, a estratégia de recursos humanos continua a centrar-se no desenvolvimento da gestão do BCE. As aptidões de gestão e liderança continuam a ser reforçadas 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 em importantes alterações organizacionais. Após o lançamento da estratégia de diversidade do BCE em 2006, foi implementado um curso de formação específico para responsáveis pela gestão sobre a “dignidade no trabalho”.

Além disso, os responsáveis pela gestão participaram num exercício obrigatório anual de reacções (*feedback*) de várias fontes, no qual colaboradores directos, pares e contactos externos identificam áreas para o

desenvolvimento pessoal dos responsáveis pela gestão, o que se reflecte na sua avaliação anual de desempenho. O treino individual é prestado com base nos resultados do exercício de reacções de várias fontes.

Em 2006, o BCE introduziu um Quadro de Funções Consultivas que proporciona uma estrutura de carreiras paralela à estrutura de gestão tradicional. O papel de um consultor é contribuir com a sua elevada competência a nível técnico ou de política, coordenação inter-organizacional e/ou consultoria de gestão numa vasta gama de matérias.

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 que possam ser transmitidos para o comportamento e desempenho diários. Os instrumentos e procedimentos de recursos humanos (por exemplo, gestão de desempenho, recrutamento e selecção, formação e desenvolvimento) deverão continuar a estar em sintonia com estes valores.

A aquisição e desenvolvimento contínuos de capacidades e competências 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. O BCE proporciona os recursos orçamentais e o quadro de formação, os responsáveis pela gestão definem as necessidades de formação de modo a assegurar que o pessoal mantém o elevado nível de conhecimentos e competências profissionais necessários para a sua actual função, e os funcionários têm a responsabilidade primordial de aprendizagem e desenvolvimento. Para além de várias oportunidades de formação interna, os funcionários continuaram a recorrer a formação externa no sentido de abordar necessidades de formação individuais específicas de natureza mais “técnica”.

Beneficiaram também de oportunidades de formação organizadas no âmbito de programas comuns do SEBC ou oferecidos pelos BCN.

O BCE concedeu licenças sem vencimento para efeitos de estudo a 10 funcionários e, no contexto da Política de Formação Secundária, apoiou 14 funcionários na aquisição de qualificações no sentido de aumentar a sua competência profissional para além do âmbito dos requisitos da sua actual função.

A CONFERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS E O ACOMPANHAMENTO DA DECLARAÇÃO DE MISSÃO DO EUROSISTEMA

Com o objectivo de promover ainda mais a cooperação e o espírito de equipa entre os bancos centrais do Eurosistema/SEBC na área da gestão de recursos humanos, o Conselho do BCE estabeleceu em 2005 uma Conferência de Recursos Humanos, formalizando assim a cooperação de longa data entre os responsáveis pelos recursos humanos dos bancos centrais da UE.

As actividades da Conferência de Recursos Humanos em 2006 abrangeram vários aspectos da formação e desenvolvimento dos funcionários, incluindo oportunidades de actividades de formação comuns, políticas de carreiras, sistemas de avaliação de desempenho, políticas de requisição e procedimentos de selecção. Os trabalhos da referida Conferência nesta área serão alargados ao desenvolvimento de medidas destinadas a promover o intercâmbio de pessoal.

A Conferência de Recursos Humanos trocou também informações sobre os custos com pessoal e, juntamente com o ECCO, propôs um quadro abrangente para lidar com os principais tópicos abordados na declaração de missão do Eurosistema, os propósitos estratégicos e os princípios organizativos nos programas partilhados de admissão de pessoal do Eurosistema/SEBC.

2.2 NOVAS INSTALAÇÕES DO BCE

Continuaram a verificar-se progressos no planeamento da nova sede do BCE. Após a optimização pela COOP HIMMELB(L)AU do seu projecto vencedor com base na revisão dos requisitos funcionais, espaciais e técnicos, bem como num objectivo inferior para os custos de construção, o projecto passou à fase de planeamento em 2006. Esta fase envolve:

- a preparação e implementação dos necessários procedimentos de concurso público para a contratação de serviços de projectistas, arquitectos, engenheiros e empresas de construção que estarão envolvidos no planeamento e construção das instalações;
- apresentação dos planos às autoridades da cidade de Frankfurt, para a obtenção das necessárias autorizações de construção e revisão de todos os planos para assegurar o cumprimento dos regulamentos de construção aplicáveis, como, por exemplo, o código de construção, a protecção contra incêndios e os padrões de saúde e segurança;
- preparação e actualização dos cálculos de custos a fim de confirmar o quadro de custos totais (€500 milhões para custos de construção e €850 milhões para custos de investimento totais, com base em preços de 2005);
- desenvolvimento de planos detalhados para o projecto, com base nas especificações de construção e em engenharia de valor contínuo.

Assim, os arquitectos apresentaram um projecto preliminar, que incluía várias adaptações relativamente ao projecto optimizado. Em primeiro lugar, o arranha-céus e a entrada que irá ligar o edifício do *Grossmarkthalle* ao arranha-céus foram desviados ligeiramente para oeste, seguindo as especificações das autoridades responsáveis pela preservação



histórica. Em segundo lugar, as funções previstas para o edifício do *Grossmarkthalle* foram reorganizadas com base em requisitos de preservação histórica e de espaço. Em terceiro lugar, a fachada do arranha-céus foi tornada mais eficiente em termos de energia, melhorando a protecção solar. O projecto de enquadramento paisagístico do edifício foi também redefinido e especifica a incorporação de medidas de segurança. Por último, a forma da parte superior do arranha-céus foi alterada, passando a ter um telhado inclinado, o que melhora a forma geral e a claridade do edifício no seu contexto urbano.

As autoridades da cidade de Frankfurt, em cooperação com o BCE, continuaram a preparar um plano juridicamente vinculativo de utilização do terreno para a nova sede. Neste contexto, foram realizadas ao longo do ano diversas reuniões com autoridades da cidade. O processo de submissão do pedido de autorizações de construção deverá estar finalizado, como previsto, no final de Outubro de 2007. A construção deverá começar no início de 2008, prevendo-se a sua conclusão até ao final de 2011.

Irá também ser construído um espaço informativo e um monumento à memória dos cidadãos judeus deportados a partir do *Grossmarkthalle*. Foi criado um grupo de acção composto por representantes do BCE, da Câmara e da comunidade judaica de Frankfurt que irá preparar um concurso internacional de concepção arquitectónica do monumento e espaço informativo. O concurso deverá ser lançado em 2007.

3 DIÁLOGO SOCIAL DO SEBC

O Diálogo Social do SEBC é um fórum consultivo que envolve o BCE e representantes dos trabalhadores de quase todos os bancos centrais do SEBC e das federações de sindicatos europeus¹⁴. O seu objectivo é prestar informações e trocar 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 Junho e Dezembro de 2006. Para além de questões relacionadas com a produção e circulação de notas, sistemas de pagamentos (TARGET2) e supervisão financeira, que são tópicos regularmente abordados pelo Diálogo Social, as discussões trataram da 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.

Medidas adicionais para melhorar o Diálogo Social do SEBC foram discutidas na reunião de Dezembro e acordadas entre o BCE e as federações de sindicatos europeus. Foi estabelecido um mecanismo através do qual os representantes dos trabalhadores poderão ser informados, numa fase inicial, das questões a debater pelo Conselho do BCE que sejam relevantes para o Diálogo Social.

A convite das federações dos sindicatos, o BCE participou também em dois seminários sobre relações laborais e cultura empresarial, destinados principalmente aos representantes dos trabalhadores dos BCN dos Estados-Membros que aderiram à UE em Maio de 2004 e em Janeiro de 2007.

¹⁴ Comité Permanente dos Sindicatos dos Bancos Centrais Europeus, UNI Finance e Federação Europeia de Sindicatos dos Serviços Públicos.

4 CONTAS ANUAIS DO BCE

RELATÓRIO DE GESTÃO RELATIVO AO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006

1 NATUREZA DAS ACTIVIDADES

As actividades do BCE em 2006 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). Além disso, 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.

PESSOAL

O número médio de funcionários do BCE (em termos equivalentes a tempo inteiro) com contratos permanentes ou a termo aumentou de 1 331 em 2005 para 1 360 em 2006. No final de

2006, o BCE tinha ao seu serviço 1 367 pessoas. Para mais pormenores, consultar as 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 peritos 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 apoia o Conselho do BCE através da apresentação de uma avaliação detalhada das propostas de orçamento anual do BCE e dos pedidos de financiamento suplementar de 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 sua exposição ao risco de taxa de juro. Ambas as situações se devem principalmente aos activos de reserva detidos pelo BCE em dólares dos Estados Unidos, ienes japoneses e ouro, que são investidos predominantemente em instrumentos remunerados.

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. Por conseguinte, em 31 de Dezembro de 2005, um montante de €992 milhões foi registado nessa provisão. Em 31 de Dezembro de 2006, foi registado um montante adicional de €1 379 milhões nessa provisão, aumentando o seu valor para €2 371 milhões, o que, tal como em 2005, teve como resultado a redução do lucro líquido do exercício para exactamente zero.

Esta provisão será utilizada para cobrir perdas realizadas e não realizadas, sobretudo perdas de reavaliação não cobertas pelas contas de reavaliação. A sua dotação e necessidade de manutenção são revistas anualmente.

RESULTADOS FINANCEIROS DE 2006

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 2006 teria sido de €1 379 milhões.

Em 2006, a apreciação do euro face ao iene japonês resultou num decréscimo do contravalor em euros dos activos denominados em ienes detidos pelo BCE na ordem dos €0.6 mil milhões, reconhecidos na conta de resultados.

O resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados aumentou de €1 270 milhões em 2005 para €1 972 milhões em 2006, principalmente devido a (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, e a (b) uma subida das taxas de juro do dólar dos Estados Unidos.

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras aumentaram de €149 milhões em 2005 para €475 milhões em 2006. A depreciação do euro face ao ouro, em conjunto com os maiores volumes de vendas de ouro em 2006, resultou em maiores ganhos realizados. Essas vendas foram realizadas em conformidade com o “Central Bank Gold Agreement” (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro), de 27 de Setembro de 2004, do qual o BCE é signatário.

O total dos custos administrativos incorridos pelo BCE, incluindo amortizações, aumentou de €348 milhões em 2005 para €361 milhões em 2006.

Os custos com pessoal aumentaram principalmente devido a um acréscimo do número médio de funcionários contratados durante o ano e a um maior encargo com pensões em 2006. Os emolumentos dos membros da Comissão Executiva totalizaram €2.2 milhões (€2.1 milhões, em 2005).

BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006

ACTIVO	NOTA	2006 €	2005 €
Ouro e ouro a receber	1	9 929 865 976	10 064 527 857
Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	2		
Fundo Monetário Internacional		414 768 308	170 162 349
Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos		29 313 377 277	31 062 557 242
		29 728 145 585	31 232 719 591
Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	2	2 773 828 417	2 908 815 389
Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros	3		
Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos		4 193 677	13 416 711
Outros activos sobre instituições de crédito da área do euro denominados em euros	4	33 914	25 000
Activos intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados com a repartição das notas de euro no Eurosistema		50 259 459 435	45 216 783 810
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)		3 545 868 495	5 147 038 409
		53 805 327 930	50 363 822 219
Outros activos	6		
Activos imobilizados corpóreos		175 180 989	175 237 902
Outros activos financeiros		8 220 270 389	6 888 490 580
Diferenças de reavaliação de instrumentos extrapatrimoniais		29 518 315	0
Acréscimos e diferimentos		1 094 509 354	679 603 366
Contas diversas e de regularização		5 580 697	4 397 807
		9 525 059 744	7 747 729 655
Total do activo		105 766 455 243	102 331 056 422

PASSIVO	NOTA	2006 €	2005 €
Notas em circulação	7	50 259 459 435	45 216 783 810
Responsabilidades para com outras entidades da área do euro denominadas em euros	8	1 065 000 000	1 050 000 000
Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros	9	105 121 522	649 304 896
Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	10		
Depósitos, saldos e outras responsabilidades		330 955 249	855 933 000
Responsabilidades intra-Eurosistema	11		
Responsabilidades equivalentes à transferência de activos de reserva externa		39 782 265 622	39 782 265 622
Outras responsabilidades	12		
Acréscimos e diferimentos		1 262 820 884	919 344 079
Contas diversas e de regularização		899 170 800	632 012 224
		2 161 991 684	1 551 356 303
Provisões	13	2 393 938 510	1 027 507 143
Contas de reavaliação	14	5 578 445 671	8 108 628 098
Capital e reservas	15		
Capital		4 089 277 550	4 089 277 550
Resultado do exercício		0	0
Total do passivo		105 766 455 243	102 331 056 422

CONTA DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006

	NOTA	2006 €	2005 €
Juros e outros proveitos equiparados de activos de reserva externa		1 318 243 236	889 408 789
Juros da repartição das notas de euro no Eurosistema		1 318 852 000	868 451 848
Outros juros e proveitos equiparados		2 761 697 060	1 794 267 421
<i>Juros e outros proveitos equiparados</i>		<i>5 398 792 296</i>	<i>3 552 128 058</i>
Remuneração dos activos dos BCN relacionados com os activos de reserva externa transferidos		(965 331 593)	(710 160 404)
Outros juros e custos equiparados		(2 461 625 254)	(1 572 338 709)
<i>Juros e outros custos equiparados</i>		<i>(3 426 956 847)</i>	<i>(2 282 499 113)</i>
Resultado líquido de juros e de custos e de proveitos equiparados	20	1 971 835 449	1 269 628 945
Resultados realizados em operações financeiras	21	475 380 708	149 369 135
Prejuízos não realizados em operações financeiras	22	(718 467 508)	(97 494 081)
Transferência para/de provisões para riscos de taxa de câmbio e preços		(1 379 351 719)	(992 043 443)
Resultado líquido de operações financeiras, menos-valias e provisões para riscos		(1 622 438 519)	(940 168 389)
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	23	(546 480)	(182 373)
Rendimento de acções e participações	24	911 866	853 403
Outros proveitos e ganhos	25	11 407 583	17 428 558
Total de proveitos e ganhos líquidos		361 169 899	347 560 144
Custos com pessoal	26	(160 847 043)	(153 048 314)
Custos administrativos	27	(166 426 595)	(158 457 219)
Amortização de imobilizado corpóreo		(29 162 141)	(31 888 637)
Custos de produção de notas	28	(4 734 120)	(4 165 974)
Resultado do exercício		0	0

Frankfurt am Main, 27 de Fevereiro de 2007

BANCO CENTRAL EUROPEU

Jean-Claude Trichet

Presidente

POLÍTICAS CONTABILÍSTICAS ¹

FORMA E APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As demonstrações financeiras do Banco Central Europeu (BCE) foram preparadas para reproduzirem de forma apropriada a situação financeira do BCE e os resultados das suas operações. Foram elaboradas de acordo com as políticas contabilísticas², referidas a seguir, consideradas pelo Conselho do BCE como adequadas à função de banco central.

PRINCÍPIOS CONTABILÍSTICOS

Foram aplicados os seguintes princípios contabilísticos: transparência e realidade económica, prudência, 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 de, ou para, o BCE, 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 transaccionáveis, do ouro e dos outros activos e passivos patrimoniais e extrapatrimoniais denominados em moeda estrangeira. As transacções com activos e passivos financeiros são contabilizadas na data da respectiva liquidação.

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 a posição cambial 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 e prémios e descontos especializados relacionados com instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira são calculados e lançados nas contas 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. A aplicação retrospectiva desta alteração das políticas contabilísticas a períodos anteriores não é possível.

OURO, ACTIVOS E PASSIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Os activos e passivos em moeda estrangeira são convertidos em euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço. Os 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

1 As políticas contabilísticas pormenorizadas do BCE estão definidas na Decisão BCE/2002/11, JO L 58, 3.3.2003, 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 de 11.12.2006, p. 38.

2 Estas políticas são compatíveis com o disposto no artigo 26.º-4 dos Estatutos do SEBC, que exige a harmonização das regras a aplicar às operações contabilísticas e à prestação de informação financeira, no contexto do Eurosistema.

é tratada separadamente da reavaliação cambial.

O ouro é reavaliado aos preços de mercado em vigor no final do exercício, não sendo feita qualquer distinção entre a reavaliação a preços de mercado e a reavaliação cambial. Pelo contrário, é contabilizada uma única reavaliação do ouro com base no preço em euros por onça de ouro fino, que, para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2006, resultou da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos Estados Unidos em 29 de Dezembro de 2006.

TÍTULOS

Todos os títulos de dívida negociáveis e outros activos semelhantes são valorizados aos preços de mercado em vigor à data do balanço numa base título-a-título. Para o exercício que terminou em 31 de Dezembro de 2006, foram utilizados os preços médios de mercado do dia 29 de Dezembro de 2006. Os títulos não negociáveis são valorizados ao preço de custo.

RECONHECIMENTO DE RESULTADOS

Os proveitos e custos são reconhecidos no período em que são obtidos ou incorridos. Os ganhos e perdas realizados em vendas de moeda estrangeira, ouro e títulos são levados à conta de resultados. Esses ganhos e perdas realizados são calculados tendo por base o respectivo custo médio de aquisição do activo.

Os ganhos não realizados não são reconhecidos como proveitos, sendo transferidos directamente para uma conta de reavaliação.

As perdas não realizadas são levadas à conta de resultados caso excedam os ganhos de reavaliação anteriores registados na conta de reavaliação correspondente. As perdas não realizadas em qualquer título, moeda ou ouro não são compensadas com ganhos não realizados em outros títulos, moedas ou ouro. Na eventualidade de, no final do exercício, se verificar uma perda não realizada em qualquer activo, o seu custo médio de aquisição é

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 reporte ou realiza operações de crédito com garantias.

Ao abrigo de um acordo de recompra, os títulos são vendidos com o acordo simultâneo de serem de novo comprados numa data futura a um preço previamente acordado. Estes acordos de recompra são registados como depósitos com garantia no passivo do balanço e, por conseguinte, justificam juros e custos equiparados na conta de resultados. Os títulos vendidos ao abrigo deste tipo de acordos permanecem no balanço do BCE.

Ao abrigo de um acordo de revenda, os títulos são comprados com o acordo simultâneo de serem vendidos de novo à contraparte numa data futura a um preço previamente acordado. Estes acordos de revenda são registados como empréstimos garantidos no activo do balanço, e não como títulos da carteira, e dão origem a 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 2006, 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 na posição cambial para efeitos de cálculo dos resultados 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 baseia-se num método geralmente aceite que recorre aos preços de mercado observados e a factores de desconto desde a data de liquidação até à data de valorização.

ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

O activo e o passivo são ajustados em função das ocorrências verificadas entre a data do balanço anual e a data em que o Conselho do BCE aprova as demonstrações financeiras, desde que estas afectem materialmente a situação do activo e do passivo à data do balanço.

POSIÇÕES INTRA-SEBC/POSIÇÕES INTRA-EUROSISTEMA

As transacções intra-SEBC são transacções transfronteiras que ocorrem entre dois bancos centrais da UE. Estas transacções são essencialmente processadas através do TARGET – o Sistema de Transferências Automáticas 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. 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 as posições resultantes da transferência de activos de reserva externa para o BCE) são considerados como activos ou responsabilidades intra-Eurosistema, sendo apresentados no balanço do BCE como uma única posição credora ou devedora líquida.

Os saldos intra-Eurosistema resultantes da repartição de notas de 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 (o Danmarks Nationalbank e o Bank of England) junto do BCE, decorrentes da respectiva participação no TARGET, são apresentados na rubrica “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros”. Em 31 de Dezembro de 2006, o Sveriges Riksbank deixou de participar no TARGET.

TRATAMENTO DO IMOBILIZADO CORPÓREO E INCORPÓREO

Activos immobilizados corpóreos e incorpóreos, com excepção de terrenos, são valorizados ao custo de aquisição, deduzido das respectivas amortizações acumuladas. Os terrenos são valorizados a preços de custo. As amortizações são calculadas de acordo com um esquema linear, com início no trimestre seguinte à aquisição e estendendo-se pelo período de vida esperado para esse activo, como a seguir indicado:

Computadores, outro equipamento informático e veículos motorizados	4 anos
Equipamento, mobiliário e instalações	10 anos
Custos com edifícios e obras	25 anos
Activos fixos de custo inferior a €10 000	Amortizados no ano de aquisição

O período de amortização dos custos com edifícios e obras relacionadas com as actuais instalações do BCE foi reduzido de modo a assegurar que estes activos sejam totalmente amortizados antes de o BCE mudar para a sua nova sede.

O PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE

O BCE dispõe de um plano de benefícios definidos para o seu pessoal, financiado pelos activos que detém num fundo de benefícios a longo prazo para esse fim.

BALANÇO

Em relação aos planos de benefícios definidos, a responsabilidade reconhecida no balanço corresponde ao valor actual da obrigação de benefícios definidos à data do balanço *menos* o justo valor dos activos do fundo utilizados para financiar esta obrigação, ajustado pelos ganhos ou perdas actuariais não reconhecidos.

As responsabilidades, relativas à obrigação de benefícios definidos, são calculadas anualmente por actuários independentes através do método da unidade de crédito projectada. Para determinar o valor actual destas responsabilidades, os fluxos financeiros futuros esperados são descontados com base em taxas de juro de obrigações de empresas de *rating* elevado 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 prévios) 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 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 contabilizar nas demonstrações financeiras.

NOTAS EM CIRCULAÇÃO

O BCE e os 12 BCN da área do euro, que em conjunto compõem o Eurosistema, emitem notas de euro³. A repartição pelos bancos centrais do Eurosistema do valor total de notas em circulação é feita no último dia útil de cada mês, de acordo com a tabela de repartição de notas de banco⁴.

Ao BCE foi atribuída uma participação de 8% do valor total das notas de euro em circulação, registada na rubrica do passivo “Notas em circulação”, por contrapartida de créditos sobre os BCN. Estes créditos, que vencem juros⁵, são apresentados sob a rubrica “Activos intra-Eurosistema: activos relacionados com a repartição de notas de euro no Eurosistema” (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas). Os juros sobre estas posições são incluídos na rubrica “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”. Até 2005, estes proveitos eram distribuídos separadamente pelos BCN sob a forma de uma distribuição intercalar após o final de cada trimestre⁶. Porém, o Conselho do BCE decidiu que, a partir de 2006, estes proveitos seriam devidos aos BCN no exercício em que são reconhecidos mas que seriam distribuídos no segundo dia útil do exercício subsequente⁷. 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.

3 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.

4 “Tabela de repartição de notas de banco”: indica as percentagens que resultam de se levar em conta a participação do BCE no total de emissão de notas de euro e de se aplicar a tabela de repartição do capital subscrito à participação dos BCN nesse total.

5 Decisão 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.

6 Decisão BCE/2002/9, de 21 de Novembro de 2002, relativa à distribuição, pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes, dos proveitos do Banco Central Europeu referentes às notas de euro em circulação, JO L 323, 28.11.2002, p. 49.

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, 26.11.05, p. 41. Esta decisão revogou a Decisão BCE/2002/9.

NOTAS AO BALANÇO

I OURO E OURO A RECEBER

Em 31 de Dezembro de 2006, o BCE detinha 20.6 milhões de onças de ouro fino (23.1 milhões de onças, em 2005). A redução deveu-se a vendas de ouro em conformidade com o “Central Bank Gold Agreement” (Acordo dos Bancos Centrais sobre o Ouro), de 27 de Setembro de 2004, do qual o BCE é signatário. A redução do valor em euros deste saldo resultante destas vendas foi parcialmente compensada por uma subida significativa do preço do ouro durante 2006 (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 2006. Resulta de um acordo bidireccional para a compra e venda de DSE com o Fundo Monetário Internacional (FMI), segundo o qual o FMI está autorizado a efectuar, em nome do BCE, vendas e compras de DSE contra euros, dentro de um limite máximo e mínimo, determinado em função dos montantes obtidos. O DSE é definido com base num cabaz de moedas. O seu valor corresponde à soma ponderada das taxas de câmbio das quatro moedas mais importantes (euro, iene japonês, libra esterlina e dólar dos Estados Unidos). Para efeitos contabilísticos, os DSE são considerados uma moeda estrangeira (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

DEPÓSITOS E INVESTIMENTOS EM TÍTULOS, EMPRÉSTIMOS AO EXTERIOR E OUTROS ACTIVOS EXTERNOS

ACTIVOS SOBRE RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Estes activos consistem em depósitos em bancos, empréstimos denominados em moeda estrangeira e investimentos em títulos, denominados em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses, como a seguir indicado:

<i>Activos sobre não residentes na área do euro</i>	2006 €	2005 €	Varição €
Depósitos à ordem	1 388 630 590	5 149 756 962	(3 761 126 372)
Aplicações no mercado monetário	1 352 326 756	1 182 580 317	169 746 439
Compras com acordo de revenda	330 983 321	1 306 216 228	(975 232 907)
Investimentos em títulos	26 241 436 610	23 424 003 735	2 817 432 875
Total	29 313 377 277	31 062 557 242	(1 749 179 965)

<i>Activos sobre residentes na área do euro</i>	2006 €	2005 €	Varição €
Depósitos à ordem	18 535	25 019	(6 484)
Aplicações no mercado monetário	2 621 949 594	2 908 790 370	(286 840 776)
Compras com acordo de revenda	151 860 288	0	151 860 288
Total	2 773 828 417	2 908 815 389	(134 986 972)

A redução destas posições em 2006 resulta principalmente da depreciação do dólar dos Estados Unidos face ao euro e, em menor grau, da depreciação do iene japonês em relação ao euro (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

Em 31 de Dezembro de 2006, as posições cambiais⁸ em dólares dos Estados Unidos e ienes japoneses eram as seguintes:

	(milhões da unidade monetária)
Dólar dos Estados Unidos	35 000
Iene japonês	856 308

3 ACTIVOS SOBRE NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2006, estes activos consistiam em depósitos bancários junto de entidades não residentes na área do euro.

4 OUTROS ACTIVOS SOBRE INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO DA ÁREA DO EURO DENOMINADOS EM EUROS

Em 31 de Dezembro de 2006, estes activos consistiam em depósitos bancários 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 de notas de euro no Eurosistema (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

OUTROS ACTIVOS SOBRE O EUROSISTEMA (LÍQUIDOS)

Esta rubrica consiste nos saldos no sistema TARGET dos BCN da área do euro face ao BCE e nos montantes relativos às distribuições intercalares dos proveitos do BCE referentes a notas de euro. Em 31 de Dezembro de 2005, constou o montante de €634 milhões relativo às distribuições intercalares dos proveitos do BCE referentes a notas. Esse valor representava as distribuições intercalares dos referidos

proveitos aos BCN da área do euro, respeitantes aos três primeiros trimestres do ano, e que foram subsequentemente devolvidos. Essas distribuições intercalares cessaram em 2006 (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas, e nota 20, “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”).

	2006 €	2005 €
Créditos sobre BCN da área do euro relacionados com o TARGET	83 764 470 700	75 906 443 905
Responsabilidades para com BCN da área do euro relacionadas com o TARGET	(80 218 602 205)	(71 393 877 603)
Posição líquida relativa ao TARGET	3 545 868 495	4 512 566 302
Créditos sobre/ (responsabilidades para com) BCN da área do euro relacionados com a distribuição intercalar dos proveitos do BCE referentes a notas de euro	0	634 472 107
Outros activos sobre o Eurosistema (líquidos)	3 545 868 495	5 147 038 409

6 OUTROS ACTIVOS

ACTIVOS IMOBILIZADOS CORPÓREOS

Em 31 de Dezembro de 2006, estes activos eram constituídos pelas seguintes rubricas principais:

⁸ Activos líquidos denominados na respectiva moeda estrangeira que estão sujeitos a reavaliação. 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” e “Acréscimos e deferimentos”, e nas rubricas do passivo, “Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira” e “Acréscimos e deferimentos”, 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 títulos denominados em moeda estrangeira não são incluídos.

	2006 €	2005 €	Varição €
Custo			
Terrenos e edifícios	160 272 602	158 681 104	1 591 498
Equipamento e programas informáticos	157 573 338	147 880 213	9 693 125
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos			
motorizados	26 670 476	26 238 407	432 069
Imobilizações em curso	28 790 200	11 576 491	17 213 709
Outras imobilizações corpóreas	1 232 143	1 126 210	105 933
Custo total	374 538 759	345 502 425	29 036 334
Depreciação acumulada			
Terrenos e edifícios	(39 696 727)	(29 694 172)	(10 002 555)
Equipamento e programas informáticos	(135 057 096)	(117 129 048)	(17 928 048)
Equipamento, mobiliário, instalações e veículos			
motorizados	(24 471 251)	(23 308 719)	(1 162 532)
Outras imobilizações corpóreas	(132 696)	(132 584)	(112)
Total de depreciação acumulada	(199 357 770)	(170 264 523)	(29 093 247)
Valor de balanço líquido	175 180 989	175 237 902	(56 913)

O aumento na categoria “Terrenos e edifícios” deve-se sobretudo aos custos relacionados com a aquisição de uma nova residência oficial para o presidente do BCE em Dezembro de 2006. A residência inicial, adquirida em 2001, foi vendida em Janeiro de 2007.

O aumento na categoria “Imobilizações em curso” está relacionado principalmente com os trabalhos iniciais no local 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:

	2006 €	2005 €	Varição €
Títulos denominados em euros	7 303 413 758	5 710 256 343	1 593 157 415
Compras com acordo de revenda em euros	874 669 464	1 136 043 600	(261 374 136)
Outros activos financeiros	42 187 167	42 190 637	(3 470)
Total	8 220 270 389	6 888 490 580	1 331 779 809

(a) Títulos denominados em euros e operações de compra 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 da provisão do BCE 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.

(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 pelas variações resultantes da valorização dos *swaps* e operações cambiais a prazo em curso em 31 de Dezembro de 2006 (ver nota 19, “*Swaps* e operações cambiais a prazo”). As diferenças resultam da conversão dessas transacções em euros, às taxas de câmbio prevalecentes à data do balanço, face aos valores em euros aos quais as transacções são efectuadas nas contas (ver “Ouro, activos e passivos em moeda estrangeira”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS

Em 2005, os juros especializados sobre os activos do BCE relacionados com a repartição de notas de euro no Eurosistema (ver “Notas em circulação”, nas notas sobre as políticas contabilísticas) foram registados no balanço pelo seu valor bruto, na rubrica “Acréscimos e diferimentos” do activo e do passivo. Estes juros são agora registados em termos líquidos na rubrica “Acréscimos e diferimentos” do activo, para melhor reflectir a realidade económica. Para efeitos de comparação, €412 341 791 eram classificados no balanço de 2005 como “Acréscimos e diferimentos” do passivo e agora são classificados como “Acréscimos e diferimentos” do activo, reduzindo em conformidade o saldo destas duas posições.

Esta rubrica do activo inclui igualmente juros especializados, incluindo a amortização de descontos, de títulos e de outros activos financeiros.

CONTAS DIVERSAS E DE REGULARIZAÇÃO

Esta rubrica inclui um crédito sobre o Ministério Federal das Finanças da Alemanha relativo a valores a recuperar do imposto sobre o valor acrescentado e outros impostos indirectos suportados. Esses impostos são reembolsáveis nos termos do artigo 3.º do Protocolo relativo aos Privilégios e Imunidades das Comunidades Europeias, que se aplica ao BCE por força do artigo 40.º dos Estatutos do SEBC.

7 NOTAS EM CIRCULAÇÃO

Esta rubrica consiste na participação do BCE (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 NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS

Esta rubrica inclui depósitos de membros da Associação Bancária do Euro (ABE), utilizados como garantia ao BCE para os pagamentos da ABE liquidados através do sistema TARGET.

9 RESPONSABILIDADES PARA COM NÃO RESIDENTES NA ÁREA DO EURO DENOMINADAS EM EUROS

Estas responsabilidades representam principalmente os saldos das contas que os BCN não participantes na área do euro detêm junto do BCE resultantes de transacções efectuadas através do sistema TARGET (ver “Posições intra-SEBC/Posições intra-Eurosistema”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

10 RESPONSABILIDADES PARA COM 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. Não foram realizados ajustamentos em 2006.

Estas responsabilidades são remuneradas à última taxa marginal disponível, aplicável às operações principais de refinanciamento, ajustada de forma a reflectir uma remuneração zero da componente ouro (ver nota 20, “Resultado líquido de juros e de custos e proveitos equiparados”).

	Repartição das subscrições %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2 5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21 1364	11 761 707 508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0 9219	513 006 858
Bank of Greece	1 8974	1 055 840 343
Banco de España	7 7758	4 326 975 513
Banque de France	14 8712	8 275 330 931
Banca d'Italia	13 0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0 1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3 9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2 0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1 7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1 2887	717 118 926
Total	71 4908	39 782 265 622

12 OUTRAS RESPONSABILIDADES

Esta rubrica é essencialmente constituída por juros devidos aos BCN resultantes da remuneração dos activos de reserva transferidos (ver nota 11, “Responsabilidades intra-Eurosistema”). Estão também incluídos neste saldo (a) outros acréscimos e diferimentos, incluindo a amortização de prémios de obrigações de cupão, e operações de venda com acordo de recompra por liquidar, no montante de €772 milhões, relacionadas com a gestão dos fundos próprios do BCE (ver nota 6, “Outros activos”) e (b) as responsabilidades líquidas respeitantes às obrigações de reforma do BCE.

O PLANO DE REFORMAS E OUTROS BENEFÍCIOS PÓS-EMPREGO DO BCE

Os montantes reconhecidos no balanço referentes às responsabilidades relativas às obrigações de reforma do BCE (ver “O plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE”, nas notas sobre as políticas contabilísticas) são os seguintes:

	2006 (em milhões de €)	2005 (em milhões de €)
Valor actual das responsabilidades	258.5	223.5
Justo valor dos activos do fundo	(195.3)	(161.2)
Ganhos/(perdas) actuariais não reconhecidos	17.3	6.5
Responsabilidades reconhecidas no balanço	80.5	68.8

O valor actual das responsabilidades incluem obrigações não abrangidas pelo fundo de pensões, no montante de €32.6 milhões (€30.4 milhões, em 2005), 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 2006 e de 2005 relativos às categorias “Custo de serviço corrente”, “Custo dos juros” e “Rendimento esperado de activos do fundo” são os seguintes:

	2006 (em milhões de €)	2005 (em milhões de €)
Custo do serviço corrente	27.3	24.6
Custo dos juros	6.8	6.2
Rendimento esperado de activos do fundo	(6.7)	(5.2)
(Ganhos)/perdas actuariais reconhecidos no ano	0	0
Total incluído nos “Custos com pessoal”	27.4	25.6

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 2006.

As variações no valor actual das responsabilidades relativas às obrigações de benefícios definidos são as seguintes:

	2006 (em milhões de €)	2005 (em milhões de €)
Responsabilidades iniciais	223.5	178.5
Custo de serviço	27.3	24.6
Custo dos juros	6.8	6.2
Contribuições pagas pelos participantes no fundo	10.4	9.3
Outras variações líquidas nas responsabilidades que representam contribuições dos participantes do fundo	3.7	6.1
Benefícios pagos	(2.6)	(2.2)
(Ganhos)/perdas actuariais	(10.6)	1.0
Responsabilidades finais	258.5	223.5

As variações no justo valor dos activos do fundo são as seguintes:

	2006 (em milhões de €)	2005 (em milhões de €)
Justo valor inicial dos activos do fundo	161.2	120.2
Rendimento esperado	6.7	5.2
Ganhos/(perdas) actuariais	0.2	7.5
Contribuições pagas pelo empregador	15.4	14.7
Contribuições pagas pelos participantes no fundo	10.3	9.3
Benefícios pagos	(2.2)	(1.8)
Outras variações líquidas nos activos que representam contribuições dos participantes do plano	3.7	6.1
Justo valor final dos activos do plano	195.3	161.2

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.

	2006 %	2005 %
Taxa de desconto	4.60	4.10
Rendimento esperado de activos do fundo	6.00	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 uma provisão contra tais riscos. Por conseguinte, em 31 de Dezembro de 2005, um montante de €992 milhões foi registado nessa provisão. Em 31 de Dezembro de 2006, foi lançado um montante adicional de €1 379 milhões nessa provisão, que aumentou para €2 371 milhões, o que, tal como em 2005, teve como resultado a redução do lucro líquido do exercício para exactamente zero.

A provisão será utilizada para cobertura futura de perdas realizadas e não realizadas, em particular menos-valias não abrangidas pelas contas de reavaliação. A dotação e a necessidade de manutenção dessa provisão serão reavaliadas anualmente, com base na avaliação efectuada pelo BCE da sua futura exposição a riscos de taxa de câmbio, de taxa de juro e de flutuação do preço do ouro. Essa avaliação baseia-se em métodos geralmente aceites para a estimativa de riscos financeiros.

Nesta rubrica estão incluídas uma provisão específica destinada ao cumprimento das obrigações contratuais do BCE de restituir, nas condições iniciais, os edifícios onde actualmente se encontra instalado quando mudar para a sua sede definitiva, bem como outras provisões.

14 CONTAS DE REAVALIAÇÃO

Estas contas representam reservas de reavaliação decorrentes de ganhos não realizados em activos e passivos.

	2006 €	2005 €	Variação €
Ouro	4 861 575 989	4 362 459 301	499 116 688
Moeda estrangeira	701 959 896	3 737 934 137	(3 035 974 241)
Títulos	14 909 786	8 234 660	6 675 126
Total	5 578 445 671	8 108 628 098	(2 530 182 427)

As taxas de câmbio utilizadas na reavaliação de fim de exercício foram as seguintes:

Taxas de câmbio	2006	2005
Dólares dos Estados Unidos por euros	1.3170	1.1797
Ienes japoneses por euros	156.93	138.90
Euros por DSE	1.1416	1.2099
Euros por onça de ouro fino	482.688	434.856

15 CAPITAL E RESERVAS

CAPITAL

O capital subscrito do BCE corresponde a €5.565 mil milhões. O capital realizado totaliza €4.089 mil milhões. Os BCN da área do euro realizaram integralmente as respectivas subscrições, no valor de €3.978 mil milhões (sem alterações em 2006), como a seguir indicado⁹:

	Repartição das subscrições %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21.1364	1 176 170 751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.9219	51 300 686
Bank of Greece	1.8974	105 584 034
Banco de España	7.7758	432 697 551
Banque de France	14.8712	827 533 093
Banca d'Italia	13.0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0.1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3.9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2.0800	115 745 120
Banco de Portugal	1.7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2887	71 711 893
Total	71.4908	3 978 226 562

Aos 13 BCN não participantes na área do euro é exigida a realização de 7% das respectivas participações no capital do BCE como contribuição para a cobertura dos custos operacionais do BCE. Esta contribuição, que inclui os montantes recebidos dos dez novos BCN não participantes na área do euro, totalizou €111 050 988 no final de 2006, sem alterações em relação a 2005. 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.

Os BCN não participantes na área do euro realizaram as respectivas subscrições, como a seguir indicado:

	Repartição das subscrições %	€
Česká národní banka	1.4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1.5663	6 101 159
Eesti Pank	0.1784	694 916
Central Bank of Cyprus	0.1300	506 385
Latvijas Banka	0.2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0.4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1.3884	5 408 191
Central Bank of Malta	0.0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5.1380	20 013 889
Banka Slovenije	0.3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0.7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2.4133	9 400 451
Bank of England	14.3822	56 022 530
Total	28.5092	111 050 988

16 ACONTECIMENTOS POSTERIORES À DATA DO BALANÇO

ALTERAÇÕES À TABELA DE REPARTIÇÃO DO CAPITAL SUBSCRITO DO BCE

ENQUADRAMENTO

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

⁹ Cada montante indicado foi arredondado para o euro mais próximo. Os totais podem não corresponder à soma das parcelas devido a arredondamentos.

do Conselho, de 15 de Julho de 2003, relativa aos dados estatísticos a utilizar com vista a adaptação da tabela de repartição para a subscrição do capital do BCE, 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.

	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
Subtotal para os BCN da área do euro	71.4908	69.5092
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
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
Subtotal para os BCN não participantes na área do euro	28.5092	30.4908
Total	100.0000	100.0000

ENTRADA DA ESLOVÉNIA NA ÁREA DO EURO

Ao abrigo da Decisão 2006/495/CE do Conselho, de 11 de Julho de 2006, tomada em conformidade com o n.º 2 do artigo 122.º do Tratado, a Eslovénia adoptou a moeda única em 1 de Janeiro de 2007. De acordo com o artigo 49.º-1 dos Estatutos do SEBC e da legislação adoptada pelo Conselho do BCE em 30 de Dezembro de 2006¹⁰, 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. Em 2 e 3 de Janeiro de 2007, nos termos do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC, o Banka Slovenije transferiu para o BCE activos de reserva externa num valor total equivalente a €191 641 809. O montante total transferido foi determinado pela multiplicação do valor em euros, à taxa de câmbio prevalecente em 29 de Dezembro de 2006, dos activos de reserva externa já transferidos para o BCE, pelo rácio entre as participações subscritas pelo Banka Slovenije e as participações já realizadas pelos outros BCN sem derrogação. Esses activos de reserva externa incluíam montantes em dólares dos Estados Unidos, sob a forma de numerário, e ouro, numa proporção de, respectivamente, 85% e 15%.

Ao Banka Slovenije foram creditados activos, relacionados com o capital realizado e com os activos de reserva externa, equivalentes aos montantes transferidos. Estes últimos serão tratados de forma idêntica aos existentes activos dos outros BCN participantes (ver nota 11, “Responsabilidades intra-Eurosistema”).

¹⁰ Decisão BCE/2006/30, de 30 de Dezembro de 2006, relativa à realização do capital, transferência de activos de reserva e contribuição para as reservas e provisões do Banco Central Europeu pelo Banka Slovenije, JO L 24, 31.1.2007, p. 17; Acordo de 30 de Dezembro de 2006 entre o Banco Central Europeu e o Banka Slovenije relativo ao crédito atribuído ao Banka Slovenije pelo Banco Central Europeu ao abrigo do artigo 30.º-3 dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, JO L 17, 25.1.2007, p. 26.

EFEITO DAS ALTERAÇÕES

O CAPITAL DO BCE

O alargamento da União Europeia com a adesão da Bulgária e da Roménia e a concomitante alteração do capital subscrito e da tabela para repartição do capital subscrito do BCE, a par da entrada da Eslovénia para a área do euro, resultou num aumento de €37 858 680 do capital realizado do BCE.

ACTIVOS DOS BCN EQUIVALENTES AOS ACTIVOS DE RESERVA EXTERNA TRANSFERIDOS PARA O BCE

A alteração das ponderações da tabela para a repartição do capital subscrito do BCE e a transferência de activos de reserva externa pelo Banka Slovenije resultou num aumento de €259 568 376 dos activos dos BCN.

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 2006 ascendia a €2.2 mil milhões (€0.9 mil milhões, em 2005) (ver “Operações reversíveis”, nas notas sobre as políticas contabilísticas).

18 FUTUROS DE TAXAS DE JURO

Em 2006, foram utilizados futuros de taxas de juro em moeda estrangeira no âmbito da gestão dos activos de reserva externa e dos fundos próprios do BCE. Em 31 de Dezembro de 2006, encontravam-se por liquidar as seguintes transacções:

Futuros de taxas de juro em moeda estrangeira	Valor contratual €
Aquisições	9 192 862 566
Vendas	367 444 345

Futuros de taxa de juro em euros	Valor contratual €
Aquisições	40 000 000
Vendas	147 500 000

19 SWAPS E OPERAÇÕES CAMBIAIS A PRAZO

Encontravam-se por liquidar em 31 de Dezembro de 2006 activos no valor de €207 milhões e passivos no valor de €204 milhões decorrentes de *swaps* e operações cambiais a prazo. Estas transacções foram realizadas no âmbito da gestão dos activos de reserva externa do BCE.

NOTAS À CONTA DE RESULTADOS

20 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:

	2006 €	2005 €	Variação €
Juros relativos a depósitos à ordem	15 399 229	7 519 063	7 880 166
Juros decorrentes de aplicações no mercado monetário	195 694 549	124 214 410	71 480 139
Juros de operações de compra com acordo de revenda	201 042 718	153 568 329	47 474 389
Juros líquidos em investimentos em títulos	934 077 489	641 956 243	292 121 246
Juros líquidos de operações a prazo e de <i>swap</i> em moeda estrangeira	3 853 216	0	3 853 216
Total de juros (activos)	1 350 067 201	927 258 045	422 809 156
Juros e custos equiparados relativos a depósitos à ordem	(225 549)	(221 697)	(3 852)
Juros de acordos de recompra	(31 598 416)	(37 562 595)	5 964 179
Custos líquidos de operações a prazo e de <i>swap</i> em moeda estrangeira	0	(64 964)	64 964
Juros (líquidos) sobre activos de reserva	1 318 243 236	889 408 789	428 834 447

Os juros e outros proveitos equiparados registaram um aumento significativo em 2006 devido ao efeito da subida das taxas de juro sobre activos denominados em dólares dos Estados Unidos.

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 relativos aos activos do BCE referentes à sua participação no total de notas de euro são remunerados à última taxa marginal disponível para as operações principais de refinanciamento do Eurosistema. O aumento dos juros em 2006 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 2006, o Conselho do BCE decidiu não proceder à distribuição da totalidade destes proveitos.

REMUNERAÇÃO DOS ACTIVOS DOS BCN RELACIONADOS COM OS ACTIVOS DE RESERVA EXTERNA TRANSFERIDOS

A remuneração paga aos BCN da área do euro pelos seus activos sobre o BCE relacionados com activos de reserva externa transferidos ao abrigo do artigo 30.º-1 dos Estatutos do SEBC é apresentada nesta rubrica.

OUTROS JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS E OUTROS JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS

Nestas rubricas estão incluídos juros e outros proveitos equiparados no montante de €2.5 mil milhões (€1.6 mil milhões, em 2005) e custos no valor de €2.4 mil milhões (€1.5 mil milhões, em 2005) relativos a saldos relacionados com o TARGET. Os resultados referentes a outros activos e passivos denominados em euros são igualmente aqui apresentados.

21 RESULTADOS REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

Os ganhos realizados líquidos resultantes de operações financeiras em 2006 foram os seguintes:

	2006 €	2005 €	Variação €
Ganhos/(perdas) realizados líquidos relativos a títulos e futuros de taxa de juro	(103 679 801)	14 854 774	(118 534 575)
Ganhos realizados líquidos relativos a câmbios e ao preço do ouro	579 060 509	134 514 361	444 546 148
Ganhos realizados em operações financeiras	475 380 708	149 369 135	326 011 573

22 PREJUÍZOS NÃO REALIZADOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS

	2006 €	2005 €	Variação €
Perdas não realizadas relativas a títulos	(73 609 623)	(97 487 772)	23 878 149
Perdas cambiais não realizadas	(644 857 885)	(6 309)	(644 851 576)
Total	(718 467 508)	(97 494 081)	(620 973 427)

Estas perdas cambiais devem-se principalmente a prejuízos não realizados relacionados com a diferença entre o custo médio de aquisição de ienes japoneses detidos pelo BCE e a respectiva taxa de câmbio no fim do exercício, no seguimento da depreciação desta moeda face ao euro ao longo do ano.

23 RESULTADO LÍQUIDO DE COMISSÕES E DE OUTROS CUSTOS E PROVEITOS BANCÁRIOS

	2006 €	2005 €	Variação €
Comissões recebidas e outros proveitos bancários	338 198	473 432	(135 234)
Comissões pagas e outros custos bancários	(884 678)	(655 805)	(228 873)
Resultado líquido de comissões e de outros custos e proveitos bancários	(546 480)	(182 373)	(364 107)

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”).

24 RENDIMENTO DE ACÇÕES E PARTICIPAÇÕES

Os dividendos recebidos relativos a acções do Banco de Pagamentos Internacionais (ver nota 6, “Outros activos”), anteriormente incluídos em “Outros proveitos e ganhos (€853 403, em 2005), são agora registados nesta rubrica.

25 OUTROS PROVEITOS E GANHOS

Os outros proveitos diversos do exercício derivam principalmente da reposição na conta de resultados de provisões administrativas não utilizadas.

26 CUSTOS COM PESSOAL

Esta rubrica inclui remunerações, subsídios, custos com seguros e outros custos diversos no valor de €133.4 milhões (€127.4 milhões, em

2005). Os custos com pessoal, no montante de €1.0 milhões, relacionados com a construção da nova sede do BCE foram capitalizados e excluídos desta rubrica. Em 2005 não foram capitalizados quaisquer custos com pessoal.

Os emolumentos dos membros da Comissão Executiva totalizaram €2.2 milhões (€2.1 milhões, em 2005). São feitos pagamentos, a título transitório, a ex-membros da Comissão Executiva durante certo período após o termo do seu mandato. Em 2006, estes pagamentos ascenderam a um total de €0.3 milhões (€0.4 milhões, em 2005). Foram também efectuados durante o ano pagamentos de pensões no valor de €0.1 milhões (€0.1 milhões, em 2005) a ex-membros da Comissão Executiva ou aos seus descendentes.

As remunerações e subsídios, incluindo os emolumentos dos órgãos de gestão, são, na essência, baseados e comparáveis com os esquemas de remuneração praticados nas Comunidades Europeias.

Inclui-se igualmente nesta rubrica um montante de €27.4 milhões (€25.6 milhões, em 2005) reconhecidos em relação ao plano de reformas e outros benefícios pós-emprego do BCE (ver nota 12, “Outras responsabilidades”).

No final de 2006, o BCE tinha ao seu serviço a tempo inteiro, com contratos permanentes e a termo, o equivalente a 1 367 pessoas, 138 das quais com funções de gestão. No que se refere a alterações no número de pessoas empregadas ao longo de 2006, há a registar:

	2006	2005
Em 1 de Janeiro	1 351	1 309
Novos membros ¹⁾	55	82
Demissões/fim de contrato ²⁾	39	40
Em 31 de Dezembro	1 367	1 351
Média de pessoal empregado	1 360	1 331

1) Esta rubrica 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 2006 inclui o equivalente a 63 funcionários a tempo inteiro (59, em 2005) em licença sem vencimento e parental. Além disso, em 31 de Dezembro de 2006, o BCE tinha ao seu serviço, com contratos a curto prazo para substituição de pessoal em licença sem vencimento, parental ou de parto, o equivalente a 70 funcionários a tempo inteiro (57, em 2005).

O BCE também proporciona aos funcionários de outros bancos centrais do SEBC a oportunidade de aceitarem comissões de serviço temporário no BCE. Em 31 de Dezembro de 2006, o número de pessoas a participar neste programa ascendia a 61 (46, em 2005), sendo o seu custo incluído nesta rubrica.

27 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.

28 CUSTOS DE PRODUÇÃO DE NOTAS

Estes custos estão relacionados com as despesas decorrentes da transferência de notas de euro entre BCN para fazerem face a flutuações inesperadas da procura e foram suportados a nível central pelo BCE.

NOTA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DOS PROVEITOS/ REPARTIÇÃO DOS PREJUÍZOS

Esta nota não é parte integrante das demonstrações financeiras do BCE para o exercício de 2006.

PROVEITOS RELACIONADOS COM A PARTICIPAÇÃO DO BCE NO TOTAL DE NOTAS DE EURO EM CIRCULAÇÃO

Em 2005, na sequência de uma decisão do Conselho do BCE, os proveitos no valor de €868 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 2006 não foi distribuído o montante de €1 319 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 SEBC¹.

Em 2006, o financiamento, no valor de €1 379 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, 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.

¹ Nos termos no 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.

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 2006, 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 Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. 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 2006 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 Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

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 2006, 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 nas decisões relativas às contas anuais do Banco Central Europeu. 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 nas decisões relativas às contas anuais do Banco Central Europeu, apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira do Banco Central Europeu em 31 de Dezembro de 2006 e dos resultados do exercício findo nessa data.

Frankfurt am Main, 27 de Fevereiro de 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 BALANÇO CONSOLIDADO DO EUROSISTEMA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006

(MILHÕES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2006	31 DE DEZEMBRO DE 2005
1 Ouro e ouro a receber	176 768	163 881
2 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	142 288	154 140
2.1 Fundo Monetário Internacional	10 658	16 391
2.2 Depósitos e investimentos em títulos, empréstimos ao exterior e outros activos externos	131 630	137 749
3 Activos sobre residentes na área do euro denominados em moeda estrangeira	23 404	23 693
4 Activos sobre não residentes na área do euro denominados em euros	12 292	9 185
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	12 292	9 185
4.2 Facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
5 Créditos a instituições de crédito da área euro relacionados com operações de política monetária denominados em euros	450 541	405 966
5.1 Operações principais de refinanciamento	330 453	315 000
5.2 Operações de refinanciamento de prazo alargado	120 000	90 017
5.3 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
5.4 Operações reversíveis estruturais	0	0
5.5 Facilidade permanente de cedência de liquidez	88	949
5.6 Créditos relacionados com o valor de cobertura adicional	0	0
6 Outros activos para com instituições de crédito da área do euro denominados em euros	11 036	3 636
7 Títulos emitidos por residentes na área do euro denominados em euros	77 614	92 367
8 Crédito à Administração Pública denominado em euros	39 359	40 113
9 Outros activos	216 728	145 635
Total do activo	1 150 030	1 038 616

Os totais e subtotais podem não corresponder devido a arredondamentos.

PASSIVO	31 DE DEZEMBRO DE 2006	31 DE DEZEMBRO DE 2005
1 Notas em circulação	628 238	565 216
2 Responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro relacionadas com operações de política monetária denominadas em euros	174 051	155 535
2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	173 482	155 283
2.2 Facilidade permanente de depósito	567	252
2.3 Depósitos a prazo	0	0
2.4 Operações reversíveis ocasionais de regularização	0	0
2.5 Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	2	0
3 Outras responsabilidades para com instituições de crédito da área do euro denominadas em euros	65	207
4 Certificados de dívida emitidos	0	0
5 Responsabilidades para com outros residentes na área do euro denominadas em euros	53 374	41 762
5.1 Administração Pública	45 166	34 189
5.2 Outras responsabilidades	8 208	7 573
6 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em euros	16 614	13 224
7 Responsabilidades para com residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	89	366
8 Responsabilidades para com não residentes na área do euro denominadas em moeda estrangeira	12 621	8 405
8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	12 621	8 405
8.2 Responsabilidades decorrentes da facilidade de crédito no âmbito do MTC II	0	0
9 Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais pelo FMI	5 582	5 920
10 Outras responsabilidades	71 352	67 325
11 Contas de reavaliação	121 887	119 094
12 Capital e reservas	66 157	61 562
Total do passivo	1 150 030	1 038 616

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte apresenta uma lista dos instrumentos jurídicos que foram adoptados pelo BCE em 2006 e no início de 2007 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/2006/1	Recomendação do Banco Central Europeu, de 1 de Fevereiro de 2006, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Oesterreichische Nationalbank	JO C 34 de 10.2.2006, p. 30
BCE/2006/2	Orientação do Banco Central Europeu, de 3 de Fevereiro de 2006, 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 40 de 11.2.2006, p. 32
BCE/2006/3	Decisão do Banco Central Europeu, de 13 de Março de 2006, que altera a Decisão BCE/2002/11 relativa às contas anuais do Banco Central Europeu	JO L 89 de 28.3.2006, p. 56
BCE/2006/4	Orientação do Banco Central Europeu, de 7 de Abril de 2006, relativa à prestação de serviços de gestão de reservas em euros pelo Eurosistema a bancos centrais e países não pertencentes à área do euro e a organizações internacionais	JO L 107 de 20.4.2006, p. 54
BCE/2006/5	Recomendação do Banco Central Europeu, de 13 de Abril de 2006, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Banque de France	JO C 98 de 26.4.2006, p. 25
BCE/2006/6	Orientação do Banco Central Europeu, de 20 de Abril de 2006, 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 115 de 28.4.2006, p. 46
BCE/2006/7	Decisão do Banco Central Europeu, de 19 de Maio de 2006, 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 148 de 2.6.2006, p. 56
	Código deontológico suplementar para os membros da Comissão executiva do Banco Central Europeu	JO C 230 de 23.9.2006, p. 46

Número	Título	Referência do JO
BCE/2006/8	Regulamento do Banco Central Europeu, de 14 de Junho de 2006, relativo aos requisitos de informação estatística aplicáveis às instituições de giro postal que recebem depósitos de entidades do sector não monetário residentes na área do euro	JO L 184 de 6.7.2006, p. 12
BCE/2006/9	Orientação do Banco Central Europeu, de 14 de Julho de 2006, relativa a determinados preparativos com vista à passagem para o euro fiduciário e ao fornecimento e subfornecimento prévios de notas e moedas de euro fora da área do euro	JO L 207 de 28.7.2006, p. 39
BCE/2006/10	Orientação do Banco Central Europeu, de 24 de Julho de 2006, relativa ao câmbio de notas de banco após a fixação irrevogável das taxas de câmbio em relação com a introdução do euro	JO L 215 de 5.8.2006, p. 44
BCE/2006/11	Orientação do Banco Central Europeu, de 3 de Agosto de 2006, que altera a Orientação BCE/2005/16 relativa a um sistema de transferências automáticas transeuropeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (TARGET)	JO L 221 de 12.8.2006, p. 17
BCE/2006/12	Orientação do Banco Central Europeu, de 31 de Agosto de 2006, que altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema	JO L 352 de 13.12.2006, p. 1
BCE/2006/13	Recomendação do Banco Central Europeu, de 6 de Outubro de 2006, relativa à adopção de determinadas medidas visando proteger o euro mais eficazmente contra a falsificação	JO C 257 de 25.10.2006, p. 16
BCE/2006/14	Recomendação do Banco Central Europeu, de 9 de Outubro de 2006, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Banka Slovenije	JO C 257 de 25.10.2006, p. 19
BCE/2006/15	Regulamento do Banco Central Europeu, de 2 de Novembro de 2006, relativo às disposições transitórias em matéria de aplicação das reservas mínimas pelo Banco Central Europeu na sequência da introdução do euro na Eslovénia	JO L 306 de 7.11.2006, p. 15
BCE/2006/16	Orientação do Banco Central Europeu, de 10 de Novembro de 2006, relativa ao enquadramento jurídico dos processos contabilísticos e da prestação de informação financeira no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais	JO L 348 de 11.12.2006, p. 1
BCE/2006/17	Decisão do Banco Central Europeu, de 10 de Novembro de 2006, relativa às contas anuais do Banco Central Europeu	JO L 348 de 11.12.2006, p. 38

Número	Título	Referência do JO
BCE/2006/18	Recomendação do Banco Central Europeu, de 13 de Novembro de 2006, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Banco de Espanha	JO C 283 de 21.11.2006, p. 16
BCE/2006/19	Decisão do Banco Central Europeu, de 24 de Novembro de 2006, relativa à aprovação do limite de emissão de moeda metálica em 2007	JO L 348 de 11.12.2006, p. 52
BCE/2006/20	Regulamento do Banco Central Europeu, de 14 de Dezembro de 2006, que altera o Regulamento BCE/2001/13 relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias	JO L 2 de 5.1.2007, p. 3
BCE/2006/21	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Dezembro de 2006, relativa à participação percentual dos bancos centrais nacionais na tabela de repartição para a subscrição do capital do Banco Central Europeu	JO L 24 de 31.1.2007, p. 1
BCE/2006/22	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Dezembro de 2006, que estabelece as medidas necessárias à realização do capital do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais participantes	JO L 24 de 31.1.2007, p. 3
BCE/2006/23	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Dezembro de 2006, que estabelece os termos e condições para as transferências de participações no capital do Banco Central Europeu entre os bancos centrais nacionais e para a adaptação do capital realizado	JO L 24 de 31.1.2007, p. 5
BCE/2006/24	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Dezembro de 2006, que estabelece as medidas necessárias para a contribuição para o valor acumulado dos fundos próprios do Banco Central Europeu e para a adaptação dos créditos dos bancos centrais nacionais equivalentes aos activos de reserva transferidos	JO L 24 de 31.1.2007, p. 9
BCE/2006/25	Decisão do Banco Central Europeu, de 15 de Dezembro de 2006, que altera a Decisão BCE/2001/15, de 6 de Dezembro de 2001, relativa à emissão de notas de euro	JO L 24 de 31.1.2007, p. 13
BCE/2006/26	Decisão do Banco Central Europeu, de 18 de Dezembro de 2006, que estabelece as medidas necessárias à realização do capital do Banco Central Europeu pelos bancos centrais nacionais não participantes	JO L 24 de 31.1.2007, p. 15

Número	Título	Referência do JO
BCE/2006/27	Orientação do Banco Central Europeu, de 18 de Dezembro de 2006, 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 C 17 de 25.1.2007, p. 1
BCE/2006/28	Orientação do Banco Central Europeu, de 21 de Dezembro de 2006, 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 C 17 de 25.1.2007, p. 5
	Protocolo de Intenções que altera o Protocolo de Intenções relativo a um Código de Conduta dos membros do Conselho do BCE	JO C 10 de 16.1.2007, p. 6
BCE/2006/29	Recomendação do Banco Central Europeu, de 21 de Dezembro de 2006, ao Conselho da União Europeia relativa à nomeação dos auditores externos do Oesterreichische Nationalbank	JO C 5 de 10.1.2007, p. 1
BCE/2006/30	Decisão do Banco Central Europeu, 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 de 31.1.2007, p. 17

PARECERES ADOPTADOS PELO BCE

O quadro seguinte apresenta uma lista dos pareceres adoptados pelo BCE em 2006 e no início de 2007, ao abrigo do n.º 4 do artigo 105.º do Tratado e artigo 4.º dos Estatutos do SEBC, alínea b) do n.º 2 do artigo 112.º do Tratado e

artigo 11.º-2 dos Estatutos. Para consultar a lista de todos os pareceres adoptados pelo BCE desde o seu estabelecimento, consultar o *site* do BCE.

(a) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por um Estado-Membro¹

Número ²	Origem	Assunto
CON/2006/1	Hungria	Termos e condições gerais e regras de funcionamento de organismos que disponibilizam serviços de câmara de compensação
CON/2006/2	Hungria	Protecção das notas e moedas de forint e de euro contra reproduções ilegais ou irregulares
CON/2006/3	Estónia	Reservas mínimas
CON/2006/4	Chipre	Alterações aos estatutos do Central Bank of Cyprus com vista à adopção do euro
CON/2006/5	Lituânia	Alargamento do âmbito da legislação sobre o carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de títulos
CON/2006/6	Finlândia	Poderes de emergência e competências do SEBC
CON/2006/7	Hungria	Termos e condições gerais e regulamentos internos das câmaras de compensação para instituições de crédito
CON/2006/9	Chipre	Alterações ao quadro regulamentar das Centrais de Depósito e de Registo de títulos
CON/2006/10	Malta	Regime jurídico previsto para a adopção do euro
CON/2006/11	Letónia	Alargamento da base de incidência das reservas mínimas obrigatórias e introdução de rácios de reserva diferenciados
CON/2006/15	Polónia	Integração da supervisão bancária, dos mercados de capitais, seguros e fundos de pensões
CON/2006/16	Lituânia	Estabelecimento de uma base jurídica relativa à participação do Lietuvos bankas no modelo de banco central correspondente
CON/2006/17	Eslovénia	Alterações aos estatutos do Banka Slovenije com vista à adopção do euro

1 Em Dezembro de 2004, o Conselho do BCE decidiu que os pareceres do BCE emitidos a pedido de autoridades nacionais seriam, em regra, publicados imediatamente após a sua adopção e posterior transmissão à autoridade consultante.

2 As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

Número²	Origem	Assunto
CON/2006/19	Letónia	Alterações aos estatutos do Latvijas Banka
CON/2006/20	Países Baixos	Supervisão do sector financeiro
CON/2006/22	Portugal	Codificação de legislação diversa relativa à emissão, cunhagem, colocação em circulação e comercialização de moeda metálica
CON/2006/23	Malta	Alterações aos estatutos do Central Bank of Malta com vista à adopção do euro
CON/2006/24	Eslovénia	Alterações à lei sobre activos de garantia financeiros
CON/2006/25	Bélgica	Introdução de um sistema de reporte directo para as estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional
CON/2006/26	Letónia	Alterações aos requisitos mínimos de liquidez
CON/2006/27	Letónia	Alterações à Constituição da Letónia relativas à situação do estatuto do Latvijas Banka
CON/2006/28	Estónia	Redenominação do capital e acções das empresas e introdução de acções sem indicação do valor nominal, devidas à introdução do euro
CON/2006/29	Eslovénia	Introdução do euro
CON/2006/30	Suécia	Regulamentos do Sveriges Riksbank relativos à compra e devolução de numerário
CON/2006/31	Polónia	Disposições que permitem aos bancos que operam como sociedades por acções serem divididos em conformidade com o Código das Sociedades Comerciais
CON/2006/32	França	Alterações aos estatutos do Banque de France
CON/2006/33	Chipre	Alterações aos estatutos do Central Bank of Cyprus com vista à adopção do euro
CON/2006/34	Bélgica	Alargamento da lista de participantes directos nos sistemas de liquidação de títulos
CON/2006/37	Chipre	Alterações ao quadro regulamentar das Centrais de Depósito e de Registo de títulos
CON/2006/38	Grécia	Estabelecimento de um regime de protecção do consumidor no âmbito das funções de supervisão prudencial do Bank of Greece e outras disposições relacionadas com esta matéria
CON/2006/39	Polónia	Alteração da composição do Comité de Supervisão Bancária

Número²	Origem	Assunto
CON/2006/40	Bélgica	Alterações aos estatutos do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique no que respeita à penhora de créditos a seu favor como garantia das suas operações de crédito
CON/2006/41	Eslovénia	Reservas mínimas
CON/2006/42	Chipre	Condições de filiação de cooperativas de crédito num organismo central
CON/2006/43	Eslovénia	Base jurídica da passagem para o euro fiduciário e do fornecimento e sub-fornecimento prévios de notas e moedas de euro
CON/2006/44	Itália	Revisão geral dos estatutos do Banca d'Italia
CON/2006/45	República Checa	Reprodução de notas, moedas e outros símbolos monetários na República Checa
CON/2006/46	Hungria	Projecto de legislação húngara sobre transacções de pagamentos e pagamentos de serviços e instrumentos de pagamento electrónico
CON/2006/47	República Checa	Algumas atribuições do Česká národní banka na área da protecção do consumidor
CON/2006/48	Eslovénia	Revisão geral da lei bancária
CON/2006/49	Letónia	Instrumentos de política monetária
CON/2006/50	Chipre	Alterações aos estatutos do Central Bank of Cyprus com vista à adopção do euro
CON/2006/51	Itália	Repartição de poderes entre as autoridades de supervisão
CON/2006/52	Letónia	Sistema de liquidação de títulos do Latvijas Banka
CON/2006/53	Polónia	Supervisão dos operadores de sistemas de compensação e liquidação
CON/2006/54	Países Baixos	Incorporação nos estatutos do De Nederlandsche Bank de novos princípios de gestão empresarial
CON/2006/55	Hungria	Harmonização dos estatutos do Magyar Nemzeti Bank com o direito comunitário
CON/2006/56	Luxemburgo	Mercados de instrumentos financeiros
CON/2006/58	Malta	Alterações aos estatutos do Central Bank of Malta com vista à adopção do euro
CON/2006/59	Estónia	Reservas mínimas

Número²	Origem	Assunto
CON/2006/61	Portugal	Autenticação das moedas de euro e o destino a dar às moedas impróprias para circulação/recirculação
CON/2006/62	Portugal	Estabelecimento de um regime jurídico para a detecção de contrafações e a escolha e verificação da qualidade das notas de euro
CON/2007/01	Chipre	Regime jurídico previsto para a adopção e uma transição regular para o euro
CON/2007/02	Hungria	Estabelecimento de um sistema de reporte directo para as estatísticas da balança de pagamentos
CON/2007/03	Irlanda	Títulos cobertos por activos

(b) Pareceres do BCE na sequência de uma consulta por uma instituição europeia³

Número⁴	Origem	Assunto	Referência do JO
CON/2006/8	Conselho da UE	Revogação de legislação obsoleta sobre o Sistema Monetário Europeu	JO C 49, 28.2.2006, p. 35
CON/2006/12	Conselho da UE	Revisão do programa de transmissão de dados sobre as contas nacionais – SEC 95	JO C 55, 7.3.2006, p. 61
CON/2006/13	Conselho da UE	Cobertura temporal da recolha de preços do índice harmonizado de preços no consumidor	JO C 55, 7.3.2006, p. 63
CON/2006/14	Conselho da UE	Nomeação de um membro da Comissão Executiva do BCE	JO C 58, 10.3.2006, p. 12
CON/2006/18	Conselho da UE	Revisão significativa da nomenclatura estatística das actividades económicas no seio da Comunidade (NACE)	JO C 79, 1.4.2006, p. 31
CON/2006/21	Conselho da UE	Serviços de pagamentos no mercado interno	JO C 109, 9.5.2006, p. 10
CON/2006/35	Conselho da UE	Alteração e extensão do programa de acção em matéria de intercâmbio, de assistência e de formação para a protecção do euro contra a falsificação (programa “Péricles”)	JO C 163, 14.7.2006, p. 7
CON/2006/36	Conselho da UE	Taxa de conversão entre o euro e o tolar esloveno e outras medidas necessárias à introdução do euro na Eslovénia	JO C 163, 14.7.2006, p. 10
CON/2006/57	Conselho da UE	Proposta de directiva da Comissão que aplica a Directiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) no que se refere à clarificação de determinadas definições	JO C 31 de 13.2.2007, p. 1

³ Também publicados no *site* do BCE.

⁴ As consultas estão numeradas pela ordem da sua adopção pelo Conselho do BCE.

Número⁴	Origem	Assunto	Referência do JO
CON/2006/60	Conselho da UE	Proposta de directiva que altera determinadas directivas comunitárias no que se refere a normas processuais e critérios para a avaliação prudencial das aquisições e dos aumentos de participações em entidades do sector financeiro	JO C 27, 7.2.2007, p.1
CON/2007/4	Conselho da UE	Introdução de um novo procedimento de comitologia em oito directivas relativas ao Plano de Acção para os Serviços Financeiros	JO C 39, 23.2.2007, p. 1

CRONOLOGIA DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA ¹

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 efeito 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 efeito 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

¹ A cronologia das medidas de política monetária do Eurosistema tomadas entre 1999 e 2005 encontra-se, respectivamente, nas páginas 180 a 185 do Relatório Anual do BCE de 1999, nas páginas 223 a 226 do Relatório Anual do BCE de 2000, nas páginas 239 a 241 do Relatório Anual do BCE de 2001, nas páginas 248 e 249 do Relatório Anual do BCE de 2002, nas páginas 237 a 239 do Relatório Anual do BCE de 2003, nas páginas 237 e 238 do Relatório Anual do BCE de 2004 e na página 229 do Relatório Anual do BCE de 2005.

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 base, fixando-as em 4.25% e 2.25%, ambas com efeito 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%, ambas com efeito 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 efeito a partir de 14 de Março de 2007.

DOCUMENTOS PUBLICADOS PELO BANCO CENTRAL EUROPEU DESDE 2006

Esta lista tem como objectivo informar os leitores sobre determinados documentos publicados pelo Banco Central Europeu desde Janeiro de 2006. A lista de Documentos de Trabalho refere-se apenas a publicações divulgadas entre Dezembro de 2006 e Fevereiro de 2007. Salvo indicação em contrário e dependendo do *stock* existente, as versões impressas podem ser obtidas gratuitamente, também por assinatura, através do contacto info@ecb.int.

Para a obtenção de uma lista completa dos documentos publicados pelo Banco Central Europeu e pelo Instituto Monetário Europeu, consultar o *site* do BCE (<http://www.ecb.int>).

RELATÓRIO ANUAL

“Relatório Anual 2005”, Abril de 2006.

RELATÓRIO DE CONVERGÊNCIA

“Relatório de Convergência Maio de 2006”.

“Relatório de Convergência Dezembro de 2006”.

ARTIGOS DO BOLETIM MENSAL

“*The predictability of the ECB’s monetary policy*”, Janeiro de 2006.

“*Hedge funds: developments and policy implications*”, Janeiro de 2006.

“*Assessing house price developments in the euro area*”, Fevereiro de 2006.

“*Fiscal policies and financial markets*”, Fevereiro de 2006.

“*The importance of public expenditure reform for economic growth and stability*”,
Abril de 2006.

“*Portfolio management at the ECB*”, Abril de 2006.

“*Monetary and exchange rate arrangements of the euro area with selected third countries and territories*”, Abril de 2006.

“*The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration*”,
Maio de 2006.

“*The single list in the collateral framework of the Eurosystem*”, Maio de 2006.

“*Equity issuance in the euro area*”, Maio de 2006.

“*Measures of inflation expectations in the euro area*”, Julho de 2006.

“*Competitiveness and the export performance of the euro area*”, Julho de 2006.

“*Sectoral money holding: determinants and recent developments*”, Agosto de 2006.

“*The evolution of large-value payment systems in the euro area*”, Agosto de 2006.

“*Demographic change in the euro area: projections and consequences*”, Outubro de 2006.

“*Integrated financial and non-financial accounts for the institutional sectors in the euro area*”,
Outubro de 2006.

“*Monetary policy ‘activism’*”, Novembro de 2006.

“*The Eurosystem’s experience with fine-tuning operations at the end of the reserve maintenance period*”,
Novembro de 2006.

“*Financial development in central, eastern and south-eastern Europe*”, Novembro de 2006.

“*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.

“STATISTICS POCKET BOOK”

Disponível mensalmente desde Agosto de 2003.

SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO JURÍDICOS”

- 1 “*The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*”, por K. M. Löber, Fevereiro de 2006.
- 2 “*The application of multilingualism in the European Union context*”, por P. Athanassiou, Março de 2006.
- 3 “*National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview*”, por J. García-Andrade e P. Athanassiou, Outubro de 2006.

SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO OCASIONAIS”

- 43 “*The accumulation of foreign reserves*”, por uma *task force* do Comité de Relações Internacionais, Fevereiro de 2006.
- 44 “*Competition, productivity and prices in the euro area services sector*”, por uma *task force* do Comité de Política Monetária do Sistema Europeu de Bancos Centrais, Abril de 2006.
- 45 “*Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts*”, por N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi e N. Vidalis, Maio de 2006.
- 46 “*Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*”, por F. Altissimo, M. Ehrmann e F. Smets, Junho de 2006.
- 47 “*The reform and implementation of the Stability and Growth Pact*”, por R. Morris, H. Ongena e L. Schuknecht, Junho de 2006.
- 48 “*Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*”, pela *Task Force on Enlargement*, do Comité de Relações Internacionais, Julho de 2006.
- 49 “*Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem*”, por U. Bindseil e F. Papadia, Agosto de 2006.
- 50 “*Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market*”, por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes e A. Persaud, Agosto de 2006.
- 51 “*Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*”, por A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger e T. Westermann, Agosto de 2006.
- 52 “*Cross-border labour mobility within an enlarged EU*”, por F. F. Heinz e M. Ward-Warmedinger, Outubro de 2006.
- 53 “*Labour productivity developments in the euro area*”, por R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker e J. Turunen, Outubro de 2006.
- 54 “*Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics*”, por V. Damia e C. Picón Aguilar, Novembro de 2006.
- 55 “*Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*”, por U. Baumann e F. di Mauro, Fevereiro de 2007.

SÉRIE “DOCUMENTOS DE TRABALHO”

- 699 “*The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro data*”, por E. Gautier, Dezembro de 2006.
- 700 “*Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?*”, por C. De Mol, D. Giannone e L. Reichlin, Dezembro de 2006.
- 701 “*Is there a single frontier in a single European banking market?*”, por J. W. B. Bos e H. Schmiedel, Dezembro de 2006.
- 702 “*Comparing financial systems: a structural analysis*”, por S. Champonnois, Dezembro de 2006.
- 703 “*Co-movements in volatility in the euro money market*”, por N. Cassola e C. Morana, Dezembro de 2006.
- 704 “*Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach*”, por B. E. Jones e L. Stracca, Dezembro de 2006.
- 705 “*What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions*”, por L. Dedola e S. Neri, Dezembro de 2006.
- 706 “*What drives investors’ behaviour in different FX market segments? A VaR-based return decomposition analysis*”, por O. Castrén, C. Osbat e M. Sydow, Dezembro de 2006.
- 707 “*Ramsey monetary policy with labour market frictions*”, por E. Faia, Janeiro de 2007.
- 708 “*Regional housing market spillovers in the US: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting*”, por I. Vansteenkiste, Janeiro de 2007.
- 709 “*Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment*”, por P. Levine, P. McAdam e J. Pearlman, Janeiro de 2007.
- 710 “*Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories*”, por J. Tapking, Janeiro de 2007.
- 711 “*What ‘hides’ behind sovereign debt ratings?*”, por A. Afonso, P. Gomes e P. Rother, Janeiro de 2007.
- 712 “*Opening the black box: structural factor models with large cross-sections*”, por M. Forni, D. Giannone, M. Lippi e L. Reichlin, Janeiro de 2007.
- 713 “*Balance of payments crises in emerging markets: how early were the ‘early’ warning signals?*”, por M. Bussière, Janeiro de 2007.
- 714 “*The dynamics of bank spreads and financial structure*”, por R. Gropp, C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger, Janeiro de 2007.
- 715 “*Emerging Asia’s growth and integration: how autonomous are business cycles?*”, por R. Ruffer, M. Sánchez e J.-G. Shen, Janeiro de 2007.
- 716 “*Adjusting to the euro*”, por G. Fagan e V. Gaspar, Janeiro de 2007.
- 717 “*Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?*”, por S. Sauer, Janeiro de 2007.
- 718 “*Drift and breaks in labour productivity*”, por L. Benati, Janeiro de 2007.
- 719 “*US imbalances: the role of technology and policy*”, por R. Bems, L. Dedola e F. Smets, Janeiro de 2007.
- 720 “*Real price and wage rigidities in a model with matching frictions*”, por K. Kuester, Fevereiro de 2007.
- 721 “*Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?*”, por R. Mestre, Fevereiro de 2007.
- 722 “*Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach*”, por F. Smets e R. Wouters, Fevereiro de 2007.
- 723 “*Asset allocation by penalised least squares*” por S. Manganelli, Fevereiro de 2007.

- 724 “*The transmission of emerging market shocks to global equity markets*”, por L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher e C. Thimann, Fevereiro de 2007.
- 725 “*Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the US and the euro area*”, por C. Altavilla e M. Ciccarelli, Fevereiro de 2007.
- 726 “*Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions*”, por M. Andersson, Fevereiro de 2007.
- 727 “*Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data*”, por P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini e H. Stahl, Fevereiro de 2007.
- 728 “*Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data*”, por S. Kurri, Fevereiro de 2007.
- 729 “*Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?*”, F. Altissimo, B. Mojon e P. Zaffaroni, Fevereiro de 2007.
- 730 “*What drives business cycles and international trade in emerging market economies?*”, por M. Sánchez, Fevereiro de 2007.
- 731 “*International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: a GVAR analysis of the US manufacturing sector*”, por P. Hiebert e I. Vansteenkiste, Fevereiro de 2007.
- 732 “*Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*”, por R. Adalid e C. Detken, Fevereiro de 2007.
- 733 “*Mortgage interest rate dispersion in the euro area*”, por C. Kok Sørensen e J.-D. Lichtenberger, Fevereiro de 2007.
- 734 “*Inflation risk premia in the term structure of interest rates*”, por P. Hördahl e O. Tristani, Fevereiro de 2007.

OUTRAS PUBLICAÇÕES

- “*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables*”, Janeiro de 2006 (disponível apenas *online*).
- “*Recolha de dados junto das instituições de crédito e de outros profissionais que operam com numerário nos termos do quadro relativo à recirculação de notas*”, Janeiro de 2006 (disponível apenas *online*).
- “*Euro Money Market Survey 2005*”, Janeiro de 2006.
- “*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*”, Fevereiro de 2006.
- “*Progressos realizados no sentido de um espaço único de pagamentos em euros – objetivos e prazos (4.º relatório intercalar)*”, Fevereiro de 2006 (disponível apenas *online*, à excepção da versão inglesa).
- “*Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet*”, Fevereiro de 2006 (disponível apenas *online*).
- “*Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment*”, Fevereiro de 2006 (disponível apenas *online*).
- “*National implementation of Regulation ECB/2001/13*”, Fevereiro de 2006 (disponível apenas *online*).
- “*Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data*” (Blue Book), Março de 2006.
- “*Estatísticas do BCE: apresentação geral*”, Abril de 2006.
- “*TARGET Annual Report 2005*”, Maio de 2006.

“*Financial Stability Review*”, Junho de 2006.
 “*Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)*”, Junho de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*Communication on TARGET2*”, Julho de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*Government Finance Statistics Guide*”, Agosto de 2006.
 “Regime transitório de aplicação do quadro relativo à recirculação de notas nos novos Estados-Membros participantes”, Agosto de 2006.
 “A execução da política monetária na área do euro: documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”, Setembro de 2006.
 “*Differences in MFI interest rates across euro area countries*”, Setembro de 2006.
 “*Indicators of financial integration in the euro area*”, Setembro de 2006.
 “*Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries*”, Outubro de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*EU banking structures*”, Outubro de 2006.
 “*EU banking sector stability*”, Novembro de 2006.
 “*The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics*”, Novembro de 2006.
 “*Third progress report on TARGET2*”, Novembro de 2006 (disponível apenas *online*).
 “A perspectiva do Eurosistema sobre um espaço único de pagamentos em euros para os cartões”, Novembro de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*Financial Stability Review*”, Dezembro de 2006.
 “O Banco Central Europeu – História, papel e funções”, segunda edição revista, Dezembro de 2006.
 “*Assessment of accounting standards from a financial stability perspective*”, Dezembro de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*Research Bulletin No 5*”, Dezembro de 2006.
 “Alargamento do período de transição previsto no quadro do BCE para a recirculação de notas relativamente a seis países da área do euro”, Dezembro de 2006.
 “*Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2005 data*” (*Blue Book*), Dezembro de 2006.
 “*Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework*”, Dezembro de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*Correspondent central banking model (CCBM) – Procedures for Eurosystem counterparties*”, Dezembro de 2006 (disponível apenas *online*).
 “*Government Finance Statistics Guide*”, Janeiro de 2007.
 “*Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*”, Janeiro de 2007.
 “*Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament*”, 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*).
 “*Letter from the ECB President to Ms Pervanche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*”, Fevereiro de 2007.

BROCHURAS INFORMATIVAS

“O Banco Central Europeu, o Eurosistema, o Sistema Europeu de Bancos Centrais”, Maio de 2006.

“*TARGET2-Securities brochure*”, Setembro de 2006.

“SEPA: área única de pagamentos em euros – um mercado integrado de pagamentos de retalho”, Novembro de 2006.

GLOSSÁRIO

O presente glossário contém termos e expressões seleccionados utilizados no Relatório Anual. No site do BCE é disponibilizado um glossário mais abrangente e pormenorizado.

Acordo de reporte (*repurchase agreement*): acordo segundo o qual um activo é vendido e simultaneamente o vendedor fica com o direito e a obrigação de o recomprar a um preço especificado numa data futura ou a pedido. Um acordo deste tipo é semelhante a um empréstimo garantido, com a diferença, no entanto, que a propriedade do título não é mantida pelo vendedor.

Administração central (*central government*): administração tal como definida no **Sistema Europeu de Contas 1995**, mas excluindo as administrações regional e local (ver também **administrações públicas**).

Administrações públicas (*general government*): sector definido no **Sistema Europeu de Contas 1995** como sendo composto por entidades residentes cuja função principal é a produção de bens e serviços não mercantis destinados ao consumo individual e colectivo e/ou a redistribuição do rendimento e da riqueza nacional. Estão incluídas as autoridades da administração central, regional e local, bem como fundos de segurança social. Excluem-se as entidades detidas pelo Estado que realizem operações comerciais, como é o caso das empresas públicas.

Análise económica (*economic analysis*): um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise económica incide principalmente sobre a avaliação da actual evolução económica e financeira e os riscos implícitos a curto e a médio prazo para a estabilidade de preços, na perspectiva da interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores naqueles prazos. É prestada a devida atenção à necessidade de identificar a natureza dos choques que afectam a economia, os seus efeitos sobre o comportamento de custos e fixação de preços e as perspectivas de curto a médio prazo para a sua propagação na economia (ver também **análise monetária**).

Análise monetária (*monetary analysis*): um dos pilares do quadro do **Banco Central Europeu** para a condução de uma análise abrangente dos riscos para a **estabilidade de preços**, que constitui a base das decisões de política monetária do **Conselho do BCE**. A análise monetária contribui para avaliar as tendências de médio a longo prazo da inflação, tendo em conta o estreito relacionamento entre moeda e preços ao longo de horizontes alargados. A análise monetária leva em consideração a evolução dum vasta gama de indicadores monetários incluindo o **M3**, as suas componentes e contrapartidas, nomeadamente o crédito, e várias medidas de excesso de liquidez (ver também **análise económica**).

Área do euro (*euro area*): área que abrange os Estados-Membros que adoptaram o euro como moeda única, nos termos do **Tratado**, e na qual é conduzida uma política monetária única sob a responsabilidade do **Conselho do Banco Central Europeu**. Actualmente, a área do euro inclui os seguintes países: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, 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 detém e gere títulos e permite que as transacções de títulos se processem sob a forma escritural. Os títulos podem ser titulados (mas imobilizados numa central de depósito de títulos) ou podem ser desmaterializados (ou seja, existirem apenas como registo electrónico). Para além da guarda e gestão de títulos, a CDT pode desempenhar funções de compensação e de liquidação.

Comissão Executiva (*Executive Board*): um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro vogais, nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro.

Comité Económico e Financeiro (CEF) (*Economic and Financial Committee (EFC)*): órgão consultivo da Comunidade que contribui para a preparação dos trabalhos do **Conselho ECOFIN** 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 do BCE (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): a parte oposta numa transacção financeira (por exemplo, em qualquer transacção com um banco central).

Contraparte central (central counterparty): entidade que se interpõe entre as **contrapartes** de transacções, actuando como comprador a todos os vendedores e como vendedor a todos os compradores.

Crédito de IFM a residentes na área do euro (MFI credit to euro area residents): empréstimos de **IFM** concedidos ao sector não monetário residente na **área do euro** (incluindo as **administrações públicas** e o sector privado) e detenções por IFM de títulos (acções, outras participações e **títulos de dívida**) emitidos pelo sector não monetário residente na área do euro.

Custo 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.

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 é o objectivo primordial do **Eurosistema**. O **Conselho do BCE** define estabilidade de preços como um aumento homólogo inferior a 2% do **Índice Harmonizado de Preços no Consumidor** para a **área do euro**. O Conselho do BCE também clarificou que, na prossecução da estabilidade de preços, pretende manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% a médio prazo.

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 pelo prazo *overnight* de um BCN a uma taxa de juro fixada antecipadamente contra activos elegíveis (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

Facilidade permanente de depósito (*deposit facility*): facilidade permanente do **Eurosistema** que as **contrapartes** podem utilizar para efectuar depósitos pelo prazo *overnight* num BCN, remunerados a uma taxa de juro fixada antecipadamente (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

Garantias (*collateral*): activos usados ou transferidos (por exemplo, por **instituições de crédito** para os bancos centrais) como caução de reembolso de empréstimos, bem como activos vendidos (por exemplo, por instituições de crédito aos bancos centrais) como parte de **acordos de reporte**.

Gestão empresarial (*corporate governance*): normas, procedimentos e processos segundo os quais uma organização é gerida e controlada. A estrutura de gestão empresarial 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 decisão.

IFM (instituições financeiras monetárias) (MFIs (monetary financial institutions)): instituições financeiras que, no seu conjunto, formam o sector de emissão de moeda da **área do euro**. Incluem o **Eurosistema**, **instituições de crédito** residentes (segundo a definição do Direito Comunitário) e todas as outras instituições financeiras residentes cuja actividade consiste em receber depósitos e/ou substitutos próximos de depósitos de entidades, excepto IFM, e que, por sua própria conta (pelo menos em termos económicos), concedem crédito e/ou 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** a 1 de Janeiro de 1994. O IME entrou em liquidação após a criação do **Banco Central Europeu** em 1 de Junho de 1998.

Investimento de carteira (portfolio investment): transacções e/ou posições líquidas de residentes na **área do euro** em títulos emitidos por não residentes na área do euro (“activo”) e transacções e/ou posições líquidas de não residentes em títulos emitidos por residentes na área do euro (“passivo”). Inclui títulos de participação no capital e **títulos de dívida** (obrigações e outros títulos de dívida, e instrumentos do **mercado monetário**), excluindo os montantes registados no **investimento directo** ou activos de reserva.

Investimento directo (direct investment): investimento transfronteiras para efeitos de obtenção de uma participação duradoura numa empresa residente numa outra economia (na prática, assumindo uma participação de pelo menos 10% das acções ordinárias ou do poder de voto).

M1 (M1): agregado monetário estreito que abrange circulação monetária mais depósitos *overnight* detidos em **IFM** e na **administração central** (por exemplo, Correios ou Tesouro).

M2 (M2): agregado monetário intermédio que abrange o **M1** e depósitos reembolsáveis com pré-aviso até três meses, inclusive (ou seja, depósitos de poupança de curto prazo) e depósitos com prazo acordado até dois anos, inclusive (ou seja, depósitos a curto prazo) detidos em **IFM** e na **administração central**.

M3 (M3): agregado monetário largo que abrange o **M2** e instrumentos negociáveis, em particular **acordos de reporte**, acções/unidades de participação em fundos do **mercado monetário** e **títulos de dívida** com prazo até dois anos, inclusive, emitidos por **IFM**.

Mercado de títulos (*equity market*): mercado em que os **títulos de participação** são emitidos e transaccionados.

Mercado monetário (*money market*): mercado no qual fundos de curto prazo são captados, investidos e transaccionados utilizando instrumentos geralmente com prazo original até um ano, inclusive.

Mercado obrigacionista (*bond market*): mercado em que os **títulos de dívida** de mais longo prazo são emitidos e transaccionados.

MTC II (mecanismo de taxas de câmbio II) (*ERM II (exchange rate mechanism II)*): acordo de taxas de câmbio que constitui o quadro para a cooperação de política cambial entre os países da **área do euro** e os Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro.

Opção (*option*): instrumento financeiro que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender determinados activos (por exemplo, uma obrigação ou uma acção) a um preço pré-determinado (preço de exercício) até ou numa certa data futura (data de exercício ou de vencimento).

Operação de mercado aberto (*open market operation*): operação executada no mercado financeiro por iniciativa do banco central. Relativamente aos seus objectivos, regularidade e procedimentos, as operações de mercado aberto do **Eurosistema** podem dividir-se em quatro categorias: **operações principais de refinanciamento; operações de refinanciamento de prazo alargado; operações ocasionais de regularização;** e operações estruturais. Quanto aos instrumentos utilizados, as **operações reversíveis** são o principal instrumento de mercado aberto do Eurosistema e podem ser utilizadas nas quatro categorias de operações. Além disso, as operações estruturais podem ser executadas sob a forma de emissão de certificados de dívida e de transacções definitivas, enquanto as operações ocasionais de regularização podem ser executadas sob a forma de transacções definitivas, **swaps cambiais** e constituição de depósitos a prazo fixo.

Operação de refinanciamento de prazo alargado (*longer-term refinancing operation*): **operação de mercado aberto** de carácter regular executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operações reversíveis**. Estas operações são realizadas através de um leilão normal com uma frequência mensal e têm, normalmente, o prazo de três meses.

Operação ocasional de regularização (*fine-tuning operation*): operação de mercado aberto executada pelo Eurosistema para resolver situações de flutuação inesperada de liquidez no mercado. A frequência e o prazo destas operações não são normalizados.

Operação principal de refinanciamento (*main refinancing operation*): **operação de mercado aberto** de carácter regular executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operações reversíveis**. Estas operações são realizadas através de um leilão normal com uma frequência semanal e têm, normalmente, o prazo de uma semana.

Operação reversível (*reverse transaction*): operação através da qual o banco central compra ou vende activos ao abrigo de um **acordo de reporte** ou realiza operações de crédito com **garantias**.

Outro intermediário financeiro (OIF) (other financial intermediary (OFI)): sociedade ou quase-sociedade (excepto sociedade de seguros ou fundo de pensões), cuja função principal consiste em fornecer serviços de intermediação financeira contraindo passivos sob outras formas que não numerário, depósitos e/ou substitutos próximos dos depósitos junto de entidades institucionais que não IFM. 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 à UE. 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*): a disposição definida no artigo 104.º do **Tratado** e especificada no Protocolo n.º 20 sobre o procedimento relativo aos défices excessivos exige aos Estados-Membros da UE que mantenham a disciplina orçamental, define critérios segundo os quais se considera que uma posição orçamental está em défice excessivo e regula os passos a dar após a constatação de que os requisitos para o saldo orçamental ou a dívida pública não foram cumpridos. O artigo 104.º é complementado pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1467/97 de 7 de Julho de 1997 relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos (com as alterações introduzidas pelo Regulamento do Conselho (CE) n.º 1056/2005 de 27 de Junho de 2005), que é uma das partes constituintes do **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

Processamento directo (*straight-through processing (STP)*): processamento automatizado directo de transacções/transferências de pagamentos, incluindo a conclusão automatizada da geração, confirmação, compensação e liquidação de instruções.

Projeções (*projections*): resultados dos exercícios elaborados quatro vezes por ano no sentido de projectar a possível evolução macroeconómica futura na **área do euro**. As projecções elaboradas por especialistas do **Eurosistema** são publicadas em Junho e Dezembro, enquanto as projecções elaboradas por especialistas do **Banco Central Europeu (BCE)** são publicadas em Março e Setembro. As projecções são parte integrante do pilar de **análise económica** da estratégia de política monetária do BCE, sendo, por conseguinte, um dos vários elementos considerados pelo **Conselho do BCE** na avaliação dos riscos para a **estabilidade de preços**.

Proveitos monetários (*monetary income*): rendimento que resulta para os BCN no desempenho da função de política monetária do **Eurosistema**, proveniente de activos consignados em conformidade com as orientações estabelecidas pelo **Conselho do BCE** e detido em contrapartida de notas em circulação e de depósitos no passivo de **instituições de crédito**.

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 títulos. Existe um conjunto variado de rácios de rendibilidade das empresas baseados nas demonstrações financeiras das mesmas, tais como o rácio de rendibilidade operacional (vendas menos custos operacionais) em relação às vendas, o rácio do resultado líquido (proveitos operacionais e não operacionais, depois de impostos, depreciações e rubricas extraordinárias) em relação às vendas, a rendibilidade do activo (que relaciona o resultado líquido com o total do activo) e a rendibilidade dos capitais próprios (que relaciona o resultado líquido com os fundos dos accionistas). A nível macroeconómico, o **excedente de exploração bruto**, 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 de custo de substituição e o risco de capital. Inclui ainda o risco de falha do banco de liquidação.

Risco de liquidação (*settlement risk*): expressão de carácter geral utilizada para designar o risco de uma liquidação num sistema de transferência não se realizar da forma esperada. Este risco pode incluir tanto o **risco de crédito** como o **risco de liquidez**.

Risco de liquidez (*liquidity risk*): risco de uma **contraparte** não liquidar uma obrigação pelo seu valor total na data devida, mas numa data posterior não especificada.

Risco de mercado (*market risk*): risco de o valor de um investimento diminuir devido a movimentos nos factores de mercado. Em termos gerais, considera-se que existem quatro factores de risco de mercado: risco de acções, risco da taxa de juro, risco cambial e risco das matérias-primas.

Risco sistémico (*systemic risk*): risco de a incapacidade de uma instituição cumprir as suas obrigações na data devida dar origem à incapacidade de outras instituições cumprirem as suas obrigações na data devida. Este incumprimento pode conduzir a problemas significativos de liquidez ou de crédito e, em resultado, pode ameaçar a estabilidade dos mercados ou a confiança nos mesmos.

Saldo primário (*primary balance*): crédito líquido ou endividamento líquido das administrações públicas, excluindo os pagamentos de juros sobre os seus passivos consolidados.

Sistema de liquidação de títulos (*SLT*) (*securities settlement system (SSS)*): sistema que permite a detenção e transferência de títulos, utilizando procedimentos de entrega sem pagamento ou contra pagamento (sistema de entrega contra pagamento) ou contra um outro activo (entrega contra entrega). Inclui todos os acordos institucionais e técnicos necessários para a liquidação de transacções de títulos e para a guarda de títulos. Este sistema pode funcionar com base num sistema de liquidação por bruto em tempo real, de liquidação pelos valores brutos ou de liquidação pelos valores líquidos. Um sistema de liquidação permite o cálculo (compensação) das obrigações dos participantes.

Sistema de liquidação por bruto em tempo real (*SLBTR*) (*real-time gross settlement (RTGS) system*): sistema de liquidação no qual o processamento e a liquidação são efectuados por ordem de chegada (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)): o sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) para o euro. Sistema descentralizado composto por 17 SLBTR nacionais, o mecanismo de pagamentos do BCE e o mecanismo de interligação.

TARGET2 (TARGET2): a nova geração do sistema **TARGET**, na qual a actual estrutura técnica descentralizada será substituída por uma plataforma única partilhada que oferecerá um serviço harmonizado com um sistema de fixação de preços uniforme.

Taxa 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-24 (que abrange os 14 Estados-Membros da UE não pertencentes à área do euro e 10 dos principais parceiros comerciais fora da UE) e o TCE-44 (composto pelo TCE-24 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** residentes e outras **IFM**, excluindo bancos centrais e fundos do **mercado monetário**, a depósitos e empréstimos denominados em euros face a famílias e sociedades não financeiras residentes na **área do euro**.

Taxas de juro directoras do BCE (key ECB interest rates): taxas de juro fixadas pelo **Conselho do BCE** que reflectem a orientação da política monetária do **Banco Central Europeu**. São a **taxa mínima de proposta** das **operações principais de refinanciamento**, a taxa de juro da **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a taxa de juro da **facilidade permanente de depósito**.

Título de dívida (*debt security*): promessa por parte do emitente (isto é, o mutuário) de efectuar um ou mais 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”). O Tratado foi alterado por diversas vezes, designadamente, pelo Tratado da União Europeia (“Tratado de Maastricht”) que lançou os fundamentos da **União Económica e Monetária** e do qual faziam parte os Estatutos do **SEBC**.

União Económica e Monetária (UEM) (*Economic and Monetary Union (EMU)*): processo que conduziu à moeda única, ao euro e à política monetária única na **área do euro**, bem como à coordenação das políticas económicas dos Estados-Membros da UE. Este processo, tal como definido no Tratado, foi realizado em três fases. A Terceira Fase (a última) teve início a 1 de Janeiro de 1999, com a transferência da competência monetária para o **Banco Central Europeu** e a introdução do euro. A transição para o euro fiduciário a 1 de Janeiro de 2002 concluiu o processo de estabelecimento da UEM.

Valor de referência para o crescimento do M3 (*reference value for M3 growth*): a taxa de crescimento homóloga de médio prazo do **M3** consistente com a manutenção da **estabilidade de preços**. Actualmente, o valor de referência para o crescimento 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 1561454-9



9 771561 454007