

© Banco Central Europeu, 2004

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

Esta publicação foi produzida sob a responsabilidade da Comissão Executiva do BCE. A tradução foi elaborada e publicada pelo Banco de Portugal.

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

A data limite das estatísticas incluídas nesta publicação foi o final de Junho de 2003.

Execução

Tipografia Peres, S.A.

Lisboa, 2004.

Tiragem

1 600 exemplares

Depósito Legal n.º 215540/04

ISBN 92-9181-518-7 (impresso)

ISBN 92-9181-519-5 (online)

ÍNDICE

PREFÁCIO	7
CAPÍTULO I	
0 enquadramento institucional da política monetária única	9
CAPÍTULO 2	
A estrutura económica e financeira da área do euro	17
2.1 Principais características da economia real	17
2.2 Mercado de trabalho	19
2.3 Sector público	21
2.4 Comércio externo	25
2.5 Estrutura financeira	26
2.6 Mercados financeiros	31
2.7 Intermediários financeiros	36
CAPÍTULO 3	
A estratégia de política monetária do BCE	43
3.1 O papel da política monetária e os benefícios da estabilidade de preços	43
3.2 O mecanismo de transmissão da política monetária	46
3.3 A estratégia de política monetária do BCE: princípios gerais	52
3.4 A definição quantitativa de estabilidade de preços do BCE	54
3.5 A análise dos riscos para a estabilidade de preços na estratégia de política monetária do BCE	59
3.6 Responsabilização, transparência e comunicação	71
CAPÍTULO 4	
Execução da política monetária	77
4.1 Princípios gerais e objectivos subjacentes à concepção do quadro operacional	77
4.2 Análise geral do quadro operacional do Eurosistema	79
4.3 Reservas mínimas	83
4.4 Operações de mercado aberto	86
4.5 Facilidades permanentes	92
4.6 Liquidez do banco central e necessidades de liquidez do sistema bancário	93
4.7 Experiência entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003	97
CAPÍTULO 5	
A condução da política monetária nos primeiros anos da política monetária única	99
5.1 Introdução	99

5.2	Principais desenvolvimentos	100
5.3	Uma avaliação da política monetária durante este período	107

ANEXO

História – As três fases da União Económica e Monetária	109
--	------------

GLOSSÁRIO	113
------------------	------------

BIBLIOGRAFIA	131
---------------------	------------

ÍNDICE REMISSIVO	137
-------------------------	------------

CAIXAS

1.1	Principais disposições do Tratado e dos Estatutos do SEBC	14
2.1	Acordos institucionais a nível da UE para finanças públicas sólidas	23
2.2	Mercados financeiros: termos-chave	31
2.3	Agregados monetários	37
3.1	Resultados empíricos sobre a transmissão da política monetária na área do euro	50
3.2	Construção e características do IHPC	55
3.3	A orientação de médio prazo da política monetária do BCE	58
3.4	Estratégias alternativas de política monetária	59
3.5	Estatísticas relacionadas com a evolução económica e financeira na área do euro	62
3.6	A moeda e os preços a longo prazo	67
3.7	O valor de referência do BCE para o crescimento monetário	69
3.8	Principais canais de comunicação utilizados pelo BCE	74
4.1	Contrapartes e garantias	80
4.2	Alterações ao prazo das operações principais de refinanciamento e ao período de manutenção de reservas a partir de Março de 2004	88
4.3	Tipos de transacções de mercado aberto	90

QUADROS

2.1	Principais características da economia real da área do euro em 2002	18
2.2	Taxas de participação por sexo e grupo etário na área do euro e Estados Unidos em 2002	20
2.3	Comércio externo de bens da área do euro em 2002	25
2.4	Investimento financeiro e financiamento dos sectores não financeiros na área do euro no final de 2002	29
2.5	Saldos de títulos de dívida de curto prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro	33
2.6	Saldos de títulos de dívida de longo prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro	34
2.7	Saldos de títulos de dívida denominados em moeda nacional emitidos por residentes na área do euro, Estados Unidos e Japão no final de 2002	35

2.8	Capitalização do mercado bolsista na área do euro, Estados Unidos e Japão	35
2.9	Número de empresas nacionais e estrangeiras cotadas nos mercados bolsistas na área do euro, Estados Unidos e Japão	36
2.10	Número de instituições financeiras monetárias da área do euro	37
2.11	Definições de agregados monetários da área do euro	38
2.12	Depósitos e empréstimos bancários na área do euro, Estados Unidos e Japão no final de 2002	41
3.1	Estimativas das reacções do PIB real e dos preços no consumidor a um aumento de 1 ponto percentual na taxa de juro controlada pela política na área do euro	50
3.2	Pesos das principais componentes do IHPC da área do euro aplicáveis a 2003	55
4.1	Operações de mercado aberto e facilidades permanentes do Eurosistema	79
4.2	Responsabilidades das instituições de crédito incluídas na base de incidência	84
4.3	Estrutura do balanço do banco central	95
4.4	Contribuições para a liquidez do sistema bancário	96

GRÁFICOS

1.1	Os órgãos de decisão do BCE	10
2.1	Desagregação por idade do total da população em 2002	17
2.2	Desemprego na área do euro, Estados Unidos e Japão	19
2.3	Défice e dívida das administrações públicas na área do euro	22
2.4	Pesos do comércio dos 20 principais parceiros comerciais da área do euro	26
2.5	Funções dos sistemas financeiros	27
2.6	Percentagens das componentes do M3 no final de 2002	39
2.7	Composição do balanço consolidado das IFM da área do euro (incluindo o Eurosistema) no final de 2002	40
3.1	Uma ilustração estilizada do mecanismo de transmissão das taxas de juro aos preços	47
3.2	A estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade	71
4.1	Taxas de juro directoras do BCE e EONIA	83
4.2	O funcionamento do regime de reservas mínimas do Eurosistema	85
4.3	Recurso às facilidades permanentes entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003	92
4.4	Recurso às facilidades permanentes num período de manutenção	93
4.5	Volume das operações principais de refinanciamento e de refinanciamento de prazo alargado	97
5.1	Inflação medida pelo IHPC	100
5.2	Taxa de câmbio efectiva nominal do euro e preços do petróleo	101
5.3	M1 e empréstimos ao sector privado	101

5.4	Crescimento do M3 e valor de referência	102
5.5	PIB real, produção industrial e confiança na indústria para a área do euro	103
5.6	Indicadores das expectativas de inflação a longo prazo na área do euro	104

PREFÁCIO

Desde o dia 1 de Janeiro de 1999 que o Banco Central Europeu (BCE) tem conduzido a política monetária única para a área do euro. O Tratado da União Europeia atribui ao Eurosistema o objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços, em reflexo de um consenso generalizado na sociedade de acordo com o qual a manutenção de preços estáveis constitui o melhor contributo da política monetária para o crescimento económico, a criação de emprego e a coesão social.

Em Outubro de 1998 o Conselho do BCE adoptou a sua estratégia de política monetária, apresentando-a ao público, muito antes do lançamento da moeda única. A estratégia sido bem sucedida na disponibilização de um enquadramento robusto para o processo de tomada de decisão e de uma base para a responsabilização perante o público, o que foi essencial para o estabelecimento da credibilidade do BCE e da confiança no euro desde o início.

Nos seus anos iniciais, a política monetária única enfrentou diversos desafios significativos. O BCE foi confrontado com o quadruplicar dos preços do petróleo e com oscilações pronunciadas nos mercados cambiais e bolsistas. Teve também de lidar com o período de incerteza que se abateu sobre a economia mundial em 2001 devido aos ataques terroristas de 11 de Setembro e as subsequentes tensões geopolíticas. Apesar deste contexto exigente, o BCE conseguiu ganhar e manter a confiança do público e dos mercados. A inflação foi mantida em

níveis baixos apesar de substanciais choques adversos, enquanto os indicadores das expectativas de inflação a longo prazo se mantiveram em linha com a definição de estabilidade de preços do BCE.

Ao mesmo tempo, o desempenho do Eurosistema esteve também ao nível dos mais elevados padrões técnicos. O seu quadro operacional para a política monetária única tem funcionado de modo bastante regular desde o lançamento do euro em 1999 e, conseqüentemente, tem-se registado uma volatilidade reduzida nas taxas de juro de curto prazo.

De modo a explicar aspectos importantes da política monetária única a um público mais generalizado, a presente publicação dá uma panorâmica abrangente da política monetária do BCE e do respectivo enquadramento económico e institucional. A primeira edição, produzida em 2001, foi traduzida para a maioria das línguas oficiais da Comunidade, e também para chinês, japonês e coreano. Dado o forte interesse nesta publicação não só na Europa, e à luz dos novos desenvolvimentos ao longo dos últimos dois anos, o BCE decidiu agora publicar uma versão actualizada.

A estrutura da segunda edição desta publicação é reflexo da primeira, apresentando uma actualização da estrutura económica e financeira da área do euro. A publicação foi revista de acordo com a confirmação e clarificação pelo Conselho do BCE da estratégia de política monetária do BCE em Maio de 2003. Tem também

em conta algumas alterações ao quadro operacional de política monetária do Eurosistema e a nossa experiência com o processo de formulação de política efectiva desde a publicação da primeira edição.

Estou convicto de que esta nova edição de “A política monetária do BCE” dará um novo contributo para a melhor compreensão possível da política monetária do BCE.

Frankfurt, Janeiro de 2004

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', is written over a horizontal line. To the left of the signature is a stylized, abstract graphic element consisting of a vertical line that curves into a triangular shape at the bottom.

Jean-Claude Trichet

I O ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA MONETÁRIA ÚNICA

Em 1 de Janeiro de 1999, o Banco Central Europeu (BCE) assumiu a responsabilidade pela política monetária na área do euro – a segunda maior área económica do mundo após os Estados Unidos. A transferência da responsabilidade pela política monetária de 11 bancos centrais nacionais – que passaram a ser 12, com a participação da Grécia, em 1 de Janeiro de 2001 – para uma nova instituição supranacional representou um marco num processo longo e complexo de integração entre os países europeus. Anteriormente à adopção do euro, foi solicitado a todos os países candidatos o cumprimento de determinados critérios de convergência, que se destinavam a assegurar condições prévias económicas e legais para a participação com êxito numa união monetária orientada para a estabilidade. O presente capítulo descreve os aspectos institucionais mais relevantes para a compreensão da política monetária do BCE.

O BCE, o SEBC e o Eurosistema

O Tratado é a base legal para a política monetária única

A base legal para a política monetária única é o Tratado que institui a Comunidade Europeia (com as alterações que lhe foram introduzidas). A Caixa 1.1 apresenta excertos das disposições legais mais relevantes¹.

... e estabeleceu o BCE e o SEBC

O Tratado e os Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu (Estatutos do SEBC), que se encontram anexos ao Tratado sob a forma de protocolo, estabeleceram o BCE e o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) a partir de 1 de Junho de 1998. O SEBC é constituído pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais (BCN) de todos os Estados-Membros da UE (n.º 1 do artigo 107.º do Tratado)².

O termo “Eurosistema” refere-se ao BCE e aos BCN dos Estados-Membros que adoptaram o euro³. Enquanto existirem Estados-Membros que não tenham ainda adoptado o euro, será necessário fazer uma distinção entre o Eurosistema e o SEBC. A expressão “área do euro” refere-se à área constituída pelos Estados-Membros da UE que adoptaram o euro.

As expressões “Eurosistema” e “área do euro”

O objectivo da política monetária única e as atribuições a desempenhar através do Eurosistema

O Tratado (n.º 1 do artigo 105.º) – que se refere ao SEBC e não ao Eurosistema, dado que foi elaborado partindo do pressuposto que todos os Estados-Membros da UE acabariam por adoptar o euro – refere que “o objectivo primordial do SEBC é a manutenção da

Importância primordial da estabilidade de preços

¹ Em Junho de 2003, a Convenção Europeia sobre o futuro da Europa apresentou ao Conselho Europeu um projecto de Tratado que estabelece uma Constituição para a Europa (“projecto de Constituição”). No final de 2003, o projecto de Constituição serviu de base à discussão na Conferência Intergovernamental sobre o Futuro da União. As principais disposições para a política monetária única foram incluídas no projecto de Constituição sem quaisquer alterações à sua essência.

² Em contraste com o SEBC no seu conjunto, o Tratado confere ao BCE personalidade jurídica. Cada BCN tem personalidade jurídica nos termos da legislação nacional do respectivo país.

³ Os governadores dos BCN dos Estados-Membros da UE que ainda não adoptaram o euro não participam na tomada de decisões de política monetária para a área do euro, sendo que estes BCN não participam na execução operacional destas decisões.

estabilidade dos preços” e que, “sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na Comunidade tendo em vista contribuir para a realização dos objectivos da Comunidade tal como se encontram definidos no artigo 2.º”. A este respeito, o artigo 2.º do Tratado menciona como objectivos da Comunidade, nomeadamente, “um elevado nível de emprego (...), um crescimento sustentável e não inflacionista, um alto grau de competitividade e de convergência dos comportamentos das economias”. O Tratado estabelece assim uma clara hierarquia de objectivos para o Eurosistema e atribui uma importância primordial à estabilidade de preços. Fazendo a política monetária do BCE incidir sobre este objectivo primordial, o Tratado torna claro que assegurar a estabilidade de preços é o contributo mais importante que a política monetária poderá prestar a fim de alcançar um quadro económico favorável e um elevado nível de emprego.

Nos termos do Tratado (n.º 2 do artigo 105.º), as atribuições fundamentais cometidas ao Eurosistema são:

- a definição e execução da política monetária da área do euro;
- a realização de operações cambiais;
- a detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-Membros; e
- a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

O BCE tem o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas na área do euro. Em cooperação com os BCN, o BCE colige a informação estatística necessária para o desempenho das atribuições do Eurosistema, quer das autoridades nacionais, quer directamente dos agentes económicos. Além disso, o Eurosistema contribuirá para a condução regular de políticas prosseguidas pelas autoridades responsáveis pela supervisão prudencial das instituições de crédito e pela estabilidade do sistema financeiro. Nos termos do artigo 6.º dos Estatutos do

Gráfico 1.1 Os órgãos de decisão do BCE



SEBC, o BCE e, com o acordo deste, os BCN, podem participar em instituições monetárias internacionais. O BCE decidirá de que forma o Eurosistema será representado na área da cooperação internacional.

Os órgãos de decisão do BCE

Existem dois órgãos de decisão do BCE responsáveis pela preparação, condução e execução da política monetária única: o Conselho do BCE e a Comissão Executiva do BCE (ver Gráfico 1.1). Um terceiro órgão de decisão do BCE é o Conselho Geral.

Conselho do BCE

O Conselho do BCE é composto pelos seis membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos BCN da área do euro (12 governadores em 2003). O Conselho do BCE e a Comissão Executiva são ambos presididos pelo Presidente do BCE ou, na sua ausência, pelo Vice-Presidente. As responsabilidades do Conselho do BCE são:

- adoptar as orientações e tomar as decisões necessárias ao desempenho das atribuições cometidas ao Eurosistema; e
- definir a política monetária da área do euro.

Nos termos dos Estatutos do SEBC (artigo 12.º-1), a definição da política monetária da área do euro inclui a tomada de decisões respeitantes a “objectivos monetários intermédios, taxas de juro básicas e aprovisionamento de reservas” no Eurosistema. Além disso, o Conselho do BCE estabelece as orientações necessárias à execução destas decisões.

A Comissão Executiva do BCE é composta pelo Presidente, pelo Vice-Presidente e por quatro outros membros, nomeados de comum acordo pelos países da área do euro a nível de Chefes de Estado ou de Governo. Nos termos dos Estatutos do SEBC (artigos 12.º-1 e 12.º-2), a Comissão Executiva:

- prepara as reuniões do Conselho do BCE;
- executa a política monetária de acordo com as orientações e decisões estabelecidas pelo Conselho do BCE e, para tal, dá as instruções necessárias aos BCN da área do euro;
- é responsável pela gestão das actividades correntes do BCE; e
- assume determinados poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho do BCE, incluindo os de natureza regulamentar.

O Conselho Geral do BCE é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN de todos os Estados-Membros da UE (15 em 2003; 25 após o alargamento da UE a partir de 1 de Maio de 2004). O Conselho Geral continuará a existir enquanto houver Estados-Membros que não tenham ainda adoptado o euro como moeda. O Conselho Geral não tem qualquer responsabilidade nas decisões de política monetária na área do euro. Cumpre as atribuições herdadas do Instituto Monetário Europeu (IME)⁴, cujo desempenho tem de ser ainda assegurado precisamente pelo facto de nem todos os Estados-Membros terem adoptado o euro. Nos

Comissão Executiva do BCE

Conselho Geral do BCE

⁴ O IME foi criado em 1 de Janeiro de 1994 e entrou em liquidação após a criação do BCE em 1 de Junho de 1998. Além de ter preparado a criação do SEBC, o IME foi responsável pelo reforço da cooperação entre os bancos centrais e a coordenação da política monetária. Para mais pormenores sobre a história da União Económica e Monetária (UEM), ver também o anexo.

termos dos Estatutos do SEBC (artigos 44.º, 45.º e 47.º) e do Tratado (n.º 2 do artigo 117.º), o Conselho Geral contribui para:

- o reforço da coordenação das políticas monetárias (dos Estados-Membros que não tenham ainda adoptado o euro e do BCE), com o objectivo de assegurar a estabilidade de preços;
- a recolha de informação estatística;
- a elaboração dos relatórios do BCE;
- e
- os preparativos necessários para a fixação irrevogável das taxas de câmbio dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro.

Procedimentos de votação no Conselho do BCE

Segundo os Estatutos do SEBC, o Conselho do BCE delibera por maioria simples na tomada de decisões de política monetária e nas restantes atribuições do Eurosistema. As decisões de política monetária na área do euro deverão ter por base uma perspectiva da área do euro. Cada membro do Conselho do BCE dispõe de um voto. Em caso de empate, o Presidente do BCE tem voto de qualidade. Na tomada de decisões, os membros do Conselho não actuam como representantes nacionais, mas na qualidade de membros totalmente independentes.

O Conselho do BCE também terá necessidade de tomar decisões de forma atempada e eficiente numa área do euro alargada. Com este objectivo em vista, no período que antecedeu a adesão de dez novos países à UE em 1 de Maio de 2004, em 21 de Março de 2003 o Conselho Europeu aprovou uma alteração aos Estatutos do SEBC

que prevê um ajustamento dos procedimentos de votação no Conselho do BCE⁵. De acordo com o novo sistema de votação, os seis membros da Comissão Executiva continuarão a ter direito de voto permanente, mas os direitos de voto dos Governadores dos BCN serão sujeitos a um sistema de rotatividade quando o número de países da área do euro for superior a 15. Contudo, todos os Governadores participarão em todas as reuniões do Conselho do BCE, independentemente de terem direito de voto nessa altura.

Independência dos bancos centrais

O quadro institucional para a política monetária única estabelece um banco central que seja independente de influências políticas. Um elevado volume de análises teóricas, apoiado por evidência empírica substancial, indica que a independência dos bancos centrais conduz à manutenção da estabilidade de preços.

O artigo 108.º do Tratado estabelece o importante princípio da independência dos bancos centrais. No exercício dos poderes e no cumprimento das atribuições e deveres que lhes estão cometidos, o BCE, os bancos centrais nacionais ou qualquer membro dos respectivos órgãos de decisão não podem solicitar ou receber instruções das instituições ou organismos comunitários, dos governos dos Estados-Membros ou de qualquer outra entidade. As instituições e organismos comunitários, bem como os governos dos Estados-Membros, comprometem-se a respeitar este princípio e não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE.

Independência de influências políticas

Princípios básicos

Ajustamento dos procedimentos de votação no Conselho do BCE

⁵ Esta decisão foi apresentada a todos os Estados-Membros para ratificação, em conformidade com os respectivos requisitos constitucionais.

Outras disposições que contribuem para salvaguardar a independência

Existem também outras disposições para a salvaguarda da independência do Eurosistema e dos órgãos de decisão do BCE. Por exemplo, os acordos financeiros do BCE são mantidos separadamente dos da Comunidade Europeia. O BCE tem um orçamento próprio e o seu capital é subscrito e realizado pelos BCN da área do euro. Longos mandatos para os membros do Conselho do BCE e uma regra que estabelece que o mandato dos membros da Comissão Executiva não é renovável contribuem também para minimizar qualquer potencial influência política sobre os membros individuais dos órgãos de decisão do BCE. Além disso, a independência do Eurosistema é preservada pela proibição prevista no Tratado de qualquer concessão de crédito do banco central ao sector público (ver Caixa 2.1).

A política cambial deverá incidir também sobre a estabilidade de preços

O Tratado contém também disposições que asseguram que a prossecução do objectivo da estabilidade de preços deverá ser totalmente respeitada pela política cambial única. Enquanto o Tratado prevê que as decisões de política cambial são uma responsabilidade partilhada do Conselho ECOFIN e do BCE, as suas disposições asseguram que a política cambial é totalmente consistente com o objectivo primordial da política monetária única. Em primeiro lugar, o artigo 4.º do Tratado estabelece explicitamente que o objectivo primordial tanto da política monetária como da política cambial únicas é a manutenção da estabilidade de preços. Em segundo lugar, relativamente ao quadro geral no contexto do qual a política cambial deverá ser conduzida, o

Tratado estabelece que as decisões nesta área não deverão prejudicar o objectivo primordial. Por último, a responsabilidade pela decisão sobre operações no mercado cambial e pela sua execução compete unicamente ao Eurosistema.

Obrigações de apresentar relatórios

De forma a preservar a sua legitimidade, um banco central independente deverá ser responsável perante as instituições democráticas e o público em geral pelas suas acções no cumprimento do seu mandato. Sem lesar a independência do Eurosistema, o artigo 15.º dos Estatutos do SEBC impõe ao BCE obrigações precisas de apresentação de relatórios. O BCE tem de publicar relatórios trimestrais sobre as actividades do Eurosistema, bem como informações semanais sobre a situação financeira consolidada. Além disso, tem de elaborar um relatório anual sobre as suas actividades e sobre a política monetária do ano anterior e do ano em curso. O relatório anual é enviado ao Parlamento Europeu, ao Conselho da UE, à Comissão Europeia e ao Conselho Europeu. A fim de atingir o nível mais elevado de transparência, o BCE decidiu ultrapassar esta obrigação estatutária de apresentação de relatórios (ver Capítulo 3).

Disposições para assegurar a responsabilização

Caixa 1.1 Principais disposições do Tratado e dos Estatutos do SEBC

A presente caixa inclui algumas disposições fundamentais de política monetária seleccionadas do Tratado e dos Estatutos do SEBC. Os textos jurídicos encontram-se disponíveis na íntegra em: www.eu.int e www.ecb.int.

1. EXCERTOS DO TRATADO QUE INSTITUI A COMUNIDADE EUROPEIA

Artigo 2.º

A Comunidade tem como missão, através da criação de um mercado comum e de uma união económica e monetária e da aplicação das políticas ou acções comuns a que se referem os artigos 3.º e 4.º, promover, em toda a Comunidade, o desenvolvimento harmonioso, equilibrado e sustentável das actividades económicas, um elevado nível de emprego e de protecção social, a igualdade entre homens e mulheres, um crescimento sustentável e não inflacionista, um alto grau de competitividade e de convergência dos comportamentos das economias, um elevado nível de protecção e de melhoria da qualidade do ambiente, o aumento do nível e da qualidade de vida, a coesão económica e social e a solidariedade entre os Estados-Membros.

Artigo 4.º

1. Para alcançar os fins enunciados no artigo 2.º, a acção dos Estados-Membros e da Comunidade implica, nos termos do disposto e segundo o calendário previsto no presente Tratado, a adopção de uma política económica baseada na estreita coordenação das políticas económicas dos Estados-Membros, no mercado interno e na definição de objectivos comuns, e conduzida de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência.

2. Paralelamente, nos termos do disposto e segundo o calendário e os procedimentos previstos no presente Tratado, essa acção implica a fixação irrevogável das taxas de câmbio conducente à criação de uma moeda única, o ECU, e a definição e condução de uma política monetária e de uma política cambial únicas, cujo objectivo primordial é a manutenção da estabilidade dos preços e, sem prejuízo desse objectivo, o apoio às políticas económicas gerais na Comunidade, de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência.

3. Essa acção dos Estados-Membros e da Comunidade implica a observância dos seguintes princípios orientadores: preços estáveis, finanças públicas e condições monetárias sólidas e balança de pagamentos sustentável.

Artigo 105.º

1. O objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços. Sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na Comunidade tendo em vista contribuir para a realização dos objectivos da Comunidade tal como se encontram definidos no artigo 2.º. O SEBC actuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos e observando os princípios definidos no artigo 4.º.

2. As atribuições fundamentais cometidas ao SEBC são:

- a definição e execução da política monetária da Comunidade;
- a realização de operações cambiais compatíveis com o disposto no artigo 111.º;
- a detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-Membros;
- a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

3. O terceiro travessão do n.º 2 não obsta à detenção e gestão, pelos governos dos Estados-Membros, de saldos de tesouraria em divisas.

4. O BCE será consultado:

- sobre qualquer proposta de acto comunitário nos domínios das suas atribuições;
- pelas autoridades nacionais sobre qualquer projecto de disposição legal nos domínios das suas atribuições, mas nos limites e condições definidos pelo Conselho de acordo com o procedimento previsto no n.º 6 do artigo 107.º. O BCE pode apresentar pareceres sobre questões do âmbito das suas atribuições às competentes instituições ou organismos da Comunidade ou às autoridades nacionais.

5. O SEBC contribuirá para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro.

6. O Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão e após consulta do BCE, e depois de ter recebido parecer favorável do Parlamento Europeu, pode conferir ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito e de outras instituições financeiras, com excepção das empresas de seguros.

Artigo 107.º

1. O SEBC é constituído pelo BCE e pelos bancos nacionais.
2. O BCE tem personalidade jurídica.
3. O SEBC é dirigido pelos órgãos de decisão do BCE, que são o Conselho do BCE e a Comissão Executiva. [...]

Artigo 108.º

No exercício dos poderes e no cumprimento das atribuições e deveres que lhes são conferidos pelo presente Tratado e pelos Estatutos do SEBC, o BCE, os bancos centrais nacionais, ou qualquer membro dos respectivos órgãos de decisão não podem solicitar ou receber instruções das instituições ou organismos comunitários, dos governos dos Estados-Membros ou de qualquer outra entidade. As instituições e organismos comunitários, bem como os governos dos Estados-Membros, comprometem-se a respeitar este princípio e a não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE ou dos bancos centrais nacionais no exercício das suas funções.

2. EXCERTOS DO PROTOCOLO (N.º 18) RELATIVO AOS ESTATUTOS DO SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS E DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Artigo 12.º (Responsabilidades dos órgãos de decisão)

1. O Conselho do BCE adopta as orientações e toma as decisões necessárias ao desempenho das atribuições cometidas ao SEBC pelo presente Tratado e pelos presentes Estatutos. O Conselho do BCE define a política monetária da Comunidade incluindo, quando for caso disso, as decisões respeitantes a objectivos monetários intermédios, taxas de juro básicas e provisionamento de reservas no SEBC, estabelecendo as orientações necessárias à respectiva execução. A Comissão Executiva executará a política monetária de acordo com as orientações e decisões estabelecidas pelo Conselho do BCE. Para tal, a Comissão Executiva dará as instruções necessárias aos bancos centrais nacionais. Além disso, poderão ser delegadas na Comissão Executiva certas competências, caso o Conselho

do BCE assim o decida. Na medida em que tal seja considerado possível e adequado e sem prejuízo do disposto no presente artigo, o BCE recorrerá aos bancos centrais nacionais para que estes efectuem operações que sejam do âmbito das atribuições do SEBC.

2. A Comissão Executiva preparará as reuniões do Conselho do BCE. [...]

Artigo 15.º (Obrigação de apresentar relatórios)

1. O BCE elaborará e publicará, pelo menos trimestralmente, relatórios sobre as actividades do SEBC.

2. Todas as semanas será publicada uma informação sobre a situação financeira consolidada do SEBC.

3. De acordo com o disposto no artigo 113.º do presente Tratado, o BCE enviará anualmente ao Parlamento Europeu, ao Conselho, à Comissão e ainda ao Conselho Europeu um relatório sobre as actividades do SEBC e sobre a política monetária do ano anterior e do ano em curso.

4. Os relatórios e informações referidos no presente artigo são postos gratuitamente à disposição dos interessados.

Artigo 17.º (Contas no BCE e nos bancos centrais nacionais)

A fim de realizarem as suas operações, o BCE e os bancos centrais nacionais podem abrir contas em nome de instituições de crédito, de entidades do sector público e de outros intervenientes no mercado e aceitar activos, nomeadamente títulos em conta corrente, como garantia.

Artigo 18.º (Operações de “open market” e de crédito)

1. A fim de alcançarem os objectivos e de desempenharem as atribuições do SEBC, o BCE e os bancos centrais nacionais podem:

- intervir nos mercados financeiros, quer comprando e vendendo firme (à vista e a prazo) ou ao abrigo de acordos de recompra quer emprestando ou tomando de empréstimo activos e instrumentos negociáveis, denominados em moedas da Comunidade ou em moedas não comunitárias, bem como metais preciosos;
- efectuar operações de crédito com instituições de crédito ou com outros intervenientes no mercado, sendo os empréstimos adequadamente garantidos.

2. O BCE definirá princípios gerais para as operações de “open market” e de crédito a realizar por si próprio ou pelos bancos centrais nacionais, incluindo princípios para a divulgação das condições em que estão dispostos a efectuar essas operações.

Artigo 19.º (Reservas mínimas)

1. Sem prejuízo do disposto no artigo 2.º, o BCE pode exigir que as instituições de crédito estabelecidas nos Estados-Membros constituam reservas mínimas junto do BCE e dos bancos centrais nacionais, para prossecução dos objectivos de política monetária. Podem ser fixadas pelo Conselho do BCE regras relativas ao cálculo e determinação das reservas mínimas obrigatórias. Em caso de não cumprimento, o BCE pode cobrar juros, a título de penalização, e impor outras sanções de efeito equivalente.

2. Para efeitos de aplicação do presente artigo, o Conselho definirá, de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º, a base para as reservas mínimas e os rácios máximos admissíveis entre essas reservas e a respectiva base, bem como as sanções adequadas em casos de não cumprimento.

2 A ESTRUTURA ECONÓMICA E FINANCEIRA DA ÁREA DO EURO

A prossecução do objectivo da estabilidade de preços requer uma compreensão dos factores que determinam o processo de formação de preços, incluindo a transmissão da política monetária. Este capítulo dá uma visão global das principais estruturas económicas e financeiras da economia da área do euro. Em primeiro lugar são consideradas as principais características da economia real, incidindo-se sobre a composição do produto, características demográficas e principais características do mercado de trabalho, política orçamental, bem como padrões de comércio entre a área do euro e o resto do mundo. Seguidamente, são descritas as principais características da estrutura financeira, examinando os mercados monetários e de capitais e as principais instituições financeiras envolvidas, distinguindo instituições financeiras monetárias (IFM) de outros intermediários financeiros (OIF).

2.1 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA ECONOMIA REAL

A economia da área do euro é a segunda maior do mundo

Apesar de se poder considerar as economias que compõem a área do euro, em termos individuais, relativamente pequenas e abertas, a área do euro no seu conjunto forma uma economia ampla e muito mais fechada. Deste modo, as características estruturais da área do euro são mais comparáveis às dos Estados Unidos ou do Japão do que às de cada país da área

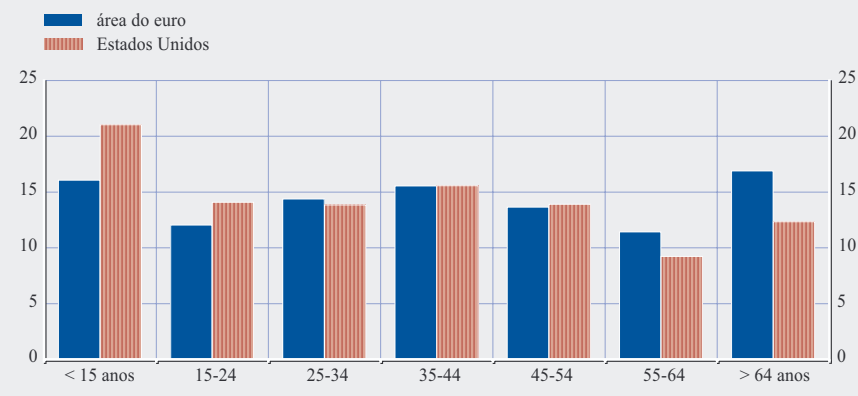
do euro. Algumas das principais características macroeconómicas da área do euro são apresentadas no Quadro 2.1.

Medida em termos de população, a área do euro constitui a maior economia desenvolvida do mundo: em 2002 tinha uma população total de 308 milhões, ligeiramente acima da dos Estados Unidos e mais do dobro da população do Japão. O Gráfico 2.1 mostra as diferenças na estrutura etária

População

Gráfico 2.1 Desagregação por idade do total da população em 2002

(em percentagem do total da população)



Fontes: Eurostat e Bureau of Census dos EUA.

Quadro 2.1 Principais características da economia real da área do euro em 2002

	Unidade	Área do euro	Estados Unidos	Japão
População ¹⁾	millions	307.8	287.5	127.3 ²⁾
PIB (% do PIB mundial) ³⁾	%	15.7	21.1	7.1
PIB per capita ³⁾	€ milhares	23.0	32.3	23.4 ²⁾
Sectores de produção ⁴⁾				
Agricultura, pescas, silvicultura	% do PIB	2.3	1.3	1.3 ²⁾
Indústria (incluindo construção)	% do PIB	27.4	21.6	29.4 ²⁾
Serviços (incluindo serviços não mercantis)	% do PIB	70.6	77.1	69.3 ²⁾
Taxa de desemprego (% da população activa)	%	8.4	5.8	5.4
Taxa de participação da população activa	%	68.2	76.4	72.7 ²⁾
Taxa de emprego ⁵⁾	%	62.4	71.9	69.1 ²⁾
Administrações públicas				
Excedente (+) ou défice (-)	% do PIB	-2.2	-3.4	-6.7
Dívida bruta ⁶⁾	% do PIB	69.2	59.2	154.4
Receitas	% do PIB	46.1	30.8	33.5
das quais impostos directos	% do PIB	12.2	12.8	9.1
das quais impostos indirectos	% do PIB	13.4	7.7	8.5
das quais contribuições sociais	% do PIB	16.0	7.2	10.8
Despesa	% do PIB	48.4	34.2	40.2
da qual consumo final	% do PIB	20.3	15.6	17.8
da qual transferências sociais	% do PIB	17.0	12.1	10.7
Exportações de bens ⁷⁾	% do PIB	15.0	6.5	8.7 ²⁾
Exportações de bens e serviços ⁷⁾	% do PIB	19.7	9.3	10.7 ²⁾
Importações de bens ⁷⁾	% do PIB	13.2	11.1	7.4 ²⁾
Importações de bens e serviços ⁷⁾	% do PIB	17.7	13.3	10.1 ²⁾
Exportações (% das exportações mundiais) ⁸⁾	%	31.2	12.4	5.8
Saldo da balança corrente ⁷⁾	% do PIB	-0.3	-4.6	2.8

Fontes: Eurostat, FMI, Comissão Europeia, OCDE, Reuters, BCE e cálculos do BCE.

Nota: Os dados da Grécia estão incluídos em todos os agregados da área do euro contidos neste quadro.

1) Área do euro: média anual; Estados Unidos: meados do ano; Japão: 1 de Outubro.

2) Valores de 2001.

3) Dados dos Estados Unidos e do Japão convertidos em euros em paridades do poder de compra (PPC) da OCDE.

4) Com base no valor acrescentado real.

5) Como rácio do número de pessoas em relação à população em idade activa (indivíduos com idade compreendida entre 15 e 64 anos).

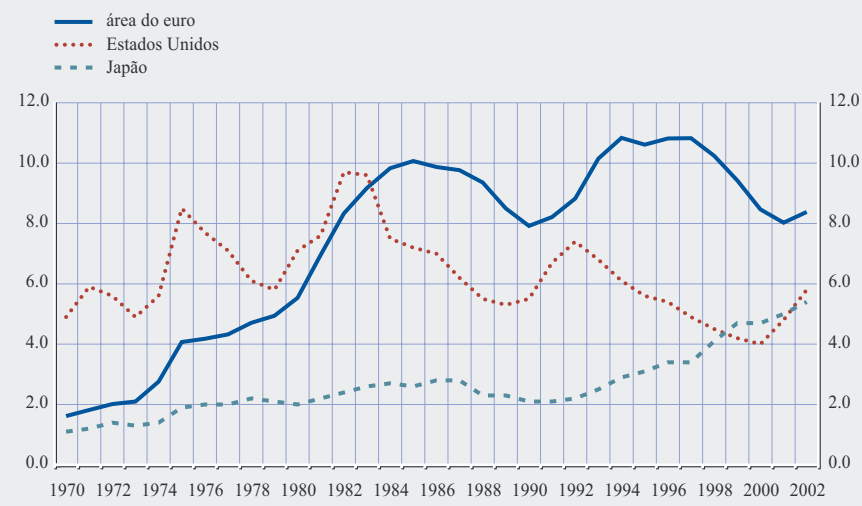
6) Para a área do euro: dívida pública bruta segundo a definição do Regulamento (CE) n.º 3605/93 do Conselho.

7) Dados da balança de pagamentos, apenas fluxos do comércio extra-área do euro para a área do euro.

8) *World Economic Outlook* do FMI; a quota das exportações mundiais da área do euro inclui o comércio intra-área do euro, que representa sensivelmente 50% do total das exportações da área do euro.

Gráfico 2.2 Desemprego na área do euro, Estados Unidos e Japão

(em percentagem da população activa; dados anuais)



Fonte: Comissão Europeia.

das populações da área do euro e dos Estados Unidos. Em média, os países da área do euro têm uma percentagem ligeiramente menor de indivíduos muito jovens e uma percentagem claramente maior de indivíduos idosos do que os Estados Unidos.

global dos serviços nos Estados Unidos e na área do euro. Especificamente, o sector público dos serviços nos Estados Unidos é relativamente reduzido, enquanto na área do euro o mesmo sector representa uma percentagem muito maior na economia. Em ambas as economias e no Japão, o sector industrial representa a segunda maior percentagem do produto total. Dada a natureza altamente desenvolvida destas economias, a percentagem da agricultura, pescas e silvicultura é relativamente reduzida em qualquer das três.

2.2 MERCADO DE TRABALHO

A taxa de desemprego na área do euro – número de indivíduos desempregados em percentagem da população activa – atingiu níveis muito elevados nas décadas de 80 e 90 e tem-se situado, em média, em valores significativamente mais elevados do que nos Estados Unidos (ver Gráfico 2.2). Este desfazamento reflecte diferenças estruturais entre os mercados de trabalho nos Estados Unidos e na área

Taxa de desemprego na área do euro estruturalmente mais elevada do que nos Estados Unidos

Percentagem no PIB mundial

Em 2002, a área do euro representava uma percentagem de 15.7% do PIB mundial (expressa em termos de paridade do poder de compra), em comparação com 21.1% para os Estados Unidos e 7.1% para o Japão. As percentagens dos países da área do euro em termos individuais eram significativamente mais reduzidas: a maior economia da área do euro representava 4.4% do PIB mundial em 2002.

O sector dos serviços representa a maior percentagem do PIB da área do euro

A estrutura da produção na área do euro é muito semelhante à dos Estados Unidos e do Japão. Em qualquer das três economias, o sector dos serviços representa a maior percentagem do produto total. Existe, no entanto, uma diferença importante nas percentagens dos sectores público e privado no sector

Quadro 2.2 Taxas de participação por sexo e grupo etário na área do euro e Estados Unidos em 2002

(em percentagem da população em idade activa)

	Área do euro			Estados Unidos		
	homens	mulheres	total	homens	mulheres	total
Todos os grupos etários	77.5	58.8	68.2	83.0	70.1	76.4
15-24 ¹⁾	47.7	40.2	44.0	65.5	61.1	63.3
25-34	91.6	74.8	83.3	92.4	75.1	83.7
35-44	95.3	74.1	84.7	92.1	76.4	84.1
45-54	90.7	66.7	78.7	88.5	76.0	82.1
55-59	68.4	42.7	55.4	78.0	63.8	70.7
60-64	31.2	14.3	22.5	57.6	44.1	50.5

Fontes: Eurostat e Bureau of Labor Statistics.

1) Os dados dos EUA referem-se ao grupo etário dos 16 aos 24 anos.

do euro, que conduziram a um nível de desemprego estrutural mais elevado na área do euro. Foram implementadas reformas que afectaram as características estruturais dos mercados de trabalho nos países da área do euro durante a década de 90, mas de âmbito diferenciado. Em alguns casos, estas reformas reduziram significativamente o nível de desemprego. Não obstante, subsiste rigidez estrutural e esta explica os níveis ainda elevados de desemprego na área do euro. Em 2002, a taxa de desemprego média foi de 8.4%, correspondendo a cerca de 11.7 milhões de desempregados no conjunto da área do euro.

Participação da população activa relativamente reduzida na área do euro

É de salientar que, além de uma taxa de desemprego relativamente elevada, a área do euro também apresenta uma taxa de participação da população activa relativamente baixa (ver Quadro 2.2). Embora o desfasamento tenha diminuído ligeiramente ao longo do tempo, em 2002 a taxa de participação da população activa na área do euro (68.2%) foi significativamente mais baixa do que nos Estados Unidos (76.4%). Em 2002, o desfasamento em comparação com os Estados Unidos era de cerca de 11 pontos percentuais para as

mulheres, aproximadamente o dobro da dimensão do registado para os homens. A mais baixa taxa de participação global da população activa na área do euro em comparação com os Estados Unidos reflecte sobretudo diferenças nos grupos etários mais jovens e mais velhos. Em geral, os europeus mais jovens participam na população activa consideravelmente menos do que as suas contrapartes americanas. Tal poderá estar relacionado com diferenças nas tradições e estruturas dos sistemas de educação e social. Na área do euro, os indivíduos tendem também a retirar-se da população activa numa idade mais jovem do que nos Estados Unidos. Em contraste, as taxas de participação dos indivíduos com idade compreendida entre os 25 e os 44 anos são, no geral, semelhantes.

A taxa de participação mais baixa, em conjunto com uma taxa de desemprego mais elevada, resulta numa taxa de emprego bastante mais reduzida (medida como o número de indivíduos empregados em percentagem da população com idade compreendida entre os 15 e os 64 anos) na área do euro do que nos Estados Unidos ou no Japão. Em 2002, enquanto a taxa de

Taxa de emprego na área do euro também relativamente reduzida

emprego na área do euro se situou um pouco acima dos 62%, nos Estados Unidos e no Japão as taxas de emprego situaram-se em cerca de 70% (ver Quadro 2.1). Esta taxa de emprego relativamente reduzida na área do euro, juntamente com um menor número de horas trabalhadas por indivíduo empregado, constitui uma das principais razões pelas quais o PIB per capita é mais reduzido do que nos Estados Unidos.

A rigidez estrutural pode prejudicar a eficiência do mercado de trabalho

Os aspectos institucionais dos mercados de trabalho, tais como legislação de protecção laboral, sistemas de subsídios de desemprego, processo de formação salarial e tributação do trabalho, entre outros, desempenham um papel significativo na determinação da evolução económica. Por exemplo, a rigidez estrutural nos mercados de trabalho reduz a velocidade a que uma economia se ajusta a choques adversos. A rigidez estrutural está, portanto, tipicamente associada a taxas de desemprego relativamente elevadas e persistentes. Além disso, a rigidez no mercado de trabalho tende a limitar o ritmo a que uma economia pode crescer sem alimentar pressões inflacionistas.

2.3 SECTOR PÚBLICO

As políticas orçamentais afectam a economia

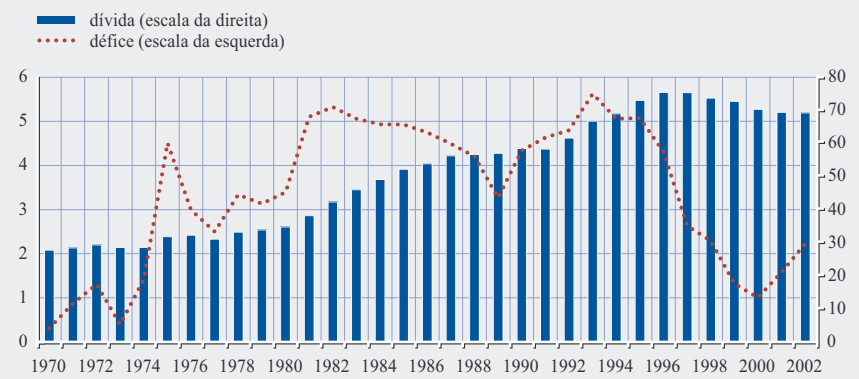
As políticas orçamentais têm um impacto significativo sobre o crescimento económico e a inflação. Por esse motivo, é importante para as autoridades monetárias seguir de perto a evolução da política orçamental. Existem muitos canais através dos quais a política orçamental afecta a economia e os preços. O nível e a composição da despesa e receita públicas, assim como os défices orçamentais e a dívida pública, são variáveis-chave neste processo.

As políticas orçamentais continuam a ser da exclusiva competência dos Estados-Membros na Terceira Fase da UEM. No entanto, existem alguns acordos institucionais a nível da UE de modo a assegurar finanças públicas sólidas (ver Caixa 2.1). Em particular, o procedimento relativo aos défices excessivos do Tratado, objecto de um maior desenvolvimento e clarificação no Pacto de Estabilidade e Crescimento, tem por objectivo limitar os riscos para a estabilidade de preços que poderiam de outro modo advir das políticas orçamentais nacionais. Por exemplo, um aumento excessivo na despesa pública numa altura em que a economia já está a funcionar perto da capacidade total poderá, ao estimular a procura agregada, levar a estrangulamentos e dar origem a pressões inflacionistas. Os desequilíbrios orçamentais, com elevados défices orçamentais e uma dívida pública crescente, caracterizaram muitos episódios inflacionistas históricos. A disciplina orçamental constitui assim uma componente básica da estabilidade macroeconómica. Tal como os orçamentos desequilibrados, níveis elevados de dívida pública podem também ser prejudiciais. Se um governo tem de fazer face, todos os anos, a despesas com juros consideráveis, a situação orçamental pode tornar-se insustentável, o que poderá pôr em perigo a estabilidade de preços. Níveis elevados de dívida podem ter também efeitos adversos sobre a economia real e a conjuntura financeira. Em particular, o recurso excessivo aos mercados de capitais pelos governos tende a aumentar o custo do capital, o que poderá reduzir o investimento privado (“*crowding out*”). Dados os problemas potenciais associados aos desequilíbrios orçamentais, evitar défices excessivos representa um compromisso importante para a manutenção de políticas

A estabilidade macroeconómica necessita de uma política orçamental sólida

Gráfico 2.3 Défice e dívida das administrações públicas na área do euro

(em percentagem do PIB)



Fontes: Comissão Europeia, OCDE e cálculos do BCE.

Nota: Os dados do défice excluem as receitas de licenças de UMTS, que foram particularmente significativas em 2000 (1.1% do PIB).

orçamentais conducentes à estabilidade macroeconómica global.

A percentagem relativamente elevada da despesa pública no PIB da área do euro...

O sector das administrações públicas (isto é, a administração central, estadual e local, bem como o sector da segurança social) constitui uma percentagem maior da economia na área do euro do que nos Estados Unidos ou no Japão. A despesa pública na área do euro representou 48% do PIB em 2002, enquanto o rácio das receitas das administrações públicas em relação ao PIB se situou em 46%. Em contrapartida, nos Estados Unidos, o sector das administrações públicas representou cerca de 34% do PIB, medido em termos de despesa, e cerca de 31% em termos de receita. Em 2002, o Japão registou um rácio da despesa pública em relação ao PIB de aproximadamente 40% e um rácio da receita em relação ao PIB de 34%, indicando assim um amplo défice público (ver Quadro 2.1).

Estas diferenças entre países são em parte causadas por diferenças na distribuição de funções entre os sectores público e privado. Dadas as características dos sistemas de segurança social na Europa, a estrutura etária da população da área do euro também contribui para o elevado nível da despesa pública. Tal como apresentado no Gráfico 2.1, a população da área do euro é, em média, mais velha do que a dos Estados Unidos, o que afecta a despesa com pensões e saúde. A menos que sejam empreendidas reformas de política nos Estados-Membros afectados, a situação será exacerbada no futuro pelo envelhecimento esperado da população.

Relativamente à estrutura da receita pública, na área do euro esta assenta mais fortemente nas contribuições sociais do que nos Estados Unidos ou no Japão. Além disso, verifica-se uma maior utilização da tributação indirecta como fonte de receitas na área do euro, enquanto os Estados Unidos se apoiam mais fortemente na tributação directa em percentagem da receita fiscal total do que a área do euro.

Receita pública

...reflecte as grandes percentagens do consumo público final e das transferências sociais para as famílias

A percentagem relativamente elevada da despesa pública no PIB da área do euro reflecte, em particular, as elevadas percentagens quer do consumo público final, quer das transferências sociais para as famílias.

A despesa pública ultrapassou a receita pública na área do euro no período de 1970 a 2002. Desta forma, o saldo orçamental das administrações públicas registou um défice em cada ano desse período. O défice aumentou para perto de 6.0% do PIB em 1993, mas em seguida foi diminuindo gradualmente para 1.0% do PIB em 2000 (ver Gráfico 2.3). Após esta data, as finanças públicas voltaram a deteriorar-se na área do euro, levando o défice a aumentar para 2.2% do PIB em 2002, com alguns países a registar inclusivamente défices acima do valor

de referência de 3% do PIB referido no Tratado (ver Caixa 2.1).

Relativamente à dívida bruta das administrações públicas, para o conjunto da área do euro esta atingiu um máximo de 75.4% do PIB em 1996/97, depois de ter registado uma rápida subida nas duas décadas anteriores. Desceu continuamente a partir de então, para se situar em 69.2% do PIB em 2002. O rácio da dívida bruta das administrações públicas em relação ao PIB nos Estados Unidos foi ligeiramente menor, situando-se em 59% em 2002, enquanto no Japão foi de 154%.

Caixa 2.1 Acordos institucionais a nível da UE para finanças públicas sólidas

Enquanto o Tratado institui uma política monetária única, mantém as responsabilidades nacionais para outras políticas económicas (por exemplo, orçamentais e estruturais). No entanto, estipula que os Estados-Membros deverão “considerar as suas políticas económicas uma questão de interesse comum” (artigo 99.º do Tratado).

Além disso, o Tratado contém várias disposições cujo objectivo consiste em assegurar finanças públicas sólidas na Terceira Fase da UEM, dado que a política orçamental permanece da responsabilidade dos governos nacionais. Uma das disposições está relacionada com o procedimento relativo aos défices excessivos, tal como definido no artigo 104.º e num protocolo anexo ao Tratado. Este procedimento estipula as condições que deverão prevalecer de modo a que uma posição orçamental seja considerada sólida. Nos termos do artigo 104.º, “Os Estados-Membros devem evitar défices orçamentais excessivos”. O cumprimento deste requisito é avaliado com base num valor de referência de 3% para o rácio do défice público em relação ao PIB e num valor de referência de 60% para o rácio da dívida pública em relação ao PIB. Mediante condições definidas no Tratado e especificadas com maior pormenor no Pacto, tais como uma queda anual do PIB real no mínimo de 2%, poder-se-á tolerar rácios do défice ou da dívida acima dos valores de referência, não se considerando que estes impliquem a existência de um défice excessivo. Caso o Conselho da UE decida que existe um défice excessivo num determinado país, o procedimento relativo aos défices excessivos determina que sejam tomadas medidas adicionais, incluindo sanções.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) foi adoptado em 1997, complementando e clarificando com mais pormenor a aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos. É composto pela Resolução do Conselho Europeu sobre o Pacto de Estabilidade e Crescimento, o “Regulamento do Conselho relativo ao reforço da supervisão das situações orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas” e o “Regulamento do Conselho relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos”. Ao chegarem a acordo relativamente ao PEC, os Estados-Membros

comprometeram-se a prosseguir o objectivo de médio prazo de posições orçamentais “próximo do equilíbrio ou excedentárias”. A ideia subjacente é a de que atingir estas posições permitir-lhes-á fazer face ao impacto orçamental de flutuações cíclicas normais sem ultrapassar o valor de referência de 3% do PIB.

Num enquadramento de supervisão multilateral, os participantes na área do euro são obrigados a apresentar programas de estabilidade ao Conselho da UE e à Comissão Europeia. Os Estados-Membros não participantes têm de apresentar programas de convergência. Ambos contêm a informação necessária para a avaliação dos ajustamentos orçamentais previstos a médio prazo, de modo a atingir a posição próximo do equilíbrio ou excedentária.

A cláusula “*no bail-out*” do Tratado constitui um complemento essencial a estes meios de promoção de políticas orçamentais orientadas para a estabilidade. O n.º 1 do artigo 103.º do Tratado prevê: “A Comunidade não é responsável pelos compromissos dos governos centrais, das autoridades regionais ou locais ou de outras autoridades públicas, dos outros organismos do sector público ou das empresas públicas de qualquer Estado-Membro, nem assumirá esses compromissos (...). Os Estados-Membros não são responsáveis pelos compromissos dos governos centrais, das autoridades regionais ou locais, ou de outras autoridades públicas, dos outros organismos do sector público ou das empresas públicas de outros Estados-Membros, nem assumirão esses compromissos”. Esta cláusula assegura que a responsabilidade de regularização da dívida pública permanece nacional, encorajando, deste modo, políticas orçamentais prudentes a nível nacional.

As proibições de financiamento monetário de défices orçamentais e de quaisquer formas de acesso privilegiado do sector público às instituições financeiras constituem outras disposições que contribuem para a disciplina orçamental. O artigo 101.º do Tratado proíbe o BCE e os BCN de conceder financiamento monetário aos défices orçamentais através da “concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros”. O artigo 102.º do Tratado proíbe qualquer medida que possa estabelecer acesso privilegiado às instituições financeiras pelos governos e instituições ou órgãos comunitários. Para além de aumentar os incentivos para a prossecução de finanças públicas sólidas e políticas orçamentais prudentes, estas disposições contribuem para a credibilidade da política monetária única na prossecução da estabilidade de preços.

O Tratado decreta ainda que o Conselho da UE – com base numa recomendação da Comissão Europeia – adoptará Orientações Gerais de Política Económica (OGPE). Estas Orientações determinam o enquadramento para a definição dos objectivos e orientações da política económica para os Estados-Membros e para a Comunidade Europeia. Na medida em que todos os Estados-Membros enfrentam basicamente os mesmos desafios e necessidades de política económica, as OGPE estabelecem algumas orientações gerais aplicáveis a todos os Estados-Membros. Ao mesmo tempo, reflectindo a diversidade entre os países em termos de desempenho e perspectivas económicas, bem como de estruturas e instituições, as OGPE contêm também recomendações específicas para os países. Em conformidade com o Tratado, as OGPE têm de respeitar a independência do Eurosistema na prossecução do seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços, e não podem procurar influenciar a sua política monetária.

2.4 COMÉRCIO EXTERNO

Economia da área do euro muito menos aberta do que países da área do euro a nível individual

Embora a área do euro possa ser significativamente afectada pela evolução da economia mundial, é muito menos aberta do que as economias dos países da área do euro a nível individual, o que tende a limitar o impacto da evolução económica externa e, em particular, dos movimentos dos preços externos sobre os preços internos da área do euro. No entanto, a área do euro é, mesmo assim, mais aberta do que os Estados Unidos ou o Japão. As exportações e importações de bens e serviços da área do euro em percentagem do PIB foram significativamente mais elevadas em 2002 do que os valores correspondentes para os Estados Unidos e Japão (ver Quadro 2.1).

Os bens representam a maior percentagem do comércio extra-área do euro

Quanto à composição do comércio, os bens representam cerca de três quartos quer das importações, quer das exportações da área do euro. Na categoria dos bens, a rubrica máquinas e material de transporte corresponde a quase metade das exportações em 2002. Constituiu também a maior percentagem das importações de bens da área do euro (ver Quadro 2.3). A segunda componente mais importante foi a de

outros artigos manufacturados, a qual detinha praticamente a mesma percentagem quer nas importações quer nas exportações. Em 2002, os produtos químicos representaram 14.8% das exportações de bens, mas apenas 10.0% das importações, enquanto, pelo contrário, as percentagens de matérias-primas e produtos energéticos foram consideravelmente maiores para as importações do que para as exportações. Este facto mostra que, em termos líquidos, a área do euro tende a importar matérias-primas e bens intermédios e a exportar bens transformados, o que, por seu lado, reflecte a divisão internacional do trabalho e a disponibilidade de matérias-primas na área do euro.

Relativamente à distribuição geográfica do comércio da área do euro, o Reino Unido e os Estados Unidos são os dois maiores parceiros comerciais da área do euro. Com base em fluxos comerciais médios durante o período de 1996 a 2002, a soma dos respectivos pesos é superior a 30% (ver Gráfico 2.4), ao que se seguiram a Suíça, o Japão e a Suécia, com pesos do comércio de 5.9%, 4.9% e 3.9%, respectivamente. Considerando agregados regionais, o bloco constituído pelos países aderentes à UE representou

Distribuição geográfica do comércio da área do euro

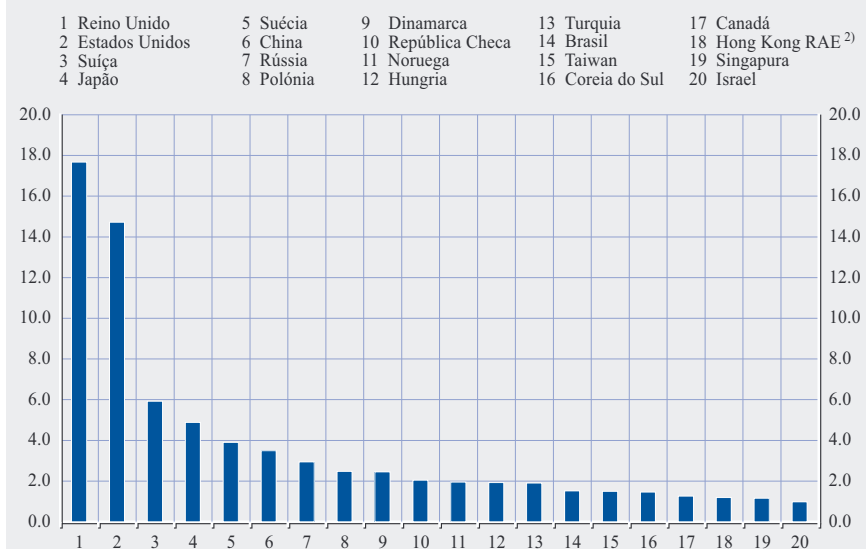
Quadro 2.3 Comércio externo de bens da área do euro em 2002

(em percentagem do total)

	Exportações	Importações
Total	100	100
<i>do qual:</i>		
Máquinas e material de transporte	45.8	36.5
Produtos químicos	14.8	10.0
Matérias-primas	1.8	4.5
Produtos energéticos	2.1	13.7
Produtos alimentares, bebidas e tabaco	6.0	6.0
Outros artigos manufacturados	26.4	26.0
Outros	3.1	3.3

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Gráfico 2.4 Pesos do comércio¹⁾ dos 20 principais parceiros comerciais da área do euro



Fonte: Cálculos do BCE com base nos dados do comércio do Eurostat.

1) Os pesos do comércio são a soma das exportações e importações expressas em percentagem do total das exportações e importações e são os valores médios para o período entre 1996 e 2002.

2) Região administrativa especial.

8.5% do comércio da área do euro, enquanto o valor correspondente para o bloco composto pela China e o resto da Ásia (excluindo o Japão) situou-se ligeiramente acima de 13%.

2.5 ESTRUTURA FINANCEIRA

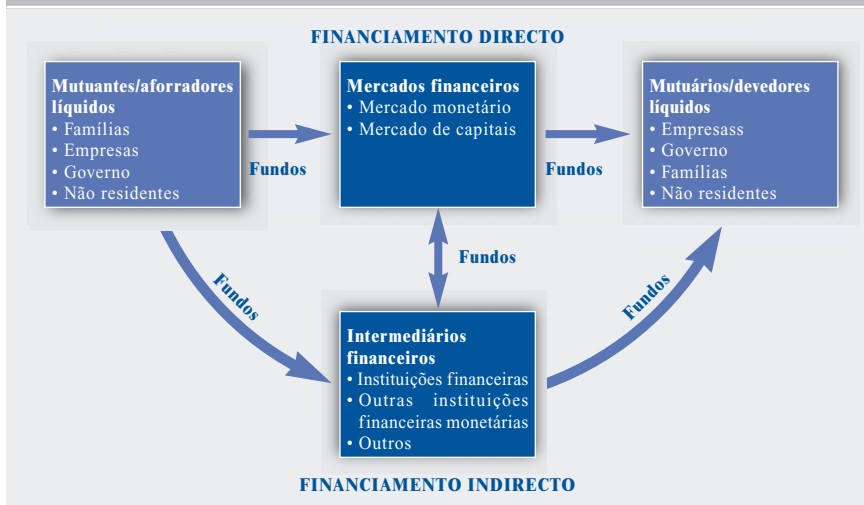
Financiamento directo e indirecto

O sistema financeiro desempenha a função económica essencial de canalização de fundos de entidades que são aforradores líquidos (porque gastam menos do que os seus rendimentos), para entidades que são devedores líquidos (isto é, que desejam gastar mais do que os seus rendimentos). Por outras palavras, o sistema financeiro permite aos primeiros conceder empréstimos aos segundos. As funções dos sistemas financeiros são apresentadas esquematicamente no Gráfico 2.5. Os mutuantes mais importantes são normalmente as famílias, mas as empresas, o governo e

os estrangeiros por vezes também se encontram com excesso de fundos e emprestam-nos. Em contrapartida, os principais mutuários são tipicamente as empresas e o governo, mas as famílias e os não residentes por vezes também contraem empréstimos para financiar as suas compras.

Os fundos passam dos mutuantes para os mutuários através de duas vias. No financiamento directo ou baseado no mercado (a via representada na parte superior do Gráfico 2.5), os devedores pedem fundos emprestados directamente aos mutuantes nos mercados financeiros, vendendo-lhes instrumentos financeiros, também designados por títulos (tais como títulos de dívida e acções), os quais são créditos sobre o rendimento futuro ou os activos do mutuário. Se os intermediários financeiros desempenharem um papel adicional na

Gráfico 2.5 Funções dos sistemas financeiros



canalização de fundos, trata-se de financiamento indirecto ou com base num banco (ver a parte inferior do Gráfico 2.5). Os intermediários financeiros podem ser classificados em instituições de crédito, outras instituições financeiras monetárias (IFM) e outros intermediários financeiros.

No funcionamento do sistema financeiro, os mercados financeiros e os intermediários financeiros não constituem entidades separadas, estando fortemente interligados. Por exemplo, os fundos podem movimentar-se em ambas as direcções entre o financiamento directo e o indirecto (ver a parte central do Gráfico 2.5). Os fundos passam dos mercados para os bancos quando os intermediários financeiros emitem títulos de dívida e de participação no capital para financiar as suas actividades. Em contraste, os fundos passam dos bancos para os mercados quando, por exemplo, os intermediários financeiros compram títulos emitidos por governos e empresas quer como investimentos

próprios, quer como parte de um fundo do mercado monetário. Um outro exemplo da inter-relação entre os mercados financeiros e os intermediários financeiros é o facto de as sociedades não financeiras que emitem títulos dependerem frequentemente de financiamento intercalar – empréstimos temporários para cobrir o período antes de os fundos obtidos através da emissão de títulos se tornarem disponíveis – e receberem aconselhamento dos intermediários financeiros.

Antes da descrição mais pormenorizada dos mercados financeiros nos quais o financiamento directo se efectua e dos intermediários financeiros envolvidos no financiamento indirecto, o Quadro 2.4 dá uma visão global dos principais activos financeiros e responsabilidades financeiras dos sectores não financeiros da área do euro, em termos de saldos no final de 2002. O saldo dos activos financeiros e das responsabilidades financeiras constitui os “stocks” no enquadramento trimestral das contas financeiras.

Principais activos financeiros e responsabilidades financeiras dos sectores não financeiros

Os principais activos financeiros apresentados no Quadro 2.4 ascenderam a €14 689 mil milhões (cerca de 208% do PIB anual da área do euro) no final de 2002. Os títulos e acções representaram quase dois quintos deste valor, tal como a rubrica numerário e depósitos. As provisões técnicas de seguros, ou seja, as provisões de fundos de pensões, sociedades de seguros e sociedades não financeiras destinadas a cobrir os créditos de detentores de apólices, representaram o restante quinto.

As principais responsabilidades constantes do Quadro 2.4 atingiram €15 557 mil milhões (220% do PIB) no final de 2002. Os títulos, incluindo acções cotadas, compreenderam cerca de 45% das fontes de financiamento dos sectores não financeiros, enquanto os empréstimos representaram mais de metade. A maior parte do financiamento (quase 86% das responsabilidades) foi concedido com prazos superiores a um ano.

Quadro 2.4 Investimento financeiro e financiamento dos sectores não financeiros na área do euro no final de 2002

(saldos)		
Activos financeiros seleccionados	EUR mil milhões	%
Total	14 689	100.0
Numerário e depósitos	5 633	38.3
Numerário	341	2.3
Depósitos	5 292	36.0
em IFM da área do euro	5 101	34.7
no sector não monetário	191	1.3
Títulos excepto acções	2 071	14.1
Curto prazo	255	1.7
Longo prazo	1 816	12.4
Acções ²⁾	3 479	23.7
Acções cotadas	1 777	12.1
Participações em fundos de investimento dos quais participações em fundos do mercado monetário	1 702	11.6
Participação líquida das famílias nas provisões de seguros de vida e nos fundos de pensões	3 168	21.6
Provisões para prémios não adquiridos e provisões para sinistros	338	2.3

Fonte: BCE.

1) Os sectores não financeiros incluem administrações públicas, sociedades não financeiras e famílias, incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.

2) Excluindo acções não cotadas.

3) Incluindo instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias.

Quadro 2.4 (cont.)

Responsabilidades seleccionadas	EUR mil milhões	%
Total	15 557	100.0
Empréstimos	8 066	51.8
a) cedidos por		
IFM da área do euro	7 131	45.8
outros intermediários financeiros	935	6.0
b) concedidos a		
administrações públicas	884	5.7
curto prazo	61	0.4
longo prazo	824	5.3
sociedades não financeiras	3 598	23.1
curto prazo	1 173	7.5
longo prazo	2 425	15.6
famílias ³⁾	3 584	23.0
curto prazo	289	1.9
longo prazo	3 295	21.2
Títulos excepto acções	4 656	29.9
Administrações públicas	4 125	26.5
curto prazo	480	3.1
longo prazo	3 644	23.4
Sociedades não financeiras	531	3.4
curto prazo	140	0.9
longo prazo	391	2.5
Acções cotadas		
emitidas por sociedades não financeiras	2 396	15.4
Depósitos		
responsabilidade da administração central	188	1.2
Provisões de fundos de pensões		
de sociedades não financeiras	251	1.6

2.6 MERCADOS FINANCEIROS

Esta secção apresenta as principais características dos mercados monetário, de títulos de dívida e accionista na área do euro. A Caixa 2.2 dá uma visão global

de alguns termos-chave relacionados com os mercados financeiros.

O mercado monetário

O mercado monetário desempenha um papel primordial na transmissão das

**Integração do
mercado
monetário**

Caixa 2.2 Mercados financeiros: termos-chave

Os mercados financeiros podem ser classificados de acordo com vários critérios, ilustrando diferentes características essenciais destes mercados. Uma classificação possível depende do facto de a transacção financeira estar relacionada com a primeira aquisição da emissão ou com uma troca entre detentores de títulos (mercados primário ou secundário). Por seu lado, o mercado secundário pode estar organizado de duas maneiras. Uma consiste na organização de bolsas, em que os compradores e os vendedores de títulos se encontram num local central para realizar trocas (bolsas de valores). O outro método de organização de um mercado secundário consiste num mercado de balcão (OTC), no qual os operadores de mercado em diferentes locais, detentores de títulos, estão preparados para comprar e vender títulos ao balcão a quem estiver disposto a aceitar os seus preços.

Uma outra classificação está relacionada com o prazo original do contrato financeiro. Geralmente é feita uma distinção entre prazos originais até um ano ou iguais ou superiores a um ano (mercados monetário ou de capitais). O mercado monetário difere ligeiramente dos outros mercados financeiros, visto ser tipicamente um mercado interbancário por grosso, no qual as transacções são avultadas. Além disso, através das suas operações de política monetária, o Eurosistema pode influenciar as condições no mercado monetário (ver Capítulo 4). O BCE é o único fornecedor de moeda do banco central e, em virtude deste monopólio, pode determinar as condições de refinanciamento para as instituições de crédito na área do euro, o que, por seu lado, influencia as condições em que instituições de crédito e outros participantes no mercado monetário efectuem as suas transacções no mercado monetário da área do euro.

Uma última classificação normalmente utilizada está relacionada com a forma do instrumento financeiro (mercado accionista ou de títulos de dívida). A principal distinção entre título de participação e título de dívida é que o primeiro não tem de ser reembolsado, enquanto o segundo é um crédito financeiro que normalmente tem de ser reembolsado (em montantes específicos e a uma determinada taxa de juro).

Uma importante categoria dos instrumentos financeiros são os derivados, ou seja, contratos financeiros cujo valor resulta dos preços dos títulos subjacentes, taxas de juro, taxas de câmbio, índices de mercado ou preços das matérias-primas. As classes básicas de derivados são os contratos de futuros, as opções, os *swaps* e os contratos a prazo relativos a taxas de juro (*forward rate agreements*). Por exemplo, o detentor de uma opção de compra (venda) tem o direito, mas não a obrigação, de comprar (vender) um instrumento financeiro (por exemplo, uma obrigação ou acção) a um determinado preço num momento específico no futuro. Muitos outros contratos de derivados têm sido desenvolvidos, combinando as categorias básicas. Os mercados de derivados apoiam o funcionamento dos mercados financeiros, porque melhoram a fixação dos preços e a afectação dos riscos financeiros.

decisões de política monetária, visto que as alterações nos instrumentos de política monetária afectam primeiramente o mercado monetário (ver Capítulo 4). Um mercado monetário profundo e integrado constitui uma condição prévia para uma política monetária eficiente, dado assegurar uma distribuição equilibrada da liquidez do banco central e um nível homogéneo das taxas de juro de curto prazo na área da moeda única. Na área do euro, esta condição prévia foi satisfeita praticamente desde o início da Terceira Fase da UEM, quando os mercados monetários nacionais foram integrados com sucesso num mercado monetário eficiente da área do euro.

Papel dos sistemas de pagamentos

A rápida integração do mercado monetário da área do euro tem sido também apoiada pela evolução da infra-estrutura dos sistemas de pagamentos e, sobretudo, pelo estabelecimento do sistema TARGET (Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real), o qual permite o funcionamento regular da liquidação de pagamentos transfronteiras. O sistema TARGET interliga os sistemas de liquidação pelos valores brutos em tempo real do euro operados pelos BCN da UE e pelo mecanismo de pagamentos do BCE. A direcção, gestão e controlo do TARGET são da competência do Conselho do BCE.

Segmentos sem garantia do mercado monetário

Existem vários segmentos denominados “de pronto pagamento” no mercado monetário da área do euro. O mais importante destes segmentos é o mercado sem garantia. Este mercado dedica-se sobretudo à gestão das necessidades de liquidez dos bancos e, por conseguinte, as transacções sem garantia estão fortemente concentradas

no prazo *overnight*. Existem duas taxas de referência importantes no mercado monetário sem garantia, a EONIA (índice *overnight* médio do euro) e a EURIBOR (taxa interbancária de oferta do euro), as quais em conjunto proporcionam preços de referência uniformes para prazos desde *overnight* a um ano.

Os outros principais segmentos de pronto pagamento do mercado monetário são o mercado de operações de reporte e o mercado de *swaps* contra moedas estrangeiras. Estes mercados são conhecidos como mercados com garantia, uma vez que o crédito é concedido contra activos que funcionam como garantia. A importância do mercado de operações de reporte varia na área do euro. As operações de reporte e os *swaps* contra moedas estrangeiras concentram-se sobretudo em prazos até um mês.

Para além dos segmentos de pronto pagamento acima mencionados, o mercado monetário da área do euro inclui ainda segmentos de derivados. Os mercados de *swaps* de taxa de juro e os mercados de futuros constituem os mercados de derivados mais importantes. Os instrumentos mais activos nestes mercados são os *swaps* de EONIA e os futuros de EURIBOR.

Em relação à evolução dos diferentes segmentos do mercado monetário da área do euro, o mercado sem garantia caracterizou-se, desde o início, por um elevado grau de actividade e liquidez. Em contraste, o mercado de operações de reporte desenvolveu-se de forma relativamente lenta em 1999 e 2000, embora tenha posteriormente registado um crescimento muito rápido, ultrapassando o volume de negócios do mercado sem garantia em 2002.

Segmentos com garantia do mercado monetário

Mercados de derivados

Evolução do mercado monetário de Janeiro de 1999 a Junho de 2003

Quadro 2.5 Saldos de títulos de dívida de curto prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro

(fim de ano; EUR mil milhões; (% do PIB))

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Total	475 (11.6)	607 (11.4)	533 (9.1)	578 (9.0)	612 (8.9)	696 (9.9)
IFM	104 (2.6)	168 (3.2)	165 (2.8)	243 (3.8)	241 (3.5)	281 (4.0)
Sociedades financeiras não monetárias	4 (0.1)	10 (0.2)	9 (0.2)	5 (0.1)	3 (0.0)	4 (0.1)
Sociedades não financeiras	44 (1.1)	34 (0.6)	46 (0.8)	86 (1.3)	96 (1.4)	85 (1.2)
Sector público	322 (7.9)	396 (7.5)	313 (5.3)	244 (3.8)	272 (4.0)	325 (4.6)

Fonte: BCE.

As transacções sem garantia representaram 37% do total do volume de negócios do mercado de pronto pagamento na área do euro em 2002, com o mercado de operações de reporte a representar cerca de 46%. A integração do mercado de operações de reporte registou um aumento nos últimos anos, tendo os indicadores apontado para uma intensificação do nível da actividade transfronteiras, com as contrapartes a aumentar a utilização de garantias de outros países da área do euro. No entanto, apesar dos progressos consideráveis, vários factores de ordem técnica, tais como diferenças na legislação, documentação, padrões de liquidação e a diversidade de práticas de mercado no seio da área do euro, impediram, até ao momento, o total desenvolvimento de um mercado de operações de reporte a nível da área do euro. No segmento de derivados, a evolução mais rápida desde 1999 ocorreu no mercado de *swaps* de EONIA. Este mercado, muito activo, profundo e líquido, não tem equivalente fora da área do euro.

Mercados de títulos de dívida

O mercado monetário num sentido mais lato inclui também o mercado de títulos de curto prazo. O saldo dos títulos de dívida de curto prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro totalizou quase 10% do PIB no final de 2002, ou seja, ligeiramente abaixo do valor de 1990 (ver Quadro 2.5). A importância relativa dos tipos de emitente, no entanto, alterou-se ao longo destes 12 anos. Em 1990, o emitente mais importante foi o sector público (quase 70% do total do mercado), enquanto em 2002 o saldo dos títulos de dívida de curto prazo denominados em euros emitidos pelo sector privado, em particular pelas IFM, foi ligeiramente mais elevado do que o emitido pelo sector público (53%, face a 47%).

Mais importantes são os títulos de dívida de longo prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro. O saldo destes instrumentos de dívida correspondeu a cerca de 96% do PIB no final de

Menor importância relativa dos títulos de dívida de curto prazo denominados em euros...

... em comparação com os títulos de dívida de longo prazo

Quadro 2.6 Saldos de títulos de dívida de longo prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro

(fim de ano; EUR mil milhões; (% do PIB))

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Total	2 307 (56.5)	4 129 (77.8)	5 088 (86.5)	5 903 (91.5)	6 410 (93.7)	6 751 (95.6)
IFM	961 (23.5)	1 467 (27.6)	1 850 (31.4)	2 178 (33.7)	2 324 (34.0)	2 402 (34.0)
Sociedades financeiras não monetárias	54 (1.3)	83 (1.6)	121 (2.1)	254 (3.9)	365 (5.3)	472 (6.7)
Sociedades não financeiras	152 (3.7)	224 (4.2)	221 (3.8)	287 (4.5)	350 (5.1)	380 (5.4)
Sector público	1 140 (27.9)	2 354 (44.3)	2 896 (49.2)	3 183 (49.3)	3 370 (49.3)	3 497 (49.5)

Fonte: BCE.

2002, tendo aumentado face a aproximadamente 57% do PIB no final de 1990 (ver Quadro 2.6). O sector público (administração central e outras administrações públicas) é o mais importante emitente de títulos de dívida de longo prazo em termos de volume. No final de 2002, o saldo dos títulos de dívida de longo prazo denominados em euros emitidos pelo sector público representou mais de 50% do montante total emitido. O segundo maior grupo de emitentes em termos de saldo foi o sector das IFM (36% do total do mercado em 2002). O saldo dos títulos de dívida de longo prazo denominados em euros emitidos por sociedades não financeiras e por sociedades financeiras não monetárias foi de cerca de 13% do total do mercado no final de 2002. A maior parte do crescimento nesta área ocorreu desde o início da Terceira Fase da UEM, impulsionado em particular pelas sociedades financeiras não monetárias. A emissão por este último sector tendeu a concentrar-se em alguns países cujos sistemas fiscais proporcionam às empresas uma fonte

mais barata de financiamento através dos “veículos de titularização” e outras agências de financiamento que as ajudam a mobilizar capital no mercado de obrigações de empresas.

O financiamento através da emissão de títulos de dívida é mais reduzido na área do euro do que nos Estados Unidos e Japão. Os saldos no final de 2002 situaram-se em 105% do PIB na área do euro, o que compara com 154% e 160% do PIB nos Estados Unidos e Japão, respectivamente (ver Quadro 2.7). O elevado valor para o Japão pode ser explicado essencialmente pelo forte crescimento dos títulos de dívida pública observado no contexto de um período prolongado de fraco crescimento económico desde o início da década de 90. Quanto ao sector empresarial não financeiro, o saldo dos títulos de dívida emitidos pelas sociedades não financeiras na área do euro situou-se em cerca de 7% do PIB no final de 2002, tendo totalizado aproximadamente 23% e 18% do PIB nos Estados Unidos e Japão, respectivamente.

Financiamento com títulos de dívida na área do euro reduzido em comparação com os Estados Unidos

Quadro 2.7 Saldos de títulos de dívida denominados em moeda nacional emitidos por residentes na área do euro, Estados Unidos e Japão no final de 2002

(em percentagem do PIB)

	Total	Emitidos por sociedades financeiras	Emitidos por sociedades não financeiras	Emitidos pelas administrações públicas
Área do euro	105.4	44.7	6.6	54.1
Estados Unidos	153.7	88.1	22.8	42.8
Japão	160.1	27.5	17.9	114.8

Fontes: BCE e BIS.

Alguns segmentos do mercado de títulos de dívida da área do euro estão pouco desenvolvidos

Apesar do crescimento significativo do mercado de títulos de dívida da área do euro, alguns segmentos de mercado, tais como os da dívida com uma baixa notação de crédito ou sem notação, permaneceram relativamente subdesenvolvidos. Em comparação com os Estados Unidos, relativamente poucas sociedades da área do euro tiveram notações de crédito em 2002, o que restringiu o seu acesso ao mercado de obrigações de empresas.

Mercado accionista

Crescente capitalização do mercado bolsista da área do euro...

Relativamente ao mercado accionista, um indicador normalmente utilizado para medir a sua importância é a capitalização de mercado das acções transaccionadas em termos do PIB. A capitalização do mercado bolsista da área do euro aumentou de 21% do PIB no final de 1990 para 47% do PIB no final de 2002 (ver Quadro 2.8). Contudo, como se pode observar no Quadro 2.8, a capitalização do

mercado bolsista atingiu 87% do PIB no final de 2000. Estas fortes oscilações na capitalização do mercado bolsista foram causadas por um período de fortes aumentos dos preços das acções até ao início de 2000, a que se seguiu uma queda significativa.

O total da capitalização do mercado bolsista na área do euro permaneceu significativamente menor do que nos Estados Unidos, tendo mesmo aumentado o desfaseamento entre a capitalização do mercado bolsista em termos do PIB nos Estados Unidos e na área do euro, de cerca de 30 pontos percentuais em 1990 para cerca de 60 pontos percentuais em 2002. Em contrapartida, a capitalização do mercado bolsista no Japão diminuiu de 90% do PIB em 1990 para 58% do PIB em 2002 (sobretudo em reflexo de quedas significativas nos preços das acções ao longo deste período).

...embora menor do que nos Estados Unidos

Quadro 2.8 Capitalização do mercado bolsista na área do euro, Estados Unidos e Japão

(fim de ano, em percentagem do PIB)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Área do euro	21	28	76	87	72	47
Estados Unidos	53	92	141	153	136	104
Japão	90	73	54	67	56	58

Fonte: Federação Internacional de Bolsas de Valores.

Quadro 2.9 Número de empresas nacionais e estrangeiras cotadas nos mercados bolsistas na área do euro, Estados Unidos e Japão

(fim de ano)	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Área do euro	4 276	5 106	4 546	5 516	6 357	6 271
Estados Unidos	6 765	8 160	8 449	7 851	7 069	6 586
Japão	1 752	1 791	1 890	2 096	2 141	2 153

Fonte: Federação Internacional de Bolsas de Valores.

Número crescente de empresas cotadas nos mercados bolsistas da área do euro

Outra indicação da importância crescente do mercado accionista na área do euro é dada por estatísticas sobre o número de empresas cotadas. Este número aumentou de 4 276 no final de 1990 para 6 271 no final de 2002 (ver Quadro 2.9). Em termos comparativos, o número de empresas cotadas nos Estados Unidos e Japão no final de 2002 era de 6 586 e 2 153, respectivamente.

Crescente integração dos mercados bolsistas da área do euro

Desde a introdução do euro, houve muitas iniciativas no sentido de formar alianças ou fundir as actividades das bolsas de valores dos vários países da área do euro. Os participantes no mercado bolsista parecem também ter cada vez mais em conta os factores económicos comuns à área do euro no seu conjunto. Uma indicação clara da crescente integração dos mercados bolsistas da área do euro é a incidência generalizada num conjunto de índices do mercado bolsista a nível da área do euro, tais como o índice Dow Jones EURO STOXX.

2.7 INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

Instituições de crédito e outras instituições financeiras monetárias (IFM)

Os principais intermediários financeiros na área do euro são instituições de crédito. As instituições de crédito são definidas em duas Directivas de Coordenação Bancária⁶ e estão sujeitas a padrões de supervisão comuns a nível da UE. As instituições de crédito são as contrapartes para as operações de política monetária do banco central (ver Capítulo 4). Dado que concedem crédito a famílias e empresas, nomeadamente com base no crédito recebido do banco central, são cruciais para a transmissão dos impulsos da política monetária à economia (ver Capítulo 3). O termo “instituição financeira monetária” foi criado devido ao facto de um número crescente de instituições que não de crédito, principalmente fundos do mercado monetário⁷, estar a desempenhar actividades e a oferecer produtos tradicionalmente reservados aos bancos.

Definição de instituições de crédito e IFM

⁶ Uma “instituição de crédito” refere-se a qualquer instituição abrangida pela definição contida no n.º 1 do artigo 1.º da Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Março de 2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, com as alterações que lhe foram introduzidas pela Directiva 2000/28/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Setembro de 2000, isto é, “uma empresa cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder créditos por sua própria conta”. Ver glossário.

⁷ Os fundos do mercado monetário são definidos como empresas de investimento colectivo, cujas unidades são, em termos de liquidez, substitutos próximos dos depósitos e que investem primordialmente em instrumentos do mercado monetário e/ou outros instrumentos de dívida transferíveis com prazo residual até um ano, inclusive e/ou em depósitos bancários, e/ou que oferecem uma taxa de remuneração que se aproxima das taxas de juro dos instrumentos do mercado monetário.

Quadro 2.10 Número de instituições financeiras monetárias da área do euro

(fim de ano)

	1998	2000	2001	2002
Instituições de crédito	8 320	7 464	7 218	6 906
Fundos do mercado monetário	1 516	1 604	1 631	1 620
Bancos centrais e outras instituições	20	20	19	18
Todas as IFM	9 856	9 088	8 868	8 544

Fonte: BCE.

Número de IFM diminuiu devido à consolidação financeira

As instituições de crédito representavam 81% do conjunto das IFM da área do euro no final de 2002 (ver Quadro 2.10). Os fundos do mercado monetário eram a segunda maior categoria das IFM. No final de 2002, existiam 8 544 IFM na área do euro. Este valor reflecte o grande número de caixas económicas e cooperativas bancárias – a funcionar frequentemente apenas a nível local – e instituições de crédito especializadas em vários países. O número de IFM diminuiu acentuadamente entre 1998 e 2002, reflectindo o processo de consolidação em curso do sector bancário europeu. A tendência no sentido da consolidação do sector das instituições de crédito é uma resposta às condições de mercado em mutação, motivadas

por vários factores, tais como evolução tecnológica, desregulamentação, liberalização e globalização. A introdução do euro tem provavelmente vindo a alimentar esta evolução ao criar mais transparência entre as fronteiras nacionais.

O BCE e os BCN recolhem estatísticas mensais e trimestrais das IFM na área do euro e calculam um balanço agregado e um balanço consolidado das IFM a nível da área do euro. O balanço agregado do sector das IFM corresponde à soma dos balanços harmonizados de todas as IFM residentes na área do euro. O balanço agregado apresenta informação sobre as posições inter-IFM numa base por bruto. Inclui actividades transfronteiras inter-IFM, quer na área

Balanço agregado e consolidado das IFM

Caixa 2.3 Agregados monetários

O ponto de partida para a definição dos agregados monetários da área do euro é o balanço consolidado do sector das IFM. Em geral, a definição adequada de um agregado monetário depende muito do objectivo a que o agregado se destina. Dado que muitos activos financeiros diferentes são substituíveis e que a natureza e características dos activos financeiros, transacções e meios de pagamento variam ao longo do tempo, nem sempre é claro de que forma se deveria definir moeda e quais os activos financeiros que pertencem a determinada definição de moeda. Por estes motivos, os bancos centrais normalmente definem e acompanham vários agregados monetários.

As definições do BCE de agregados monetários da área do euro baseiam-se numa definição harmonizada do sector emissor de moeda e do sector detentor de moeda, bem como das categorias harmonizadas de responsabilidades das IFM. O sector emissor de moeda engloba as IFM residentes na área do euro. O sector detentor de moeda inclui o sector não monetário residente na área do euro excluindo o sector da administração central.

Quadro 2.11 Definições de agregados monetários da área do euro

Passivo ¹⁾	M1	M2	M3
Circulação monetária	X	X	X
Depósitos à ordem	X	X	X
Depósitos a prazo até dois anos		X	X
Depósitos com pré-aviso até três meses		X	X
Acordos de recompra			X
Acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário			X
Títulos de dívida com prazo até dois anos			X

Fonte: BCE.

1) Responsabilidades monetárias de IFM e da administração central (Correios, Tesouro) face ao sector não monetário residente na área do euro excluindo a administração central.

Apesar de o sector da administração central não ser considerado parte integrante do sector emitente de moeda, as responsabilidades de natureza monetária da administração central (por exemplo, depósitos de famílias nos correios) são incluídas como rubrica especial na definição de agregados monetários por serem altamente líquidas¹.

Com base em considerações conceptuais e estudos empíricos, e em linha com a prática internacional, o Eurosistema definiu um agregado monetário estreito (M1), um “intermédio” (M2) e um largo (M3). Estes agregados diferem no que respeita ao grau de liquidez (avaliado com base em critérios de transferibilidade, convertibilidade, certeza quanto ao preço e negociabilidade) dos activos que incluem. O Quadro 2.11 estabelece as definições dos agregados monetários da área do euro.

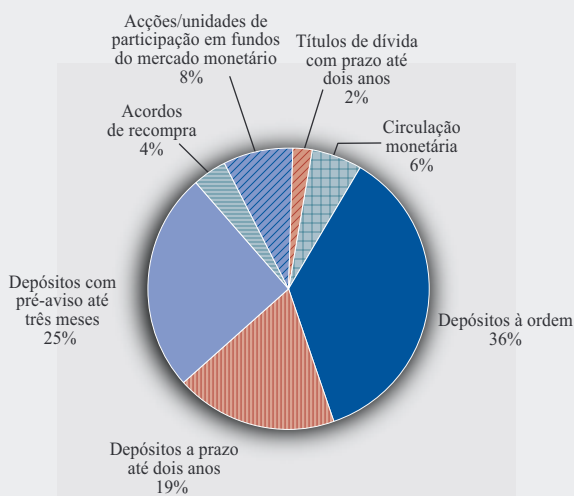
O M1 inclui moeda, ou seja, notas e moedas, e depósitos à ordem. Estes depósitos podem ser imediatamente convertidos em moeda ou utilizados para pagamentos escriturais.

O M2 engloba o M1 e ainda depósitos a prazo até dois anos, inclusive, ou com pré-aviso até três meses, inclusive. Estes depósitos podem ser convertidos em componentes do agregado monetário estreito, podendo aplicar-se, no entanto, algumas restrições, tais como a necessidade de notificação antecipada, sanções e comissões.

O M3 engloba o M2 e certos instrumentos negociáveis emitidos pelo sector residente das IFM. Estes instrumentos negociáveis são acordos de recompra, acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos de dívida com prazo até dois anos, inclusive (incluindo títulos do mercado monetário). Um elevado grau de liquidez e certeza quanto ao preço fazem destes instrumentos substitutos próximos dos depósitos. Em resultado da sua inclusão, o agregado monetário largo é menos afectado pela substituição entre várias categorias de activos líquidos do que as definições mais restritas de agregado monetário e é mais estável (ver também Capítulo 3).

¹ Os depósitos da administração central no sector das IFM são excluídos, porque a administração central não se encontra incluída no sector detentor de moeda, dado que as suas detenções de moeda não estão estreitamente relacionadas com planos de despesa.

Gráfico 2.6 Percentagens das componentes do M3 no final de 2002



Fonte: BCE.

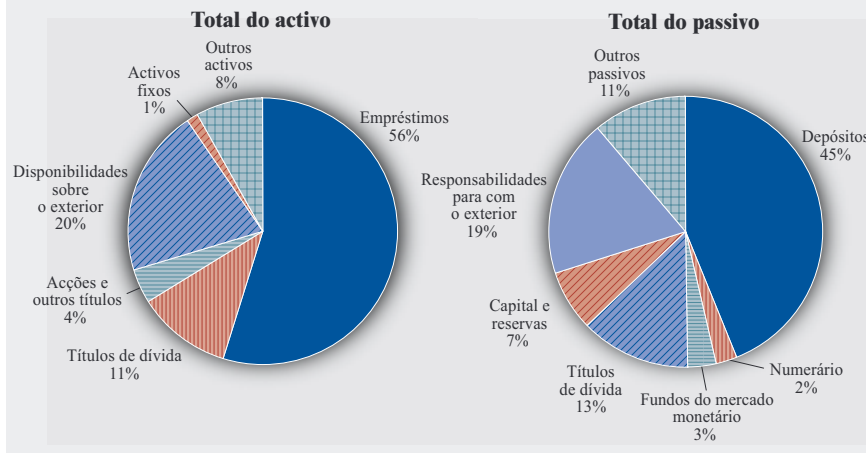
As detenções por residentes na área do euro de activos líquidos denominados em moedas estrangeiras podem ser substitutos próximos de activos denominados em euros. Assim, os agregados monetários incluem estes activos se forem detidos por IFM localizadas na área do euro.

Dado que a definição de agregados monetários adoptada pelo BCE apenas inclui responsabilidades de IFM localizadas na área do euro face a residentes na área do euro, são excluídas as detenções por residentes estrangeiros de i) depósitos de curto prazo em IFM da área do euro, ii) acções/unidades de participação emitidas por fundos do mercado monetário localizados na área do euro, e iii) títulos de dívida com prazo até dois anos, inclusive, emitidos por IFM localizadas na área do euro. A circulação monetária é incluída na totalidade nos agregados monetários, independentemente de ser detida por residentes ou não residentes na área do euro, dada a dificuldade em obter medidas precisas e atempadas dos montantes de notas e moedas detidos por não residentes.

O Gráfico 2.6 ilustra as percentagens relativas das componentes do M3 em Dezembro de 2002. Os depósitos à ordem representaram a maior percentagem do M3, nomeadamente 36%. A percentagem de depósitos com pré-aviso até três meses, inclusive, no M3, foi de 25%, enquanto a dos depósitos a prazo até dois anos, inclusive, foi de 19%. As acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário ascenderam a 8% do M3 e a circulação monetária situou-se em 6%. Finalmente, os acordos de recompra e os títulos de dívida com prazo inicial até dois anos, inclusive, representaram 4% e 2% do M3, respectivamente.

Gráfico 2.7 Composição do balanço consolidado das IFM da área do euro (incluindo o Eurosistema) no final de 2002

(percentagens no total do balanço)



Fonte: BCE.

do euro, quer em relação ao resto do mundo. Esta informação é útil para a avaliação da integração dos sistemas financeiros e da importância do mercado interbancário. O balanço consolidado do sector das IFM obtém-se pela compensação de posições entre as IFM na área do euro no balanço agregado. O balanço consolidado fornece a base para a análise regular da evolução monetária e do crédito na área do euro, incluindo agregados monetários (ver Caixa 2.3).

Depósitos e empréstimos são as rubricas mais importantes do balanço das IFM

O Gráfico 2.7 mostra a composição do balanço consolidado das IFM da área do euro (incluindo o Eurosistema) no final de 2002. Os depósitos representaram 45% do passivo total, enquanto outras rubricas importantes do passivo foram as responsabilidades para com o exterior e os títulos de dívida, que atingiram 19% e 13%, respectivamente, do passivo total das IFM. Os empréstimos representaram a maior percentagem do activo total (56% no final de 2002). As disponibilidades sobre o exterior

constituíram 20% do activo total das IFM, enquanto o crédito sob a forma de títulos de dívida, acções e outras participações representou 15%.

Os depósitos bancários na área do euro ascenderam a 81% do PIB no final de 2002 (ver Quadro 2.12). Este valor foi superior ao dos Estados Unidos (44% do PIB) e inferior ao do Japão (119% do PIB). Ao mesmo tempo, os empréstimos bancários na área do euro totalizaram 108% do PIB, enquanto nos Estados Unidos e no Japão este rácio foi de 51% e 101%, respectivamente. Estes valores são uma indicação da importância da intermediação financeira através de bancos na área do euro, em particular em comparação com os Estados Unidos.

Tanto na área do euro como nos Estados Unidos, os empréstimos bancários a sociedades não financeiras situaram-se em cerca de 40% do PIB no final de 2002. Em contrapartida, os empréstimos bancários a sociedades

Depósitos e empréstimos bancários na área do euro, Estados Unidos e Japão

Quadro 2.12 Depósitos e empréstimos bancários na área do euro, Estados Unidos e Japão no final de 2002

(em percentagem do PIB)

	Depósitos bancários	Empréstimos bancários	Emprést. banc. a sociedades não financeiras
Área do euro	81.3	107.9	42.1
Estados Unidos	44.0	51.2	39.3
Japão	118.8	101.0	63.9

Fontes: BCE, Reserva Federal e Banco do Japão.

não financeiras no Japão atingiram 64% do PIB no final de 2002. Este facto reflecte o significado dos mercados de capitais nas decisões de financiamento das empresas na área do euro e nos Estados Unidos, enquanto no sector empresarial não financeiro do Japão se verifica uma utilização relativamente maior dos empréstimos bancários como fonte de financiamento.

Outros intermediários financeiros

O financiamento indirecto aos sectores público e privado não é efectuado apenas pelas IFM, mas também por outros intermediários financeiros, tais como sociedades de seguros e fundos de pensões, auxiliares financeiros, fundos de investimento, corretores de títulos e derivados e sociedades financeiras

concessoras de crédito. Uma das principais diferenças em comparação com as instituições de crédito é a falta de depósitos do lado do passivo dos balanços destas instituições. As estimativas disponíveis demonstram que estes outros intermediários financeiros se tornaram cada vez mais activos na década de 90, mas continuam a desempenhar um papel menos importante em comparação com as IFM. No final de 2002, os activos das sociedades de seguros, fundos de investimento e fundos de pensões na área do euro equivaliam a 90% do PIB, enquanto os activos das IFM totalizavam 267% do PIB. Não obstante, o montante total de activos destes outros intermediários financeiros na área do euro tem crescido substancialmente, em particular desde o final da década de 90.

Manutenção do papel menos importante do sector não monetário

3 A ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

O presente capítulo descreve a estratégia de política monetária do BCE, isto é, a abordagem geral do BCE para alcançar o seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços. A primeira secção centra-se nas razões subjacentes à atribuição deste objectivo à política monetária. A segunda secção sintetiza as principais características do mecanismo de transmissão da política monetária (isto é, a forma pela qual a política monetária influencia a evolução dos preços) e discute as respectivas implicações para a condução da política monetária. As secções finais explicam os elementos centrais da estratégia do BCE em maior pormenor.

3.1 O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA E OS BENEFÍCIOS DA ESTABILIDADE DE PREÇOS

O que a política monetária pode ou não fazer

Ao controlar a oferta de base monetária...

A forma como a política monetária exerce influência sobre a economia pode ser explicada da seguinte forma. O banco central é o único emitente de notas e o único fornecedor de reservas bancárias, ou seja, detém o monopólio da oferta da base monetária. Em virtude deste monopólio, o banco central está em posição de influenciar as condições no mercado monetário e orientar as taxas de juro de curto prazo.

...o banco central pode influenciar a evolução económica

A curto prazo, uma alteração nas taxas de juro do mercado monetário induzida pelo banco central desencadeia diversos mecanismos e acções por parte dos agentes económicos, influenciando, em última instância, a evolução de variáveis económicas, tais como o produto ou os preços. Este processo – também conhecido como o mecanismo de transmissão da política monetária – é complexo e, embora se compreenda as suas características gerais, não existe uma posição única e incontestada relativamente a todos os aspectos envolvidos.

Contudo, existe uma proposição globalmente aceite entre os economistas segundo a qual, a longo prazo, ou seja, depois de todos os ajustamentos na economia terem funcionado, uma alteração na quantidade de moeda na economia (tudo o resto constante) reflectir-se-á numa alteração no nível geral dos preços, não induzindo alterações permanentes em variáveis reais, tais como o produto real ou o desemprego. Uma alteração na quantidade de moeda em circulação representa, em última instância, uma alteração na unidade de conta (e, por conseguinte, no nível geral dos preços) que mantém as restantes variáveis inalteradas, da mesma forma que uma alteração na unidade-padrão utilizada para medir a distância (por exemplo, mudar de quilómetros para milhas) não alteraria a distância real entre dois locais.

Este princípio geral, referido como “a neutralidade de longo prazo” da moeda, está subjacente a todo o pensamento macroeconómico padrão e a todos os enquadramentos teóricos. O rendimento real ou o nível de emprego na economia são, a longo prazo, essencialmente determinados por factores reais (do lado da oferta).

A longo prazo, alterações na oferta de moeda afectarão o nível geral dos preços...

...mas não o nível de rendimento real ou de emprego

São estes a tecnologia, o crescimento da população, as preferências dos agentes económicos e todos os aspectos do enquadramento institucional da economia (nomeadamente direitos de propriedade, política fiscal, políticas sociais e outros regulamentos que determinem a flexibilidade dos mercados e incentivos à oferta de trabalho e capital e ao investimento em capital humano).

preços contribui para o aumento do bem-estar económico e do potencial de crescimento de uma economia.

Os benefícios da estabilidade de preços

O objectivo da estabilidade de preços refere-se ao nível geral dos preços na economia e implica evitar quer a deflação, quer a inflação prolongada. Existem várias formas através das quais a estabilidade de preços contribui para a concretização de níveis elevados de actividade económica e emprego.

A estabilidade de preços suporta padrões de vida mais elevados ao contribuir para...

A inflação é em última instância um fenómeno monetário

A longo prazo, o banco central não pode influenciar o crescimento económico alterando a oferta de moeda. É por esta razão que se afirma que a inflação é em última instância um fenómeno monetário. De facto, períodos prolongados de inflação elevada estão tipicamente associados a um elevado crescimento monetário. Embora outros factores (tais como variações na procura agregada, mudanças tecnológicas ou choques nos preços das matérias-primas) possam influenciar a evolução dos preços ao longo de horizontes mais curtos, com o tempo os seus efeitos podem ser compensados por um certo grau de ajustamento do *stock* de moeda. Neste sentido, as tendências de mais longo prazo dos preços ou da inflação podem ser controladas pelos bancos centrais.

Primeiro, a estabilidade de preços facilita às pessoas o reconhecimento de variações nos preços relativos, visto que estas não são ocultadas por flutuações no nível global dos preços. Consequentemente, as empresas e os consumidores não interpretam erradamente variações no nível geral dos preços como sendo variações nos preços relativos, e podem tomar decisões de consumo e investimento de forma mais informada. Tal permite então ao mercado uma afectação de recursos mais eficiente. Ao ajudar o mercado a utilizar os recursos da forma mais produtiva, a estabilidade de preços aumenta o bem-estar das famílias e, por conseguinte, o potencial produtivo da economia.

...aumentar a transparência dos preços relativos,...

A estabilidade de preços reforça o potencial de crescimento económico

A associação próxima entre o crescimento da moeda e da inflação na economia e a neutralidade de longo prazo da política monetária foram confirmadas por um número bastante elevado de estudos económicos, que abrangeram diversos períodos e países. Paralelamente, estudos empíricos e teóricos confirmaram que os custos da inflação (e da deflação) são substanciais, sendo hoje amplamente reconhecido que a estabilidade de

Segundo, se se puder assegurar aos credores que os preços se manterão estáveis no futuro, estes não exigirão um “prémio de risco de inflação” que os compense pelos riscos associados à detenção de activos nominais a mais longo prazo. Ao reduzir estes prémios de risco da taxa de juro real, a credibilidade da política monetária contribui para a eficiência da afectação de recursos pelos mercados de capitais, aumentando assim os incentivos ao

...reduzir os prémios de risco de inflação nas taxas de juro,...

investimento. Tal, por seu lado, fomenta o bem-estar económico.

...evitar actividades de cobertura de riscos desnecessárias,...

Terceiro, a manutenção credível da estabilidade de preços torna também pouco provável que famílias e empresas desviem os recursos de uma utilização produtiva para cobrir os riscos de inflação. Por exemplo, numa conjuntura de inflação elevada incentiva-se a acumulação de bens reais, uma vez que nestas circunstâncias estes mantêm melhor o seu valor do que a moeda ou certos activos financeiros. Contudo, a acumulação de bens não constitui uma decisão de investimento eficiente, impedindo, por conseguinte, o crescimento económico.

...reduzir distorções nos sistemas fiscais e de segurança social,...

Quarto, os sistemas fiscais e de segurança social podem criar incentivos perversos que distorcem o comportamento económico. Na maioria dos casos, estas distorções são exacerbadas pela inflação ou pela deflação, uma vez que os sistemas fiscais normalmente não permitem a indexação de taxas de imposto e contribuições para a segurança social à taxa de inflação. A estabilidade de preços elimina os custos reais que advêm quando a inflação agrava o impacto distorcionário dos sistemas fiscais e de segurança social.

...aumentar os benefícios da detenção de numerário...

Quinto, a inflação actua como um imposto sobre as detenções de numerário, o que reduz a procura de numerário por parte das famílias e, conseqüentemente, gera custos de transacção mais elevados (por exemplo, *shoe-leather costs*).

...e impedir a redistribuição arbitrária de riqueza e rendimento

Sexto, a manutenção da estabilidade de preços evita a redistribuição considerável e arbitrária de riqueza e de rendimento que surge tanto em

conjunturas inflacionistas como deflacionistas, em que as tendências dos preços variam de formas imprevisíveis (por exemplo, efeitos de redistribuição dos credores para os devedores). Tipicamente, os grupos mais fracos da sociedade são frequentemente os que mais sofrem com a inflação, dado que as suas possibilidades de cobertura contra a inflação são limitadas. Uma conjuntura de preços estáveis contribui, assim, para a manutenção da coesão e estabilidade sociais. Tal como vários exemplos no século vinte demonstraram, taxas de inflação ou de deflação elevadas criam frequentemente instabilidade social e política.

Todos estes argumentos sugerem que um banco central que mantém a estabilidade de preços dá um contributo substancial para a concretização de objectivos económicos mais amplos, tais como melhores padrões de vida, níveis elevados de actividade económica e melhores perspectivas de emprego. Esta conclusão é corroborada pela evidência económica, que – para uma grande variedade de países, metodologias e períodos – demonstra que economias com uma inflação mais baixa parecem, em média, crescer mais rapidamente em termos reais a longo prazo.

Atribuições do Tratado

Os princípios básicos e amplamente partilhados anteriormente descritos reflectem-se na forma como o Tratado atribuiu objectivos e responsabilidades às diferentes autoridades decisoras de política. O objectivo primordial do Eurosistema e da política monetária única pela qual este é responsável é especificado pelo

Mantendo a estabilidade de preços, o banco central contribui para objectivos económicos mais amplos

As atribuições do Tratado reflectem estes princípios gerais...

Tratado como a manutenção da estabilidade de preços. Além disso, e “sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços”, o Eurosistema também “apoiará as políticas económicas gerais na Comunidade tendo em vista contribuir para a realização dos objectivos da Comunidade”, que incluem um “elevado nível de emprego” e um “crescimento sustentável e não inflacionista” (ver Capítulo 1).

...ao estabelecer a estabilidade de preços como o objectivo primordial da política monetária

O Tratado atribui uma importância primordial ao objectivo do Eurosistema de manutenção da estabilidade de preços por boas razões económicas. Como em última instância a política monetária pode apenas influenciar o nível de preços na economia, a estabilidade de preços é o seu único objectivo natural. Atribuir à política monetária um objectivo para o rendimento real ou para o emprego teria sido problemático uma vez que, para além do impacto positivo da estabilidade de preços, a política monetária não tem possibilidade de exercer qualquer influência duradoura sobre variáveis reais. É da incumbência de outros agentes económicos, nomeadamente os responsáveis pelas políticas orçamentais e estruturais, reforçar o potencial de crescimento da economia. A clara hierarquia de objectivos que o Tratado estabelece para o Eurosistema reflecte décadas de experiência prática e um grande número de estudos económicos, que sugerem que a política monetária dará o maior contributo para a melhoria das perspectivas económicas e dos padrões de vida dos cidadãos através da manutenção da estabilidade de preços de forma duradoura.

Simultaneamente, as atribuições do Tratado implicam que, na implementação efectiva das decisões de política monetária que visam a manutenção da estabilidade de preços, e sem prejuízo da concretização deste objectivo, o Eurosistema deve ter também em conta os objectivos económicos mais amplos da Comunidade. Em particular, dado que a política monetária pode afectar a actividade real no mais curto prazo, o BCE deveria tipicamente evitar gerar flutuações excessivas no produto e no emprego, caso tal esteja de acordo com a prossecução do seu objectivo primordial.

Contudo, na prossecução do seu objectivo primordial, o Eurosistema deve ter em conta os objectivos económicos mais amplos da Comunidade

3.2 O MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Como o Conselho do BCE é responsável pela tomada de decisões de política monetária com vista à manutenção da estabilidade de preços, é crucial que o BCE desenvolva uma posição sobre a forma como a política monetária afecta a evolução do nível dos preços. O processo através do qual as decisões de política monetária afectam a economia em geral e o nível de preços em particular é designado por mecanismo de transmissão da política monetária. As ligações individuais através das quais os impulsos de política monetária (tipicamente) se processam são designadas por canais de transmissão.

Mecanismo de transmissão e canais de transmissão

Canais de transmissão monetária

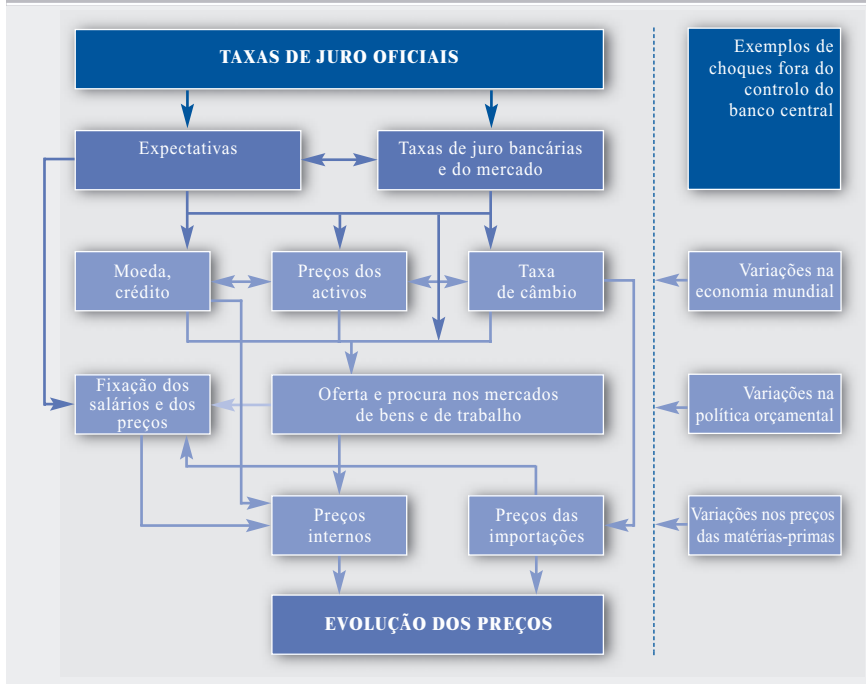
Os principais canais de transmissão da política monetária encontram-se esquematizados de forma simplificada na parte esquerda do Gráfico 3.1.

O processo de transmissão...

A (longa) cadeia de causa e efeito que liga as decisões de política monetária ao nível dos preços começa com uma alteração nas taxas de juro oficiais

...começa com uma alteração nas taxas de juro oficiais...

Gráfico 3.1 Uma ilustração estilizada do mecanismo de transmissão das taxas de juro aos preços



fixadas pelo banco central sobre as suas próprias operações. Nestas operações, o banco central cede tipicamente fundos aos bancos (ver o Capítulo 4 para uma descrição pormenorizada dos instrumentos de política monetária do Eurosistema). O sistema bancário procura moeda emitida pelo banco central (“base monetária”) para fazer face à procura por parte do público de moeda, compensar saldos interbancários e cumprir os requisitos de reservas mínimas que têm de ser depositadas no banco central. Dado o seu monopólio sobre a criação da base monetária, o banco central pode determinar na íntegra as taxas de juro sobre as suas operações. Como desta forma o banco central afecta o custo de financiamento de liquidez para os bancos, estes têm de transferir estes custos quando concedem empréstimos aos seus clientes.

Através deste processo, o banco central pode exercer uma influência dominante nas condições do mercado monetário e, por conseguinte, orientar as taxas de juro deste mercado. Por seu lado, alterações nas taxas do mercado monetário afectam outras taxas de juro, ainda que a diferentes níveis. Por exemplo, alterações nas taxas do mercado monetário têm impacto sobre as taxas de juro fixadas pelos bancos sobre empréstimos e depósitos de curto prazo. Além disso, expectativas de alterações futuras nas taxas de juro oficiais afectam as taxas de juro de mais longo prazo do mercado, dado que estas reflectem expectativas da evolução futura das taxas de juro de curto prazo. Contudo, o impacto de alterações nas taxas do mercado monetário sobre as taxas de juro a prazos muito longos (por exemplo, taxas de rendibilidade das obrigações

...que afecta as taxas de juro do mercado...

de dívida pública a dez anos, taxas activas de longo prazo dos bancos) é menos directo. Estas taxas dependem, em larga medida, das expectativas do mercado para o crescimento a longo prazo e das tendências de inflação na economia. Por outras palavras, alterações nas taxas oficiais do banco central normalmente não afectam estas taxas de mais longo prazo, a não ser que conduzissem a uma alteração nas expectativas do mercado relativamente a tendências económicas de longo prazo.

...e os preços dos activos...

Devido ao impacto que tem sobre as condições de financiamento na economia – mas também devido ao seu impacto sobre as expectativas –, a política monetária pode afectar outras variáveis financeiras, como os preços dos activos (por exemplo, os preços nos mercados bolsistas) e as taxas de câmbio.

...que afecta o crédito, as decisões de poupança e investimento,...

Alterações nas taxas de juro e nos preços dos activos financeiros afectam, por seu lado, as decisões de poupança, despesa e investimento das famílias e das empresas. Por exemplo, tudo o resto constante, taxas de juro mais elevadas tendem a tornar menos atractivo para as famílias ou empresas contrair empréstimos a fim de financiar o consumo ou investimento. Taxas de juro mais elevadas também tornam mais atractivo para as famílias poupar os seus rendimentos correntes em vez de os gastar, dado que o rendimento das suas poupanças é aumentado. Além disso, alterações nas taxas de juro oficiais podem também afectar a oferta de crédito. Por exemplo, após um aumento das taxas de juro, o risco de alguns mutuários não conseguirem assegurar o pagamento dos seus empréstimos pode aumentar para um nível que leve os bancos a não conceder

um empréstimo a estes mutuários. Consequentemente, estes mutuários, sejam eles famílias ou empresas, vêem-se forçados a adiar os seus planos de consumo ou investimento.

Por último, oscilações nos preços dos activos podem afectar o consumo e o investimento através de efeitos sobre os rendimentos e a riqueza. Por exemplo, quando os preços das acções sobem, as famílias que detêm este tipo de títulos enriquecem, podendo optar por aumentar o seu consumo. Pelo contrário, quando se registam quedas nos preços das acções, as famílias podem mesmo reduzir o consumo. Uma outra forma através da qual os preços dos activos podem ter impacto sobre a procura agregada é através do valor da garantia que permite aos mutuários obter mais empréstimos e/ou reduzir os prémios de risco exigidos pelos mutuantes/bancos. As decisões de crédito são frequentemente influenciadas, em larga medida, pelo montante de garantias. Se se registar uma queda do valor das garantias, os empréstimos tornar-se-ão mais dispendiosos, podendo ser inclusivamente difícil obtê-los, com a consequente quebra na despesa.

Em consequência de alterações no consumo e no investimento, o nível da procura interna de bens e serviços relativamente à oferta interna irá sofrer alterações. Quando a procura excede a oferta, tudo o resto constante, é possível que surjam pressões ascendentes sobre os preços. Além disso, alterações na procura agregada podem traduzir-se em condições mais restritivas ou mais brandas nos mercados de trabalho e dos produtos intermédios, que podem, por seu lado, afectar a fixação de preços e salários no respectivo mercado.

...conduzindo a uma alteração na procura agregada e nos preços

Efeitos de variações cambiais sobre os preços

As variações na taxa de câmbio normalmente afectam a inflação de três maneiras. Primeiro, os movimentos cambiais podem afectar directamente o preço interno dos bens importados. Se há uma apreciação da taxa de câmbio, o preço dos bens importados tende a cair, contribuindo assim para reduzir directamente a inflação, na medida em que estes produtos são directamente utilizados no consumo. Segundo, se estas importações são utilizadas como factores do processo de produção, os preços mais baixos dos factores de produção poderiam, com o tempo, transmitir-se a preços mais baixos para os bens finais. Terceiro, a evolução da taxa de câmbio pode também ter efeito através do seu impacto na competitividade dos bens produzidos internamente nos mercados internacionais. Se uma apreciação da taxa de câmbio torna os bens produzidos internamente menos competitivos em termos do seu preço nos mercados internacionais, isso tende a condicionar a procura externa, reduzindo assim a pressão da procura global na economia. Tudo o resto constante, uma apreciação da taxa de câmbio tenderia assim a reduzir as pressões inflacionistas. A robustez dos efeitos cambiais depende do grau de abertura da economia ao comércio internacional. Os efeitos cambiais são, em geral, menos importantes para uma área monetária ampla e relativamente fechada como a área do euro do que para uma pequena economia aberta. É claro que os preços dos activos financeiros dependem de muitos outros factores para além da política monetária, e as alterações na taxa de câmbio são também frequentemente dominadas por estes factores.

Outros canais através dos quais a política monetária pode influenciar a evolução dos preços funcionam sobretudo influenciando as expectativas de mais longo prazo do sector privado. Se um banco central goza de um elevado grau de credibilidade na prossecução do seu objectivo, a política monetária pode exercer uma influência directa determinante sobre a evolução dos preços, ao orientar as expectativas dos agentes económicos quanto à inflação no futuro, influenciando deste modo o seu comportamento de fixação de salários e preços. A credibilidade de um banco central na manutenção da estabilidade de preços de forma duradoura é crucial neste contexto. As expectativas de inflação só se manterão firmemente ancoradas à estabilidade de preços se os agentes económicos acreditarem na capacidade do banco central de manter a estabilidade de preços e no seu empenho nesta missão. Tal, por seu lado, influenciará a fixação de salários e de preços na economia, dado que, numa conjuntura de estabilidade de preços, os responsáveis por esta fixação não terão de ajustar os seus preços no sentido ascendente por receio de uma inflação mais elevada no futuro. Neste sentido, a credibilidade facilita a missão da política monetária.

O processo dinâmico descrito acima envolve diversos mecanismos e actuações dos agentes económicos diferentes em várias etapas do processo. Em resultado, as medidas de política monetária levam normalmente bastante tempo a afectar a evolução dos preços. Além disso, a dimensão e robustez dos diferentes efeitos podem variar de acordo com o estado da economia, o que torna difícil estimar o impacto exacto. Tudo considerado, os

Ancorar as expectativas de inflação

A transmissão é caracterizada por desfasamentos temporais longos, variáveis e incertos...

Caixa 3.1 Resultados empíricos sobre a transmissão da política monetária na área do euro

A compreensão do mecanismo de transmissão é crucial para a política monetária. Por conseguinte, não é de surpreender que diversos estudos – produzidos quer por académicos, quer por especialistas do Eurosistema – tenham tentado clarificar com mais pormenor as complexas interações que lhe estão subjacentes. Embora ainda sujeitos a uma incerteza considerável (nomeadamente relacionada com a utilização sobretudo de dados anteriores a 1999), os principais resultados dos estudos sobre este assunto parecem confirmar que diversos factos amplamente aceites e solidamente estabelecidos também são válidos para a área do euro.

Estimativas empíricas dos efeitos de alterações na taxa de juro de curto prazo sobre a actividade real e os preços

Foram utilizados diversos modelos econométricos da área do euro para estimar os efeitos de alterações da taxa de juro de curto prazo sobre o produto e os preços. A título ilustrativo, o Quadro 3.1 mostra os resultados dos efeitos de alterações nas taxas de juro de curto prazo com base em três modelos diferentes da área do euro, os quais reflectem diferentes estruturas económicas e/ou metodologias econométricas. O quadro mostra as reacções dos níveis do PIB e dos preços a um aumento transitório de 1 ponto percentual na taxa de juro de política controlada pelo banco central, que é depois mantida no nível mais elevado por dois anos.

As principais características das reacções do PIB e dos preços são consistentes em termos qualitativos nos três modelos. Uma subida das taxas de juro de curto prazo resulta numa diminuição temporária do produto, que atinge um valor máximo cerca de dois anos após o impulso inicial de política monetária e retorna depois ao nível de referência. Ao mesmo tempo, os preços vão-se ajustando gradualmente a um nível permanentemente mais baixo.

Observam-se padrões globalmente semelhantes numa classe mais ampla de modelos empíricos do que os apresentados no Quadro 3.1 e estes são consistentes com os resultados para outros países e com os modelos teóricos mais consensuais do mecanismo

Quadro 3.1 Estimativas das reacções do PIB real e dos preços no consumidor a um aumento de 1 ponto percentual na taxa de juro controlada pela política na área do euro

	PIB real				Preços no consumidor			
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4
Modelo 1	-0.34	-0.71	-0.71	-0.63	-0.15	-0.30	-0.38	-0.49
Modelo 2	-0.22	-0.38	-0.29	-0.14	-0.09	-0.21	-0.31	-0.40
Modelo 3	-0.34	-0.47	-0.37	-0.28	-0.06	-0.10	-0.19	-0.31

Fonte: “Conclusões recentes sobre a transmissão da política monetária na área do euro”, Boletim Mensal do BCE, Outubro de 2002.

Notas: Os números são expressos em variação percentual em comparação com os níveis iniciais do PIB e do índice de preços. O modelo 1 é o modelo a nível da área do euro do BCE (AWM). O modelo 2 refere-se a um agregado dos modelos macroeconómicos dos bancos centrais nacionais da área do euro. O modelo 3 é o modelo multi-país do *National Institute of Economic and Social Research* (Instituto Nacional de Estudos Económicos e Sociais) do Reino Unido. As simulações apresentadas partem do pressuposto que o aumento da taxa de juro desencadeia um aumento da taxa de juro de longo prazo e uma apreciação da taxa de câmbio.

de transmissão. Em suma, mostram que a política monetária é neutra no longo prazo. O seu efeito sobre o produto é temporário, sendo permanente sobre os preços.

No entanto, a magnitude e o momento de ocorrência destas reacções são bastante diferentes dependendo dos modelos, reflectindo a incerteza quanto às características exactas do mecanismo de transmissão. Por exemplo, os valores máximos das reacções do produto nos três modelos apresentados no Quadro 3.1 oscilam entre -0.38% e -0.71 % e, dois anos após o choque inicial nas taxas de juro, a reacção dos preços situa-se num intervalo entre -0.10% e -0.30%. Em conjunto, estas estimativas confirmam a existência de desfasamentos longos e incertos no mecanismo através do qual a política monetária afecta o nível dos preços.

Dados sobre os canais de transmissão da política monetária na área do euro

No que respeita às reacções de cada componente do PIB a alterações das taxas de juro, alguns estudos sublinham a importância do impacto da política monetária sobre o investimento, em comparação com o seu impacto sobre o consumo e outras componentes da procura agregada. O investimento empresarial é influenciado sobretudo por alterações no custo de utilização do capital (variável estreitamente ligada às taxas de juro). É também sensível, embora de forma mais limitada, à liquidez ou a restrições de fluxos de caixa (isto é, a capacidade de as empresas emitirem dívida nos mercados financeiros ou de contraírem empréstimos nos bancos).

Os estudos empíricos disponíveis sugerem ainda que os efeitos cambiais podem ser muito importantes na área do euro. Por conseguinte, a reacção dos preços no consumidor a uma alteração das taxas de juro oficiais do banco central também dependerá dos efeitos desta alteração sobre a taxa de câmbio. Por exemplo, quanto maior for a apreciação do euro desencadeada por uma alteração das taxas de juro, maior e mais rápida será a descida da inflação. Contudo, o banco central não pode ter como garantidas nem a dimensão nem a direcção da reacção da taxa de câmbio à taxa de juro, uma vez que esta reacção depende de outros factores, tais como a evolução da política monetária no exterior, que não são controlados pelo banco central.

bancos centrais vêem-se tipicamente confrontados com desfasamentos longos, variáveis e incertos na condução da política monetária.

desenvolvimentos na economia mundial ou nas políticas orçamentais podem influenciar a procura agregada e, por conseguinte, a evolução dos preços. Mais, os preços dos activos financeiros e as taxas de câmbio dependem de muitos outros factores para além da política monetária. Esta política deve assim não só acompanhar a transmissão de alterações da política monetária, mas também ter em conta todos os outros desenvolvimentos relevantes para a inflação futura, de modo a evitar que estes tenham qualquer impacto sobre as tendências e expectativas de inflação a mais longo

...e é influenciada por choques exógenos

A identificação do mecanismo de transmissão da política monetária é complicada pelo facto de, na prática, a evolução económica ser continuamente influenciada por choques das mais variadas proveniências. Por exemplo, variações nos preços do petróleo ou de outras matérias-primas, ou nos preços administrados, poderão ter um impacto directo de curto prazo sobre a inflação. De igual forma, os

prazo que seja incompatível com a estabilidade de preços. A trajetória que a política monetária terá de seguir depende sempre da natureza, dimensão e duração dos choques que afectam a economia, sendo um desafio permanente para o banco central compreender quais os factores que conduzem as tendências dos preços, de modo a encontrar a reacção adequada da política monetária.

Complexidade do processo de transmissão

Os bancos centrais são, assim, tipicamente confrontados com uma teia complexa de interacções económicas. Dada esta complexidade, estes bancos têm também frequentemente em consideração algumas regras práticas simples para orientar ou comparar a sua actuação. Uma destas regras baseia-se no facto de a inflação ser sempre um fenómeno monetário a médio e longo prazo. Esta regra recomenda que os bancos centrais estejam, no geral, conscientes da evolução monetária para que possam avaliar as tendências de inflação.

Conhecimento empírico do processo de transmissão

Embora a utilização de métodos empíricos para a quantificação do mecanismo de transmissão e respectivos canais tenha mostrado ser um grande contributo nas últimas décadas, os resultados clarificaram apenas em parte o complexo processo envolvido. Além disso, o BCE está sujeito a um nível de incerteza que pode até ser relativamente mais elevado do que o que enfrentam muitos outros bancos centrais, dado que o BCE assumiu a responsabilidade por uma área monetária totalmente nova. Além disso, as alterações institucionais e comportamentais na sequência da introdução da moeda única no início de 1999 poderão ter alterado as relações entre diferentes variáveis

económicas. No entanto, foram disponibilizados mais resultados de estudos e informações ao longo do tempo, tendo-se desenvolvido um conhecimento mais pormenorizado da transmissão monetária na área do euro (ver a Caixa 3.1 para uma síntese dos recentes resultados empíricos sobre a transmissão da política monetária na área do euro). Não obstante, é evidente que são necessários mais progressos e um acompanhamento contínuo.

3.3 A ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE: PRINCÍPIOS GERAIS

Tendo em consideração o conhecimento acerca do processo de transmissão, o desafio que o BCE enfrenta pode ser apresentado da seguinte forma: o Conselho do BCE tem de influenciar as condições no mercado monetário e, por conseguinte, o nível das taxas de juro de curto prazo, de forma a assegurar que a estabilidade de preços seja mantida a médio prazo. Ao fazê-lo, o banco central vê-se continuamente confrontado com um elevado nível de incerteza no que respeita tanto à natureza dos choques económicos que afectam a economia, como à existência e robustez das relações que ligam as variáveis macroeconómicas. Neste contexto, é possível identificar algumas características-chave de uma política monetária bem sucedida.

Em primeiro lugar, como sublinhado na Secção 3.2, a política monetária será consideravelmente mais eficaz se ancorar firmemente as expectativas de inflação. Neste sentido, o banco central deverá especificar o seu objectivo, elaborar e cingir-se a um método consistente e sistemático de condução da política monetária,

A missão da política monetária

A política monetária deverá ancorar firmemente as expectativas de inflação...

comunicando de forma clara e aberta. Estes são elementos fundamentais para se adquirir um elevado nível de credibilidade, condição prévia necessária para influenciar as expectativas dos agentes económicos.

...terá de ser prospectiva...

Em segundo lugar, devido aos desfasamentos no processo de transmissão, variações de hoje na política monetária só afectarão o nível dos preços depois de decorridos alguns trimestres ou anos. Isto significa que os bancos centrais precisam de apurar qual a orientação de política necessária no presente para manter a estabilidade de preços no futuro, após o desaparecimento dos desfasamentos na transmissão. Neste sentido, a política monetária terá de ser prospectiva.

...incidir sobre o médio prazo...

Dado que os desfasamentos na transmissão tornam impossível que no curto prazo a política monetária compense choques não antecipados no nível dos preços (por exemplo, os causados por variações nos preços internacionais das matérias-primas), é inevitável que se verifique alguma volatilidade de curto prazo nas taxas de inflação. Além disso, devido à complexidade do processo de transmissão, existe sempre um elemento de incerteza significativo em torno dos efeitos da política monetária. Por estas razões, a política monetária deverá ter uma orientação de médio prazo, por forma a evitar um activismo excessivo e a introdução de volatilidade desnecessária na economia real.

...e ser global

Por último, como qualquer outro banco central, o BCE enfrenta uma incerteza considerável nomeadamente quanto à fiabilidade dos indicadores económicos, à estrutura da economia

da área do euro e ao mecanismo de transmissão da política monetária. Uma política monetária bem sucedida deve, por conseguinte, ser global, tendo em consideração toda a informação relevante de modo a compreender os factores que motivam a evolução económica, não podendo assentar num modelo único da economia.

O BCE adoptou e anunciou uma estratégia de política monetária para assegurar uma abordagem consistente e sistemática das decisões de política monetária. Esta estratégia de política monetária incorpora os princípios gerais atrás referidos, de modo a fazer face aos desafios que o banco central tem de enfrentar, e tem como objectivo fornecer um enquadramento abrangente no qual se podem tomar decisões quanto ao nível adequado das taxas de juro de curto prazo.

O primeiro elemento da estratégia de política monetária do BCE é uma definição quantitativa de estabilidade de preços. Além disso, a estratégia fornece um enquadramento que garante que o Conselho do BCE avalia toda a informação e análises relevantes necessárias para a tomada de decisões de política monetária de forma prospectiva, assegurando desse modo a manutenção da estabilidade de preços. Neste sentido, a estratégia fornece também um enquadramento para explicar as decisões de política monetária ao público de forma clara e transparente. As restantes secções deste capítulo descrevem estes elementos em pormenor.

O papel da estratégia: um enquadramento abrangente para as decisões de política monetária

Os principais elementos da estratégia de política monetária do BCE

3.4. A DEFINIÇÃO QUANTITATIVA DE ESTABILIDADE DE PREÇOS DO BCE

O BCE definiu estabilidade de preços em termos quantitativos

Embora o Tratado estabeleça claramente a manutenção da estabilidade de preços como o objectivo primordial do Eurosistema, não dá uma definição concreta do significado de estabilidade de preços. Para especificar este objectivo de forma mais precisa, o Conselho do BCE anunciou a seguinte definição quantitativa em 1998: “A estabilidade de preços será definida como um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2%. A estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo”. Após uma avaliação rigorosa da sua estratégia de política monetária em 2003, o Conselho do BCE esclareceu ainda que, de acordo com a definição, pretende manter as taxas de inflação num nível inferior a, mas próximo de, 2% a médio prazo.

A definição fixa as expectativas de inflação e contribui para a transparência e responsabilização do BCE

O Conselho do BCE decidiu anunciar publicamente uma definição quantitativa de estabilidade de preços por diversas razões. Primeiro, ao clarificar a forma como o Conselho do BCE interpreta o objectivo que lhe foi atribuído pelo Tratado, a definição ajuda a compreender mais facilmente o enquadramento de política monetária (ou seja, torna a política monetária mais transparente). Em segundo lugar, a definição de estabilidade de preços fornece um ponto de referência claro e mensurável em relação ao qual o público pode responsabilizar o BCE. Podem ser identificados desvios da evolução dos preços face à definição de estabilidade de preços, sendo que o BCE terá de explicar estes desvios e esclarecer de que forma pretende restabelecer a estabilidade de preços

num período de tempo aceitável. Por último, a definição dá uma orientação ao público no sentido de este formar expectativas da evolução futura dos preços. Todas estas características positivas da definição foram inclusivamente mais reforçadas pela clarificação do Conselho do BCE de que pretende atingir, nos termos da definição, taxas de inflação num nível próximo de 2%.

A definição de estabilidade de preços torna claro que o Eurosistema tem um mandato a nível de toda a área do euro. Neste sentido, a estabilidade de preços é avaliada com base na evolução dos preços na área do euro no seu conjunto, o que indica que as decisões respeitantes à política monetária única visam alcançar a estabilidade de preços no conjunto da área do euro. Esta incidência sobre o conjunto da área do euro é a consequência natural do facto de, numa união monetária, a política monetária poder apenas orientar o nível médio das taxas de juro do mercado monetário na área, ou seja, tem de utilizar um instrumento que seja uniforme em toda a área.

Incidência sobre o conjunto da área do euro

A definição também identifica um índice de preços específico – nomeadamente o IHPC para a área do euro – que deverá ser o utilizado para avaliar se a estabilidade de preços foi atingida. Este índice foi harmonizado nos vários países da área do euro. O IHPC é o índice que melhor aproxima as alterações, ao longo do tempo, no preço de um cabaz representativo de despesas de consumo (ver Caixa 3.2). A utilização de um índice harmonizado deixa claro o empenhamento do BCE em proporcionar uma protecção total e eficaz contra a perda de poder de compra da moeda.

O IHPC

Caixa 3.2 Construção e características do IHPC

O Conselho do BCE definiu estabilidade de preços em termos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro. O trabalho conceptual relacionado com a compilação deste índice de preços é levado a cabo pela Comissão Europeia (Eurostat), em estreita colaboração com os institutos nacionais de estatística. Na sua qualidade de principais utilizadores, o BCE, e anteriormente o Instituto Monetário Europeu (IME), envolveram-se de perto neste trabalho.

Os dados do IHPC divulgados pelo Eurostat estão disponíveis a partir de Janeiro de 1995. Estimativas de dados retrospectivos, não totalmente comparáveis com os dados do IHPC a partir de 1995, encontram-se disponíveis para o IHPC global e as suas componentes principais a partir de 1990. Com base nos pesos das despesas de consumo aplicáveis para 2003, os bens representam 59.1% e os serviços 40.9% do IHPC (ver Quadro 3.2). A principal ideia subjacente a uma desagregação do IHPC global em componentes individuais é a da identificação dos diferentes factores económicos com impacto sobre a evolução dos preços no consumidor. Por exemplo, a evolução da componente preços dos produtos energéticos relaciona-se de perto com as oscilações dos preços do petróleo. Os preços dos produtos alimentares dividem-se em produtos alimentares transformados e não transformados, dado que os preços dos últimos são influenciados por factores como as condições meteorológicas e padrões sazonais, enquanto estes factores têm um menor impacto nos preços dos produtos alimentares transformados. Os preços dos serviços estão subdivididos em cinco componentes que, devido a diferentes condições de mercado, apresentam tipicamente diferenças nos respectivos desenvolvimentos.

As medidas de harmonização introduzidas para o IHPC nos vários países têm por base diversos Regulamentos e Orientações da Comunidade acordados com os Estados-Membros. Estes dizem respeito, nomeadamente, à cobertura das despesas de consumo, padrões iniciais para os procedimentos de ajustamento de qualidade, o tratamento de novos bens e serviços e a revisão dos pesos. “Iniciais” refere-se ao facto de se prever

Quadro 3.2 Pesos das principais componentes do IHPC da área do euro aplicáveis a 2003

Índice global	100.0
Preços dos bens	59.1
Produtos alimentares não transformados	7.6
Produtos alimentares transformados	11.7
Produtos industriais não energéticos	31.6
Produtos energéticos	8.2
Serviços	40.9
Serviços de habitação	10.4
Transportes	6.3
Comunicações	2.9
Serviços recreativos e pessoais	14.9
Diversos	6.4

Fonte: Eurostat.

uma maior harmonização em diversas áreas. Além disso, chegou-se a acordo quanto a uma classificação pormenorizada e harmonizada para os subíndices, o que permite uma comparação consistente da evolução dos preços em subgrupos detalhados de despesas de consumo nos vários países. Em resultado da sua harmonização e de melhorias estatísticas com vista a aumentar o seu rigor, fiabilidade e actualidade, o IHPC tornou-se um índice de preços de elevada qualidade, conforme aos padrões internacionais, constituindo um indicador globalmente comparável nos vários países. Estão ainda em curso melhorias no que respeita aos padrões para o ajustamento de qualidade e amostragem, bem como o tratamento de custos da habitação ocupada pelo proprietário.

**Razões para
pretender
atingir taxas
de inflação
inferiores
mas próximo
de 2%:...**

Ao referir-se a “um aumento do IHPC inferior a 2%”, a definição deixa claro que não só a inflação acima de 2%, como também a deflação (isto é, descidas no nível de preços), são incompatíveis com a estabilidade de preços. Neste sentido, a indicação explícita pelo BCE de pretender manter a taxa de inflação num nível inferior a, mas próximo de, 2% – isto é, próximo do limite superior da definição – sinaliza o seu empenho em proporcionar uma margem adequada para evitar riscos de deflação.

**...custos de
deflação,...**

Embora a deflação implique custos semelhantes aos da inflação para a economia (ver Secção 3.1), evitar a deflação é também importante dado que, quando esta ocorre, pode enraizar-se pelo facto de as taxas de juro nominais não poderem cair para um valor inferior a zero. Num ambiente deflacionista, a política monetária pode, assim, não conseguir estimular suficientemente a procura agregada utilizando o seu instrumento taxa de juro. Qualquer tentativa de reduzir a taxa de juro nominal para um valor inferior a zero fracassaria, já que o público preferiria a detenção de numerário em vez de conceder empréstimos ou deter depósitos a uma taxa negativa. Embora sejam possíveis várias medidas de política monetária, mesmo com taxas de juro nominais zero, a eficácia dessas políticas

alternativas é incerta, o que torna mais difícil para a política monetária combater a deflação do que a inflação.

Ao definir o limite superior para a inflação claramente acima de zero e tendo como objectivo a inflação num nível inferior a, mas próximo de, 2%, o BCE tem também em linha de conta a possibilidade de a inflação medida pelo IHPC sobrestimar ligeiramente a verdadeira inflação, em virtude de um reduzido, mas positivo, enviesamento na medição de variações no nível de preços utilizando o IHPC. Por várias razões, é possível que os índices de preços no consumidor estejam sujeitos a erros de medição. Tais erros poderão surgir se os preços não forem adequadamente corrigidos de alterações na qualidade ou se algumas transações relevantes permanecerem, por sistema, fora da amostra utilizada para construir o índice.

No passado, alguns estudos económicos identificaram um enviesamento reduzido, mas positivo, na medição de índices de preços no consumidor nacionais, o que sugeriu que (em resultado de, por exemplo, melhorias na qualidade dos bens) uma taxa de inflação medida de zero poderia, de facto, implicar uma ligeira descida do nível de preços efectivo. No que respeita à área do euro, a evidência de um enviesamento de

**...considerando
um potencial
enviesamento
de medida...**

medida no IHPC continua a ser escassa, em reflexo da sua curta história. Contudo, alguns estudos indicam que a dimensão do enviesamento será provavelmente limitada, ainda que o nível de incerteza em torno destas estimativas seja ainda bastante elevado. Além disso, tendo em conta as melhorias contínuas em curso das propriedades do IHPC por parte do Eurostat (organismo da Comissão Europeia responsável por esta área de estatísticas a nível da UE), é provável que qualquer enviesamento diminua ainda mais no futuro.

...e as implicações dos diferenciais de inflação na área do euro

O estabelecimento de um objectivo exacto para a política monetária numa união monetária também tem em consideração a existência de diferenciais de inflação nas várias regiões da união, para evitar que algumas regiões se vejam forçadas a funcionar, a nível estrutural, com taxas de inflação excessivamente baixas ou negativas. Em princípio, os diferenciais de inflação nas várias regiões são uma característica normal de qualquer união monetária. São parte integrante do mecanismo de ajustamento gerado por divergências na evolução económica nas várias economias das regiões. A política monetária pode apenas influenciar o nível de preços do conjunto da área do euro, não podendo afectar os diferenciais de inflação nas várias regiões ou cidades.

Os diferenciais de inflação podem dever-se a factores transitórios podendo, por isso, ser apenas temporários. Este tipo de diferenciais têm pouco interesse económico. Porém, se a convergência real entre as regiões de uma união monetária não for total, poderão surgir diferenciais

de inflação estruturais entre as várias regiões que compõem a união. Por exemplo, pode haver diferenças nos níveis iniciais de rendimentos e um processo de aproximação em curso dos padrões de vida numa área monetária. Se existem diferenças de inflação estruturais na área do euro, tal pode criar potencialmente problemas económicos em países ou regiões com inflação abaixo da média, especialmente se estes tiverem de funcionar, em termos estruturais, com taxas de inflação negativas. (Estes problemas podem surgir, por exemplo, se as economias forem afectadas por rigidez nominal no sentido descendente, isto é, pela dificuldade ou impossibilidade de aplicação de cortes nos salários e nos preços – que podem dificultar os ajustamentos necessários nos preços relativos e, assim, prejudicar uma afectação eficiente de recursos).

Dada a existência de tais diferenças inevitáveis, tem sido argumentado que a política monetária do BCE deveria visar a consecução de uma taxa de inflação a médio prazo para o conjunto da área suficientemente elevada para evitar que as regiões com taxas de inflação estruturalmente mais baixas tivessem de fazer face aos custos de uma possível rigidez nominal no sentido descendente ou registassem períodos de deflação prolongada. De acordo com todos os estudos disponíveis, uma taxa de inflação inferior a, mas próximo de, 2% para a área do euro também dá uma margem suficiente neste contexto.

Por último, um aspecto fundamental da política monetária do BCE é o facto de visar manter a estabilidade de preços “a médio prazo”. Como atrás

A orientação de médio prazo

Caixa 3.3 A orientação de médio prazo da política monetária do BCE

Uma economia está continuamente sujeita a choques em grande medida imprevisíveis que também afectam a evolução dos preços. Simultaneamente, a política monetária pode apenas afectar a evolução dos preços com desfasamentos temporais significativos, os quais são variáveis e, à semelhança da maioria das relações económicas, altamente incertos. Neste contexto, seria impossível para qualquer banco central manter a inflação sempre num ponto-alvo específico ou fazê-la regressar a um nível desejado num espaço de tempo muito curto. Consequentemente, a política monetária precisa de actuar de uma forma prospectiva e só pode manter a estabilidade de preços ao longo de períodos de tempo mais alargados. É este o raciocínio fulcral da orientação de médio prazo do BCE.

A noção de médio prazo conserva deliberadamente alguma flexibilidade no que respeita à exactidão do prazo. Tal reflecte o facto de não ser aconselhável especificar *ex ante* um horizonte exacto para a condução da política monetária, uma vez que o mecanismo de transmissão estende-se por um período de tempo variável e incerto. Além disso, a resposta óptima da política monetária com vista a assegurar a estabilidade de preços depende sempre da natureza e dimensão específicas dos choques que afectam a economia. Uma reacção rápida da política monetária é muitas vezes adequada para uma grande variedade de choques (por exemplo, choques de procura, que movem o produto e os preços no mesmo sentido) e irá não só manter a estabilidade de preços, como também contribuir para a estabilização da economia. No entanto, existem outros tipos de choque económico (por exemplo, de natureza agravante dos custos, como aumentos dos preços do petróleo), que movem o produto e os preços em sentido oposto. Uma resposta de política excessivamente agressiva com o objectivo de restabelecer a estabilidade de preços num espaço de tempo muito curto pode acarretar, nestas circunstâncias, custos significativos em termos de volatilidade do produto e do emprego, o que, num horizonte mais alargado, pode também afectar a evolução dos preços. Nestes casos, é geralmente aceite que uma resposta gradual da política monetária é adequada quer para evitar uma volatilidade elevada desnecessária na actividade real, quer para manter a estabilidade de preços durante um horizonte mais alargado. Assim, a orientação de médio prazo também proporciona ao BCE a flexibilidade que precisa para responder de modo apropriado aos diferentes choques económicos que possam ocorrer.

descrito, tal reflecte o consenso de que a política monetária não pode e, por conseguinte, não deve, procurar ajustar a evolução dos preços ou da inflação em horizontes curtos de algumas semanas ou meses. Alterações na política monetária apenas afectam os preços com um desfasamento temporal, sendo a magnitude do impacto final incerta (ver Secção 3.2). Tal implica que a política monetária não pode compensar todas as perturbações

não previstas no nível dos preços. É, portanto, inevitável alguma volatilidade de curto prazo na inflação. Como explicado na Caixa 3.3, a orientação de médio prazo permite igualmente que a política monetária tenha em consideração preocupações relacionadas com flutuações do produto, sem qualquer prejuízo para a consecução do seu objectivo primordial.

3.5 A ANÁLISE DOS RISCOS PARA A ESTABILIDADE DE PREÇOS NA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

De modo a melhor servir o seu objectivo de manutenção da estabilidade de preços, o BCE, como qualquer outro banco central, necessita de proceder a uma análise rigorosa da evolução económica.

Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE

A abordagem do BCE para a organização, avaliação e comparação da informação relevante na avaliação dos riscos para a estabilidade de preços baseia-se em duas perspectivas analíticas, referidas como os dois “pilares”. Esta abordagem foi confirmada e melhor clarificada pelo Conselho do BCE em Maio de 2003.

Na estratégia do BCE, as decisões de política monetária têm por base uma análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços. Esta análise é organizada com base em duas perspectivas complementares sobre a determinação da evolução dos preços. A primeira perspectiva visa avaliar os determinantes de curto e médio prazo da evolução dos preços, centrando-se na actividade real e nas condições

financeiras da economia. Tem em consideração o facto de a evolução de preços ao longo destes horizontes ser largamente influenciada pela interacção entre oferta e procura nos mercados de bens, serviços e factores. O BCE refere-se a esta perspectiva como “análise económica”. A segunda perspectiva, referida como “análise monetária”, centra-se num horizonte a mais longo prazo, explorando a ligação de longo prazo entre moeda e preços. A análise monetária serve sobretudo de meio de comparação, numa perspectiva de médio e longo prazo, das indicações de curto e médio prazo para a política monetária fornecidas pela análise económica.

A abordagem de dois pilares está concebida de forma a assegurar que não se perde informação relevante na avaliação dos riscos para a estabilidade de preços, e que se presta a atenção adequada a perspectivas diferentes e à comparação de informação, para que se obtenha uma avaliação global destes mesmos riscos. A abordagem representa e transmite ao público a noção de análise diversificada, e assegura uma tomada de decisão robusta com base em diferentes perspectivas analíticas (ver a Caixa 3.4 para uma discussão de estratégias alternativas).

O enquadramento de dois pilares é uma ferramenta para a organização da informação...

...com base em duas perspectivas analíticas...

...para assegurar que não se perde informação relevante

Caixa 3.4 Estratégias alternativas de política monetária

Várias outras estratégias de política monetária são ou têm sido prosseguidas por outros bancos centrais. Muitas foram consideradas pelo IME e pelo BCE antes da tomada de decisão para a adopção da estratégia de dois pilares orientada para a estabilidade.

Uma dessas estratégias consiste no estabelecimento de objectivos monetários. Na prática, isto significa que um banco central altera as taxas de juro oficiais numa tentativa de acelerar ou abrandar o crescimento monetário para uma taxa específica e pré-anunciada. Esta taxa objectivo é calculada de forma a ser compatível com a estabilidade de preços. Este tipo de estratégia assenta em duas premissas. Em primeiro lugar, deverá existir uma relação estável entre a moeda e o nível de preços (por exemplo, sob a forma de uma

equação de procura de moeda) a médio prazo. Caso tal se verifique, poder-se-á então calcular uma trajectória para o *stock* de moeda consistente com a estabilidade de preços. Em segundo lugar, o *stock* de moeda deverá ser controlável pela política monetária também ao longo de períodos de tempo relativamente curtos. Em conjunto, estas condições implicam que o banco central pode usar as alterações das taxas de juro oficiais para manter com êxito o *stock* de moeda na sua trajectória estabelecida, e assim – devido à estabilidade da relação da moeda face aos preços – manter indirectamente a estabilidade de preços.

Embora as experiências dos bancos centrais com esta abordagem tenham influenciado a concepção da estratégia do BCE, este decidiu não adoptar o estabelecimento de objectivos monetários. Esta decisão reconheceu a existência de informação em variáveis macroeconómicas que não a moeda importante para as decisões de política monetária com vista à estabilidade de preços. Além disso, surgiram algumas incertezas quanto às propriedades empíricas da moeda na área do euro, devido às alterações institucionais e comportamentais associadas à transição para a União Monetária, e – de um modo mais geral – à possibilidade de factores especiais distorcerem temporariamente a evolução monetária. Por conseguinte, não é aconselhável tomar exclusivamente por base a análise monetária.

Uma outra estratégia consiste no estabelecimento de objectivos directos para a inflação. Em vez de utilizar a moeda para orientar as decisões de política monetária, esta abordagem incide sobre a evolução da própria inflação relativamente a um objectivo de inflação publicado. Os bancos centrais que utilizam esta abordagem comunicam tipicamente as decisões de política monetária em termos de uma reacção mais ou menos mecânica a desvios numa previsão para uma determinada medida de inflação face a um objectivo de inflação específico num determinado horizonte. A previsão do banco central para a inflação é, assim, colocada no centro da análise e das discussões de política, quer no banco central, quer nas suas apresentações ao público.

Embora haja bastantes semelhanças entre a estratégia do BCE e estratégias de outros bancos centrais que utilizam o estabelecimento de objectivos para a inflação, o BCE decidiu não prosseguir uma estratégia de estabelecimento de objectivos directos para a inflação no sentido atrás discutido por diversas razões. Primeiro, centrar-se inteiramente num valor de previsão de inflação não fornece um enquadramento abrangente e fiável para a identificação da natureza das ameaças à estabilidade de preços. A reacção adequada de política monetária depende em geral da origem destes riscos para a estabilidade de preços. No mínimo, requer uma análise mais aprofundada da situação e desempenho económicos subjacentes do que a obtida numa única previsão de inflação. Segundo, vários aspectos da abordagem típica dos objectivos para a inflação – tais como o horizonte fixo (por exemplo, dois anos) da previsão em que se baseiam as decisões de política monetária – são algo arbitrários e em muitas circunstâncias não parecem ser óptimos (por exemplo, é possível que factores que podem afectar a inflação para além do horizonte escolhido, como a presença de desequilíbrios financeiros e de desalinhamentos dos preços dos activos, tenham de ser considerados nas decisões actuais de política monetária). Terceiro, é difícil integrar a informação contida nos agregados monetários em previsões de inflação com base em modelos macroeconómicos convencionais. Por último, o BCE considera que seria imprudente tomar por base uma única previsão, dada a incerteza considerável relativamente à estrutura da economia da

área do euro. Considera-se preferível adoptar uma abordagem diversificada para a análise de dados económicos com base numa variedade de metodologias analíticas.

Uma terceira estratégia consiste no estabelecimento de objectivos para a taxa de câmbio, tendo sido prosseguida por diversos países europeus antes da União Monetária, no contexto do mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu. Para pequenas economias abertas em que a produção e o consumo de bens transaccionados a nível internacional constituem uma grande parte da economia, a evolução da taxa de câmbio pode ter um impacto significativo no nível de preços através do seu efeito no preço das importações. Para a área do euro, não se considerou adequada uma estratégia de estabelecimento de objectivos para a taxa de câmbio, devido ao facto de esta ser uma economia ampla e relativamente fechada, onde o impacto da evolução das taxas de câmbio no nível dos preços é mais modesto.

Análise económica

A análise dos riscos de curto e médio prazo para a estabilidade de preços...

A análise económica incide principalmente sobre a avaliação da actual evolução económica e financeira e os riscos implícitos a curto e médio prazo para a estabilidade de preços. As variáveis económicas e financeiras que são objecto desta análise incluem: evolução do produto global; procura agregada e suas componentes; política orçamental; condições do mercado de trabalho e de capitais; uma grande variedade de indicadores de preços e custos; evolução da taxa de câmbio, da economia mundial e da balança de pagamentos para a área do euro; mercados financeiros; e as posições do balanço de sectores da área do euro. Todos estes factores ajudam a avaliar a dinâmica da actividade real e a evolução provável dos preços da perspectiva da interacção entre oferta e procura nos mercados de bens, serviços e factores em horizontes mais curtos.

...contribui para revelar a natureza dos choques

Nesta análise, é dada a devida atenção à necessidade de identificar a natureza dos choques que afectam a economia, os seus efeitos sobre o comportamento de fixação de preços e custos e as perspectivas de curto e médio prazo para a sua propagação na economia.

Para tomar as decisões adequadas, o Conselho do BCE precisa de ter um conhecimento abrangente da situação económica vigente e terá de estar consciente da natureza e magnitude específicas de quaisquer perturbações económicas que ameacem a estabilidade de preços. Por exemplo, a reacção adequada da política monetária às consequências inflacionistas de uma subida temporária do preço internacional do petróleo poderá ser diferente da reacção adequada a preços no consumidor mais elevados resultantes de aumentos salariais que não estejam em linha com o crescimento da produtividade. A primeira resulta num aumento transitório e de pouca duração da inflação, que é rapidamente invertido. Se este choque não conduzir a expectativas para a inflação mais elevadas, poderá constituir uma menor ameaça para a estabilidade de preços a médio prazo. Contudo, no caso de aumentos salariais excessivos, existe o perigo de se poder criar uma espiral auto-sustentada de custos mais elevados, preços mais altos e uma maior procura salarial. Para evitar esta espiral, a resposta adequada poderá ser uma reacção determinada da política monetária para reafirmar o

compromisso do banco central de manutenção da estabilidade de preços, ajudando assim a estabilizar as expectativas de inflação.

Neste contexto, o BCE procede a revisões regulares da evolução do produto global, das condições da procura e do mercado de trabalho, de um vasto conjunto de indicadores de preços e de custos e da política

orçamental, bem como da balança de pagamentos da área do euro. Estes indicadores ajudam, nomeadamente, a avaliar as oscilações na procura agregada, na oferta agregada e no grau de utilização da capacidade produtiva. A Caixa 3.5 revê alguns indicadores da evolução económica analisados pelo BCE e sublinha a importância da disponibilidade de estatísticas de elevada qualidade.

Caixa 3.5 Estatísticas relacionadas com a evolução económica e financeira na área do euro

Como explicado no Capítulo 3, a cadeia de causas e efeitos que liga as decisões de política monetária ao nível dos preços é complexa e envolve desfasamentos temporais, que podem ser significativos. Por conseguinte, é necessário acompanhar um vasto conjunto de indicadores de forma a avaliar as perspectivas para a estabilidade de preços.

Primeiro, em termos da evolução dos preços e dos custos, paralelamente ao IHPC e respectivas componentes, a evolução dos preços no sector industrial, medida pelos preços no produtor, pode desempenhar um papel importante na sinalização de variações futuras nos preços no consumidor, dado que as variações nos custos de produção se transmitem aos preços no consumidor. Os custos do trabalho, que constituem um importante elemento dos custos globais de produção, têm um impacto significativo na formação dos preços. As estatísticas dos custos do trabalho também fornecem informação sobre a competitividade da economia da área do euro.

Segundo, os indicadores do produto e da procura (contas nacionais, estatísticas de curto prazo sobre a actividade na indústria e serviços, encomendas e dados qualitativos de inquéritos) fornecem informação sobre a posição cíclica da economia, um elemento importante na análise do BCE das perspectivas para a evolução dos preços. Além disso, os dados do mercado de trabalho (relativos ao emprego, desemprego, vagas e participação no mercado de trabalho) são de importância crucial no acompanhamento da evolução conjuntural e na avaliação de alterações estruturais no funcionamento da economia da área do euro. Mais, o sector público representa uma parte substancial da actividade económica; a informação relativa às contas financeiras e não financeiras do sector público é essencial.

Terceiro, as estatísticas da balança de pagamentos, juntamente com estatísticas sobre o comércio externo, fornecem informação importante sobre a evolução das exportações e importações, que pode afectar as pressões inflacionistas através do seu impacto nas condições da procura. Estes dados também permitem que se acompanhe os preços do comércio externo – actualmente aproximados pelos índices de valor unitário das exportações e importações. Estes índices contribuem para a avaliação, em particular, do impacto potencial sobre os preços das importações de movimentos na taxa de câmbio e de variações nos preços das matérias-primas (como o petróleo). Embora a área do euro

seja uma economia relativamente fechada em comparação com os países que a compõem em termos individuais, a inflação importada afecta a evolução dos preços internos no produtor e no consumidor.

No que respeita à evolução financeira, as estatísticas do balanço das instituições financeiras monetárias (IFM) fornecem informações que podem ser utilizadas para calcular os agregados monetários da área do euro e respectivas contrapartidas (ver Caixa 2.3). Fornecem também a base para o cálculo das reservas mínimas que as IFM têm de deter nos bancos centrais nacionais da área do euro. Além disso, o BCE recolhe estatísticas sobre taxas de juro aplicadas por IFM a depósitos e empréstimos. Mais, os dados sobre as contas financeiras apresentam transacções e balanços financeiros para todos os sectores económicos, como as famílias e as sociedades financeiras e não financeiras. Estas estatísticas mostram as actividades de financiamento e investimento financeiro dos diferentes sectores, a evolução da riqueza e da dívida e as inter-relações financeiras entre os sectores.

De forma a obter informações mais detalhadas sobre a evolução das condições de financiamento, o BCE desenvolveu um inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro. Os dados deste inquérito complementam as estatísticas existentes sobre taxas de juro e crédito da banca a retalho, fornecendo informação sobre condições de oferta e procura nos mercados de crédito da área do euro e sobre políticas de crédito dos bancos da área do euro. Por último, o BCE publica estatísticas mensais sobre títulos de dívida e acções cotadas e estatísticas trimestrais sobre fundos de investimento da área do euro e financiamento e investimento financeiro de sociedades de seguros e fundos de pensões na área do euro. Publica igualmente estatísticas sobre a evolução dos preços nos mercados financeiros. Todas estas estatísticas são utilizadas intensivamente, por forma a analisar, de modo sistemático, as estruturas e dinâmica do mercado financeiro, incluindo as expectativas dos agentes económicos relacionadas com a evolução económica e financeira no futuro.

Estatísticas de elevada qualidade são essenciais para uma visão fiável da economia. Erros de política devido a estatísticas incompletas ou duvidosas podem ser dispendiosos em termos de uma inflação mais elevada e maior volatilidade da actividade económica. A qualidade das estatísticas envolve vários aspectos, de prioridade variada de acordo com o tipo de estatísticas. Primeiro, deverão ser abrangidos todos os sectores industriais e institucionais da economia. Para além das estatísticas convencionais sobre indústria e comércio, são necessários indicadores para os serviços, sector cada vez mais importante. Segundo, uma harmonização de conceitos e métodos é essencial para assegurar que qualquer indicador da área do euro compilado a partir de séries nacionais fornece informação fiável para as decisões de política monetária. Terceiro, a actualidade e uma frequência suficientemente elevada dos dados são essenciais para a condução de uma política monetária prospectiva. Quarto, são essenciais dados retrospectivos suficientes para as análises econométricas que contribuem para o conhecimento da economia da área do euro.

A disponibilização de estatísticas para a área do euro está a ser desenvolvida e melhorada de forma contínua. Foram definidos padrões metodológicos comuns para diversas áreas das estatísticas da área do euro. Neste contexto, foram levadas a cabo diversas iniciativas. Desenvolveram-se novos indicadores da área do euro em diversos domínios estatísticos nos últimos anos, tendo-se atingido uma maior actualidade e comparabilidade. Por exemplo, o Plano de Acção sobre os Requisitos Estatísticos da UEM de Setembro de 2000,

estabelecido pela Comissão Europeia (Eurostat) em estreita cooperação com o BCE, pormenorizou as melhorias prioritárias nas estatísticas económicas, ao que acresceu o estabelecimento de uma lista dos indicadores da área do euro considerados essenciais para a análise económica de curto prazo. Intitulada “Os Principais Indicadores Económicos Europeus” (PIEE), esta lista define também objectivos exigentes de actualidade para a publicação de agregados da área do euro, a serem atingidos em 2005.

Análise da evolução dos mercados financeiros

A evolução dos indicadores dos mercados financeiros e dos preços dos activos é também acompanhada de perto, tanto mais porque pode afectar a evolução de preços (ver Secção 3.2). Os preços dos activos e as taxas de rentabilidade financeira podem ser também analisados para a obtenção de informação sobre as expectativas dos mercados financeiros, incluindo a evolução esperada dos preços no futuro. Por exemplo, quando compram e vendem obrigações, os participantes no mercado financeiro revelam implicitamente as suas expectativas quanto à evolução futura das taxas de juro reais e da inflação. Utilizando uma variedade de técnicas, um banco central pode analisar os preços financeiros para determinar as expectativas implícitas dos mercados sobre os desenvolvimentos futuros.

Os mercados de activos e, por conseguinte, também os preços dos activos, são por natureza prospectivos. Alterações nos preços dos activos reflectem assim, em larga medida, “notícias” – informações acerca de desenvolvimentos que os mercados de activos não esperavam. Neste sentido, o acompanhamento dos preços dos activos poderá ajudar a identificar os choques que afectam a economia no presente, incluindo os choques nas expectativas relativas à evolução económica no futuro. Na análise dos mercados financeiros, avalia-se a informação estatística sobre os preços dos activos financeiros

proveniente de diversas fontes. Para além disso, o próprio BCE recolhe certas informações estatísticas (ver Caixa 3.5).

A evolução da taxa de câmbio também é avaliada de perto devido às suas implicações para a estabilidade de preços. Como já discutido na Secção 3.2, os movimentos na taxa de câmbio têm um efeito directo na evolução dos preços através do seu impacto sobre os preços das importações. Variações da taxa de câmbio podem também alterar a competitividade dos preços dos bens produzidos internamente nos mercados internacionais, influenciando assim as condições da procura e, potencialmente, as perspectivas para os preços. Se estes efeitos da taxa de câmbio alteram as expectativas e o comportamento dos responsáveis pela fixação dos salários e dos preços, pode existir o potencial para efeitos de segunda ordem com origem na taxa de câmbio.

A análise económica do BCE tem sido significativamente alargada e enriquecida ao longo do tempo, em grande parte devido ao progresso feito na produção de estatísticas financeiras e da economia real da área do euro e no processamento analítico desta informação. Além disso, foram desenvolvidos diversos modelos analíticos e empíricos para melhor avaliar e compreender a evolução no passado e no presente, elaborar previsões de curto prazo mais fiáveis e para ajudar nos exercícios regulares

Análise da evolução da taxa de câmbio

A análise económica tem sido enriquecida ao longo do tempo

de projecção macroeconómica para a economia da área do euro. O acompanhamento dos dados obtidos e a utilização de todos os instrumentos analíticos disponíveis permitem a condução e actualização contínuas de uma avaliação abrangente da situação económica e das perspectivas para a área do euro.

Projeções macroeconómicas para a área do euro...

Neste contexto, os exercícios de projecção macroeconómica dos especialistas do Eurosistema desempenham um papel importante na análise económica. As projecções, produzidas sob a responsabilidade dos especialistas, ajudam a estruturar e a sintetizar uma grande quantidade de dados económicos e a assegurar a consistência entre as diferentes fontes de evidência económica. Neste sentido, são um elemento fundamental no aperfeiçoamento da avaliação das perspectivas económicas e das flutuações de curto e médio prazo da inflação em torno da sua tendência.

...com base em pressupostos técnicos,...

A palavra “projecção” é utilizada para sublinhar o facto de as projecções publicadas serem o resultado de um cenário baseado num conjunto de pressupostos técnicos subjacentes, incluindo o pressuposto de que as taxas de juro de curto prazo se mantêm inalteradas. É desta forma que as projecções são produzidas em vários bancos centrais, a fim de melhor informar os decisores de política monetária sobre o que pode acontecer se as taxas de políticas se mantiverem inalteradas.

Por esta razão, deve ser claro que a projecção não será, em geral, o melhor predictor de resultados futuros, particularmente em horizontes ligeiramente mais longos. De facto, representa um cenário que não é

provável que se concretize na prática, dado que a política monetária actuará sempre de forma a fazer face a quaisquer ameaças à estabilidade de preços. Por conseguinte, as projecções macroeconómicas da inflação elaboradas por especialistas do Eurosistema não deverão, em quaisquer circunstâncias, ser vistas como pondo em causa o compromisso do Conselho do BCE de manutenção da estabilidade de preços a médio prazo. Os responsáveis pela fixação dos salários e dos preços (isto é, Estado, empresas e famílias) deveriam ter por base a definição quantitativa de estabilidade de preços do BCE e, em especial, o objectivo de manter a inflação num nível inferior, mas próximo de 2%, como a melhor previsão da evolução dos preços a médio e longo prazo.

...modelos e competência técnica dos especialistas

As projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema são produzidas utilizando diversos dados e ferramentas. Encontram-se disponíveis vários modelos macroeconómicos diferentes para a área do euro, bem como para cada país-membro. Numa situação de incerteza quanto ao modelo, é preferível utilizar uma variedade de modelos, que abrangem diversas perspectivas da estrutura económica, sendo estimados utilizando diferentes metodologias, em vez de assentar num enquadramento único mais abrangente. As projecções produzidas por estes modelos são corrigidas à luz da competência técnica dos especialistas do BCE e dos BCN.

Apesar de desempenharem um papel útil, as projecções macroeconómicas dos especialistas têm as suas limitações. Primeiro, a projecção final depende, em larga medida, do enquadramento conceptual subjacente e das técnicas empregues. Qualquer

Não obstante, as projecções têm algumas limitações,...

enquadramento deste tipo é necessariamente uma simplificação da realidade, podendo ocasionalmente negligenciar os assuntos-chave relevantes para a política monetária.

Segundo, as projecções económicas podem apenas fazer uma descrição sintética da economia, não incorporando, assim, toda a informação relevante. Em particular, informação importante, como a contida nos agregados monetários, não é facilmente integrada no enquadramento utilizado para produzir as projecções, ou a informação pode alterar-se depois de as projecções estarem finalizadas.

Terceiro, nas projecções estão inevitavelmente incorporadas opiniões técnicas, podendo haver bons motivos para não se concordar com algumas delas. Quarto, as projecções baseiam-se sempre em pressupostos específicos – como os relativos aos preços do petróleo ou às taxas de câmbio – dos quais é possível discordar ou que se podem alterar rapidamente, tornando as projecções desactualizadas.

Uma outra consideração está relacionada com o facto de o grau de fiabilidade das previsões ter tendência a diminuir significativamente à medida que aumenta a duração do horizonte de previsão. Em algumas ocasiões, nomeadamente face a incerteza quanto à sustentabilidade dos movimentos dos preços dos activos, pode ser aconselhável que um banco central fixe as taxas de juro em resposta a este tipo de desenvolvimentos que, de outra forma, poderão ter impacto na estabilidade de preços em horizontes que se estendam muito para além dos horizontes de previsão convencionais.

Por último, face aos pressupostos normalmente subjacentes aos modelos utilizados para as previsões, é aconselhável que um banco central avalie e compare a solidez da informação proveniente de diversas fontes. Para avaliar em pleno a situação económica e as perspectivas para a estabilidade de preços, o Conselho do BCE tem de receber elementos com base numa diversidade de técnicas e simulações de política baseadas em vários modelos e tem de utilizar o seu próprio discernimento, especialmente no que respeita à probabilidade de concretização, no futuro, de certos cenários hipotéticos. A utilização de projecções deverá, por isso, ser sempre acompanhada por uma análise articulada e generalizada das forças económicas em acção na economia.

Por todas estas razões, as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas desempenham um papel importante, mas não totalmente abrangente, na estratégia de política monetária do BCE. O Conselho do BCE avalia-as juntamente com muitas outras informações e formas de análise organizadas a nível do enquadramento de dois pilares. Estas incluem a análise monetária e análises de preços financeiros, indicadores individuais e as previsões de outras instituições. O Conselho do BCE não assume a responsabilidade pelas projecções, nem utiliza as projecções dos especialistas como a sua única ferramenta para organizar e comunicar a sua avaliação.

Análise monetária

O BCE destaca a moeda de entre uma selecção de indicadores-chave que acompanha e analisa cuidadosamente. Esta decisão foi tomada em reconhecimento do facto de o crescimento monetário e a inflação

...o que aponta para a necessidade de utilização de várias fontes e técnicas

No geral, as projecções desempenham um papel importante, mas não totalmente abrangente

A moeda fornece uma âncora nominal

estarem estreitamente relacionados a médio e longo prazo (a Caixa 3.6 sintetiza os resultados de alguns estudos sobre este assunto). Esta relação amplamente aceite proporciona à política monetária uma âncora nominal firme e fiável para além dos horizontes convencionalmente adoptados para a elaboração de previsões sobre a inflação. Por conseguinte, a atribuição de um papel proeminente à moeda no âmbito da estratégia constitui também um

instrumento para sustentar a sua orientação de médio prazo. De facto, a tomada de decisões de política e a avaliação das suas consequências, com base não só nas indicações de curto prazo resultantes da análise das condições económicas e financeiras, mas também em considerações relativas à moeda e à liquidez, permitem a um banco central ver para além do impacto transitório dos vários choques e evita a tentação de se optar por uma via excessivamente activista.

Caixa 3.6 A moeda e os preços a longo prazo

A relação a médio e longo prazo entre moeda e inflação na área do euro tem sido objecto de alguns estudos (ver bibliografia). Estes estudos abordam a questão de diferentes ângulos e utilizam diferentes técnicas empíricas.

Um primeiro grupo de estudos centrou-se na relação entre moeda e inflação em diversas frequências. Utilizando várias metodologias estatísticas e técnicas de filtragem, considera-se, em geral, que os movimentos de longo prazo na moeda mostram uma relação muito próxima com as tendências de mais longo prazo nos preços.

Um segundo grupo de estudos concentrou-se na possibilidade de a moeda ajudar na previsão dos preços (ou seja, se a moeda tem propriedades de indicador avançado). Utilizando uma variedade de técnicas de previsão, parece existir evidência convincente de que o crescimento dos agregados monetários largos ajuda a prever a inflação, nomeadamente em horizontes superiores a dois anos. Além disso, diversos indicadores monetários podem fornecer indirectamente informação sobre os riscos para a estabilidade de preços através do seu impacto sobre outras variáveis económicas que não os preços, que, com o tempo, podem influenciar a formação de preços. Por exemplo, os agregados monetários estreitos possuem propriedades de indicador avançado para as condições de procura e, por conseguinte, para a evolução cíclica. Além disso, taxas de crescimento da moeda e do crédito que registem valores superiores aos adequados para sustentar um ritmo de crescimento económico não inflacionista podem, em determinadas circunstâncias, assinalar o surgimento de desequilíbrios financeiros ou de bolhas especulativas nos preços dos activos. Esta informação pode indicar, numa fase inicial, a acumulação de forças desestabilizadoras com implicações negativas para a actividade e, no médio prazo, para os preços.

Por último, um terceiro grupo de estudos procurou explicar o comportamento da moeda, ligando-a a diversas variáveis económicas fundamentais, tais como o PIB real (como uma medida das transacções), bem como a várias taxas de juro (como medidas

do custo de oportunidade de detenção de moeda). Embora este tipo de modelo possa ser geralmente utilizado para quantificar o sinal e magnitude do impacto dos referidos determinantes sobre as detenções de moeda, possibilita também frequentemente a distinção entre forças dinâmicas e equilíbrios de mais longo prazo. Estes modelos são, por conseguinte, particularmente adequados para a investigação da natureza e impacto dos choques sobre as detenções de moeda.

Em conjunto, os resultados geralmente favoráveis desta variedade de estudos podem ser interpretados como uma confirmação de que existe uma relação estável entre saldos nominais de moeda e preços na área do euro a médio e longo prazo.

O valor de referência para o crescimento monetário

Para assinalar o seu empenhamento na análise monetária e fornecer um referencial para a avaliação da evolução monetária, o BCE anunciou um valor de referência para o agregado monetário largo M3. Este valor de referência refere-se à taxa de crescimento do M3 considerada compatível com a estabilidade de preços a médio prazo. (A Caixa 3.7 explica de que forma se calcula o valor de referência.)

O valor de referência representa assim um referencial “natural” utilizado na análise do conteúdo informativo da evolução monetária na área do euro. Serve para chamar constantemente a atenção do banco central para o princípio fundamental segundo o qual, ao reagir à evolução económica, o banco nunca deve perder de vista o facto de, ao longo de horizontes suficientemente alargados, a taxa de crescimento monetário ter de ser compatível com o objectivo da estabilidade de preços. Contudo, devido à natureza de médio e longo prazo da perspectiva monetária, não existe qualquer ligação directa entre a evolução monetária a curto prazo e as decisões de política monetária. Por conseguinte, a política monetária não reage mecanicamente a desvios do crescimento do M3 em relação ao valor de referência.

Uma razão subjacente a este facto é que, por vezes, a evolução monetária pode ser também influenciada por factores “especiais” causados por alterações institucionais, tais como modificações do tratamento fiscal das receitas provenientes de juros ou das mais valias. Estes factores especiais podem dar origem a alterações nas detenções de moeda, dado que haverá reacções por parte das empresas e dos particulares a alterações na atractividade dos depósitos bancários incluídos na definição de moeda relativamente a instrumentos financeiros alternativos. No entanto, a evolução monetária originada por estes factores especiais pode não ser muito informativa quanto às perspectivas para a estabilidade de preços. Consequentemente, a análise monetária efectuada no BCE procura centrar-se nas tendências monetárias subjacentes, ao incluir uma avaliação pormenorizada de factores especiais e outros choques que influenciem a procura de moeda.

Como atrás referido, a análise da evolução monetária estende-se para além da avaliação do crescimento do M3 em relação ao seu valor de referência. Neste sentido, o enquadramento da análise monetária baseia-se nos conhecimentos especializados do BCE sobre as características institucionais do sector financeiro e

Análise de factores especiais

Uma avaliação abrangente das condições de liquidez e de crédito

Caixa 3.7 O valor de referência do BCE para o crescimento monetário

O papel proeminente atribuído à moeda na estratégia do BCE é sinalizado pelo anúncio de um valor de referência para o crescimento do agregado monetário largo M3. A escolha do M3 tem por base evidência apoiada por diversos estudos empíricos, segundo a qual este agregado possui todas as propriedades desejadas: em particular, tem uma relação estável de procura de moeda e propriedades de indicador avançado para a evolução futura dos preços na área do euro. O valor de referência para o crescimento do M3 foi calculado de forma a ser consistente com a concretização da estabilidade de preços. Desvios substanciais ou prolongados do crescimento monetário em relação ao valor de referência sinalizariam, em circunstâncias normais, riscos para a estabilidade de preços a médio prazo.

O cálculo do valor de referência tem por base a relação entre (variações no) crescimento monetário (ΔM), inflação (ΔP), crescimento do PIB real (ΔYR) e velocidade (ΔV). De acordo com esta identidade, amplamente designada por “equação quantitativa”, a variação na moeda numa economia é igual à variação nas transacções nominais (aproximada pela variação no PIB real mais a variação na inflação) menos a variação na velocidade. A última variável pode ser definida como a velocidade à qual a moeda é transferida entre diferentes detentores de moeda, determinando, assim, a quantidade de moeda necessária para servir um determinado nível de transacções nominais.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

O cálculo do valor de referência tem por base a definição de estabilidade de preços como um aumento do IHPC para a área do euro inferior a 2% por ano. Além disso, baseia-se em pressupostos de médio prazo relativamente ao crescimento do produto potencial e à tendência da velocidade de circulação do M3. Em 1998, assumiu-se um pressuposto de 2-2½% por ano para a tendência de médio prazo do crescimento real do PIB potencial para a área do euro, reflectindo estimativas de organizações internacionais e do BCE. Foram empregues diversas abordagens para o cálculo do pressuposto para a velocidade de circulação, tendo em consideração tendências simples (univariadas), bem como informação disponibilizada por modelos de procura de moeda mais complexos. Em conjunto, os resultados destas abordagens apontaram para uma redução da velocidade do M3 no intervalo de ½-1% por ano. Com base nestes pressupostos, o Conselho do BCE fixou o valor de referência do BCE em 4½% por ano em Dezembro de 1998. Além disso, o Conselho decidiu analisar a evolução relativamente ao valor de referência com base numa média móvel de três meses das taxas de crescimento a 12 meses do agregado monetário largo. Esta abordagem visa regularizar flutuações mensais, que podem ser bastante voláteis.

No período de 1999 a 2002, o Conselho do BCE reviu, no final de cada ano, os pressupostos relativos às tendências de médio prazo no crescimento do produto potencial e à velocidade de circulação do M3 subjacentes ao cálculo do valor de referência para o M3. Visto não ter surgido nova evidência decisiva que teria conduzido a uma alteração significativa dos pressupostos subjacentes, o valor de referência foi mantido constante durante esse período. Em Maio de 2003, o Conselho

do BCE decidiu deixar de reavaliar numa base anual o valor de referência para o M3, dado a experiência ter demonstrado que não se pode esperar alterações frequentes dos pressupostos subjacentes relativos às tendências de médio prazo. Ao mesmo tempo, o Conselho do BCE deixou claro que continuará a acompanhar a validade das condições e pressupostos subjacentes ao valor de referência e a comunicar quaisquer alterações aos pressupostos subjacentes, assim que se tornarem necessárias.

monetário. No acompanhamento regular das condições monetárias na área do euro, o BCE utiliza também um conjunto de modelos de pequena escala de indicadores monetários e de procura de moeda, desenvolvidos e publicados por especialistas do BCE e por académicos.

A análise monetária utiliza uma avaliação abrangente da situação de liquidez baseada em informação sobre o crescimento do M3 num contexto de balanço (isto é, as contrapartidas do M3 no balanço consolidado do sector das IFM, em particular empréstimos ao sector privado) e a composição do crescimento do M3 (isto é, as componentes). Este tipo de análise pormenorizada das contrapartidas e estrutura do crescimento do M3 ajuda a obter o sinal enviado pelos desenvolvimentos a nível monetário relevante para a identificação da tendência de mais longo prazo da inflação. Neste contexto, as componentes mais líquidas do M3 – com destaque para o M1 – merecem especial atenção, já que reflectem de melhor forma os motivos de transacção para a detenção de moeda podendo estar, por isso, mais estreitamente relacionadas com a despesa agregada.

Ao mesmo tempo, compreender integralmente as interdependências entre o M3 e as suas contrapartidas é fundamental na apreciação da possibilidade de as alterações observadas no

crescimento monetário resultarem de “alterações na composição de carteira” e de terem ou não implicações para as tendências dos preços.

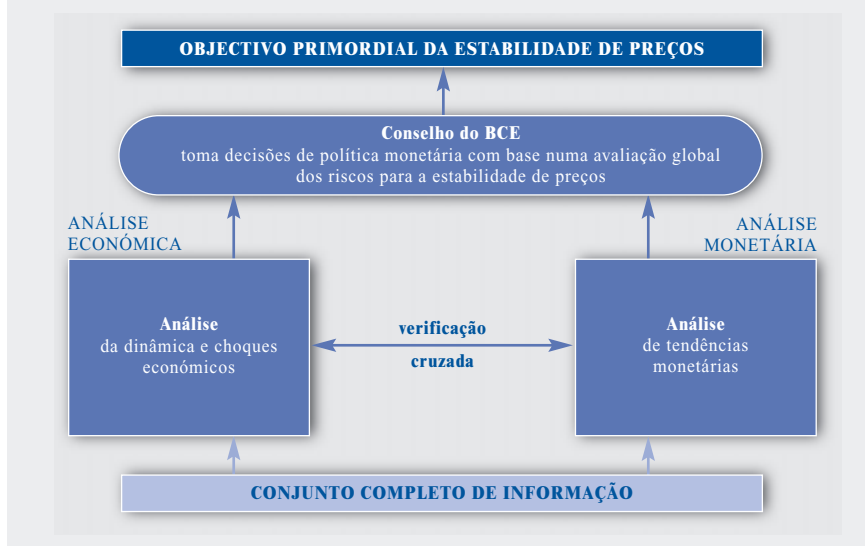
Por último, as taxas de crescimento da moeda e do crédito que registem valores superiores aos necessários para sustentar um ritmo de crescimento económico não inflacionista podem, em determinadas circunstâncias, fornecer informações antecipadas – para além de indicadores mais normalizados – sobre o desenvolvimento de instabilidade financeira. Esta informação é relevante para a política monetária dado que o surgimento de desequilíbrios financeiros ou de bolhas especulativas nos preços dos activos pode ter um efeito de desestabilização na actividade e, em última instância, nos preços a médio prazo.

Verificação cruzada da informação fornecida pelos dois pilares

No que diz respeito às decisões do Conselho do BCE sobre a orientação de política monetária apropriada, a abordagem baseada em dois pilares permite a verificação cruzada das indicações resultantes da análise económica de mais curto prazo com as da análise monetária a mais longo prazo. Como já explicado em pormenor, esta verificação cruzada assegura que a política monetária não ignora informação importante, relevante para a avaliação de tendências

Verificação cruzada das duas análises

Gráfico 3.2 A estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade



futuras dos preços. São exploradas todas as complementaridades entre os dois pilares, já que esta é a melhor maneira de assegurar que toda a informação relevante para a avaliação das perspectivas para os preços seja utilizada de forma consistente e eficiente, facilitando quer o processo de tomada de decisão, quer a sua comunicação (ver Gráfico 3.2). Esta abordagem reduz o risco de um erro de política causado por se considerar demasiado um único indicador, previsão ou modelo. Ao seguir uma abordagem diversificada na interpretação das condições económicas, a estratégia do BCE visa a adopção de uma política monetária robusta num ambiente incerto.

3.6 RESPONSABILIZAÇÃO, TRANSPARÊNCIA E COMUNICAÇÃO

Independência, responsabilização e transparência dos bancos centrais

Como explicado no Capítulo 1, existem bons motivos para atribuir a tarefa da manutenção da estabilidade

de preços a um banco central independente, que não se encontra sujeito a potenciais pressões políticas. Simultaneamente, nas sociedades democráticas, a independência dos bancos centrais deve ser equilibrada com a responsabilização perante o público e os seus representantes eleitos. A responsabilização pode ser entendida como a obrigação jurídica e política de um banco central independente explicar e justificar as suas decisões de forma adequada aos cidadãos e respectivos representantes eleitos, responsabilizando-se assim o banco central pela realização dos seus objectivos. A responsabilização constitui um elemento fundamental da legitimidade democrática. Um mandato claramente definido constitui a base para a legitimação democrática da delegação da política monetária a um banco central independente, e a importância primordial atribuída ao mandato da estabilidade de preços permite ao público responsabilizar um banco central independente de um modo

mais fácil. Neste sentido, a responsabilização impõe disciplina ao banco central para que este desempenhe as suas funções da melhor forma possível.

O BCE é responsável perante os cidadãos da União Europeia

Os canais adequados para assegurar a responsabilização de um banco central dependem do enquadramento institucional e do mandato do banco. Enquanto órgão estabelecido por força do Tratado e actuando nos limites dos poderes que este lhe confere, o BCE tem a atribuição estatutária de manutenção da estabilidade de preços e de desempenho de outras funções de banco central no conjunto da área do euro. Por conseguinte, o BCE é acima de tudo responsável perante os cidadãos da União Europeia, dos quais provém a legitimidade do Tratado e – de um modo mais formal – perante o Parlamento Europeu, que constitui a única instituição europeia directamente eleita pelos cidadãos da UE.

As relações do BCE com o Parlamento Europeu

A relação do BCE com o Parlamento Europeu a este nível é definida pelo Tratado e respeita na íntegra o estatuto independente do Eurosistema. O Tratado contém vários requisitos de prestação de informação para o BCE (por exemplo, a apresentação de um Relatório Anual ao Parlamento Europeu, à Comissão e ao Conselho da UE) e estabelece apresentações regulares ao Parlamento Europeu a fim de assegurar a responsabilização (ver Capítulo 1).

Transparência

Um conceito estreitamente relacionado com a responsabilização, ainda que distinto, é o da transparência dos bancos centrais. A transparência pode ser definida como uma conjuntura em que o banco central disponibiliza ao público em geral e aos mercados toda a informação relevante

sobre a sua estratégia, avaliações e decisões de política, bem como os seus procedimentos, fazendo-o de forma aberta, clara e atempada. Actualmente, a maioria dos bancos centrais, incluindo o BCE, considera a transparência uma componente crucial do seu enquadramento de política monetária, sublinhando a importância da comunicação eficaz e da interacção apropriada com o público. Em última instância, todos os esforços para reforçar a transparência têm como objectivo assegurar que a política monetária é compreendida de melhor forma pelo público, tornando-se assim mais credível e eficaz.

A este nível, a transparência requer acima de tudo que o banco central explique claramente a forma como interpreta o seu mandato e que seja aberto relativamente aos seus objectivos de política. Isto ajuda o público a acompanhar e avaliar o desempenho do banco central. Além disso, o banco central deverá explicar o enquadramento analítico utilizado para o seu processo interno de decisão e a sua avaliação do estado da economia, bem como clarificar, com frequência, os fundamentos económicos subjacentes às suas decisões de política. Neste contexto, a transparência pode ser reforçada fornecendo um enquadramento sistemático quer para o processo interno de decisão, quer para a comunicação externa com o público, em particular através de uma estratégia de política monetária anunciada publicamente.

A preocupação primordial do banco em termos de transparência terá de ser a eficácia da política monetária no cumprimento dos seus objectivos estatutários. A transparência pode

O que torna um banco central transparente?

A transparência torna a política monetária mais eficaz na medida em que...

tornar a política monetária mais eficaz por diversos motivos.

...fomenta a credibilidade,...

Primeiro, o facto de ser claro quanto ao seu mandato e à forma como o pretende atingir ajuda um banco central a fomentar a credibilidade. Quando existe a percepção de que um banco central é capaz de realizar o seu mandato de política, e está disposto a fazê-lo, as expectativas relativamente aos preços estão bem ancoradas. Neste sentido, a comunicação frequente acerca da avaliação do banco central da situação económica é particularmente útil. Além disso, é vantajoso para os bancos centrais serem abertos e realistas relativamente ao que a política monetária pode, e sobretudo ao que não pode, fazer (ver Secção 3.1).

...impõe autodisciplina aos decisores de política...

Segundo, um forte compromisso de transparência impõe autodisciplina aos decisores de política, o que ajuda a assegurar que as respectivas decisões e explicações de política são consistentes ao longo do tempo. Facilitar o escrutínio público das medidas de política monetária reforça os incentivos aos órgãos de decisão no sentido de cumprirem os seus mandatos de forma adequada.

...e dá orientação aos mercados

Terceiro, ao anunciar publicamente a sua estratégia de política monetária e comunicar a sua avaliação regular da evolução económica, o banco central dá orientação aos mercados, de modo a que se possam formar expectativas de modo mais eficiente e exacto. Isto ajuda os mercados a compreender o padrão de resposta sistemático da política monetária à evolução económica e a choques e, por conseguinte, a antecipar a direcção geral da política monetária a médio prazo, tornando as medidas de política mais previsíveis.

Esta previsibilidade é importante para a condução da política monetária: embora os bancos centrais apenas controlem directamente as taxas de juro de muito curto prazo, a trajectória esperada destas taxas em horizontes mais longos e os prémios de incerteza são também significativos para a transmissão da política monetária à economia. Se os agentes conseguirem antecipar, de um modo geral, as reacções de política, tal permite uma incorporação rápida de quaisquer alterações (esperadas) na política monetária em variáveis financeiras. Por seu lado, isto pode encurtar o processo através do qual a política monetária é transmitida às decisões de investimento e consumo e acelerar quaisquer ajustamentos económicos necessários, reforçando assim potencialmente a eficácia da política monetária.

O papel de comunicação de uma estratégia de política monetária

A fim de promover um melhor entendimento da política monetária, os aspectos principais do processo de condução desta política deverão ser explicados ao público em geral de forma compreensível. Contudo, na prática, é difícil comunicar ao público de forma totalmente exhaustiva e inteligível informações sobre todos os elementos e aspectos pormenorizados do processo interno de condução da política monetária, assegurando ao mesmo tempo que esta informação é devidamente compreendida.

Por conseguinte, na apresentação da política monetária ao público, devem ser feitas diversas escolhas. A transparência significa mais do que a simples divulgação de informação. Requer também que essa informação

A apresentação da política monetária ao público...

...deverá ter em conta a complexidade da condução da política...

...e ser
consistente
com o
processo
interno de
decisão

seja estruturada de forma a poder ser compreendida pelo público.

Contudo, os esforços para veicular uma mensagem clara não deverão prejudicar a necessidade de explicar a verdadeira natureza da condução da política. Qualquer comunicação terá de reflectir o facto de a política monetária ter de funcionar num ambiente complexo, incerto e em constante evolução. A comunicação externa da estratégia de política monetária do BCE premeia o reflexo fiel desta conjuntura. A apresentação externa da estratégia do BCE pode ser relativamente complexa em comparação com algumas outras

estratégias (como o estabelecimento de objectivos monetários ou o estabelecimento de objectivos para a inflação, ver Caixa 3.2), mas não deixa de reflectir de forma realista a abordagem diversificada da política monetária que o BCE adoptou para o processo interno de decisão.

A comunicação eficaz requer igualmente que o banco central se dirija a uma variedade de públicos e utilize diversos canais. Para este fim, nas suas actividades de comunicação, o BCE foi além dos requisitos formais do Tratado ao adoptar meios adicionais para assegurar a responsabilização e a transparência (ver Caixa 3.8).

Caixa 3.8 Principais canais de comunicação utilizados pelo BCE

As conferências de imprensa mensais conduzidas pelo Presidente e pelo Vice-Presidente imediatamente após a primeira reunião do Conselho do BCE de cada mês e o Boletim Mensal são dois dos canais de comunicação mais importantes utilizados pelo BCE. A declaração introdutória do Presidente na conferência de imprensa fornece uma síntese atempada e abrangente da avaliação da evolução económica relevante em termos de política. É estruturada em harmonia com a estratégia de política monetária do BCE, sendo o seu texto acordado pelo Conselho do BCE. A conferência de imprensa mensal inclui uma sessão de perguntas e respostas, em que participam diversos representantes dos meios de comunicação social de toda a área do euro e de fora da área, e fornece uma plataforma para uma explicação atempada e equilibrada das decisões de política monetária ao público. As transcrições da conferência de imprensa são disponibilizadas no *site* do BCE poucas horas depois. A conferência de imprensa é, assim, um meio eficaz de apresentar e explicar de forma bastante atempada as discussões no Conselho do BCE e, por conseguinte, o processo de decisão da política monetária.

O Boletim Mensal fornece ao público em geral e aos mercados financeiros uma análise pormenorizada e abrangente da conjuntura económica. É normalmente publicado uma semana após a reunião do Conselho do BCE e contém a informação que este possuía aquando da tomada de decisões de política. O Boletim Mensal também contém artigos que contribuem para a compreensão da evolução a longo prazo, de tópicos gerais ou dos instrumentos analíticos utilizados pelo Eurosistema no contexto da estratégia de política monetária.

Além disso, o Presidente do BCE comparece quatro vezes por ano perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu. O Presidente explica

as decisões de política do BCE, respondendo depois às perguntas que lhe são dirigidas pelos membros da Comissão. As reuniões da Comissão são abertas ao público, sendo que as transcrições das audiências do Presidente são posteriormente publicadas nos *sites* do Parlamento Europeu e do BCE. Outros membros da Comissão Executiva do BCE também comparecem perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários.

Os membros do Conselho do BCE assumem um grande número de compromissos públicos. Os discursos do Presidente e de outros membros da Comissão Executiva e do Conselho do BCE são instrumentos importantes para explicar as posições do BCE ao público. Um outro canal fundamental para atingir grupos-alvo internacionais e locais são as entrevistas concedidas por membros do Conselho do BCE. O BCE recebe também um grande número de visitas de membros do público em geral, bem como de técnicos de diversas instituições, comprometendo-se a levar a cabo um diálogo aberto com o mundo académico. Os resultados da investigação de natureza técnica e dos estudos de política de interesse geral são publicados por técnicos nas séries de Documentos de Trabalho e de Documentos de Trabalho Ocasionais do BCE, respectivamente.

Por último, a transparência da política monetária requer igualmente que os dados estatísticos compilados pelo banco central sejam total e atempadamente publicados, logo que seja assegurada a sua fiabilidade. Com a ajuda dos BCN, o BCE recolhe estatísticas monetárias, bancárias e outras estatísticas relacionadas, estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional e compila estatísticas das contas financeiras abrangendo a área do euro (ver Caixa 3.5). A publicação atempada destes dados permite ao BCE partilhar com o público a informação que possui sobre a evolução económica na área do euro, facilitando assim a comunicação das decisões de política monetária pelo Conselho do BCE.

Dado que o Eurosistema é obrigado a comunicar num enquadramento multilíngue e multicultural, os BCN são participantes essenciais na estratégia de comunicação. Mantêm um contacto estreito com públicos nacionais e regionais, traduzindo os sinais de política em diferentes línguas, adaptando-os ao contexto nacional.

4 EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

O presente capítulo explica a forma como as decisões de política monetária são executadas utilizando os instrumentos de política monetária disponíveis. A primeira secção apresenta uma análise geral dos objectivos e princípios que regulamentam o funcionamento do quadro operacional do Eurosistema. A segunda secção descreve sucintamente os principais instrumentos de política monetária (operações de mercado aberto, facilidades permanentes e regime de reservas mínimas), enquanto as secções seguintes analisam estes instrumentos em maior pormenor e apresentam a interacção entre os instrumentos de política monetária e as necessidades de liquidez dos bancos no contexto do balanço de um banco central. A última secção apresenta uma breve avaliação do desempenho do quadro operacional nos primeiros quatro anos e meio da política monetária única.

4.1 PRINCÍPIOS GERAIS E OBJECTIVOS SUBJACENTES À CONCEPÇÃO DO QUADRO OPERACIONAL

Mercado monetário e transmissão da política monetária

Como se discutiu no Capítulo 3, as taxas de curto prazo do mercado monetário desempenham um papel importante na transmissão da política monetária. Esta política exerce uma influência significativa sobre as taxas de juro nominais de curto prazo do mercado. Ao fixar as taxas de juro, a política monetária influencia a economia, acabando por afectar o nível de preços de diversas formas.

O quadro operacional...

A fim de alcançar o seu objectivo primordial, o Eurosistema dispõe de um conjunto de instrumentos e procedimentos de política monetária. Este conjunto constitui o quadro operacional utilizado para a execução da política monetária única.

...e a estratégia de política monetária

Quer o quadro operacional quer a estratégia de política monetária têm um papel específico na execução da política monetária. A estratégia determina qual o nível das taxas de juro do mercado monetário necessário

para a manutenção da estabilidade de preços a médio prazo, enquanto o quadro operacional determina a forma como atingir este nível de taxas de juro utilizando os instrumentos de política monetária disponíveis.

Um banco central orienta as taxas de curto prazo do mercado monetário assinalando a orientação da sua política monetária e gerindo a situação de liquidez no mercado monetário. O banco central, na qualidade de único emissor de notas e de reservas bancárias, é o fornecedor monopolista da base monetária. A base monetária da área do euro consiste na circulação monetária (notas e moedas), reservas detidas pelas contrapartes no Eurosistema e recurso à facilidade permanente de depósito do Eurosistema. Estas rubricas correspondem a responsabilidades no balanço do Eurosistema. As reservas podem ser ainda desagregadas em reservas mínimas e excedentárias. No regime de reservas mínimas do Eurosistema, as contrapartes são obrigadas a deter reservas nos BCN (ver Secção 4.3). Para além destas

As funções do quadro operacional incluem orientar as taxas de juro e gerir a liquidez,...

reservas mínimas, as instituições de crédito detêm geralmente apenas uma quantidade reduzida de reservas excedentárias voluntárias no Eurosistema.

Em virtude do seu monopólio, o banco central está em posição de gerir a situação de liquidez no mercado monetário e influenciar as taxas de juro do mercado monetário.

...assinalar a orientação da política monetária...

O banco central, para além de orientar as taxas de juro por meio da gestão de liquidez, pode também assinalar a orientação da sua política monetária ao mercado monetário, o que é geralmente conseguido através de alterações das condições em que o banco central está disposto a efectuar transacções com as instituições de crédito.

...e assegurar um funcionamento regular do mercado monetário

Nas suas operações, o banco central tem também como objectivo assegurar um funcionamento regular do mercado monetário e contribuir para que as instituições de crédito satisfaçam as suas necessidades de liquidez de forma harmoniosa. Tal é conseguido através da concessão quer de refinanciamento regular às instituições de crédito, quer de facilidades que lhes permitam cumprir os saldos em fim de dia e atenuar as flutuações de liquidez transitórias.

Os princípios orientadores do quadro são os princípios de uma economia de mercado aberto,...

O quadro operacional do Eurosistema baseia-se nos princípios estabelecidos no Tratado da União Europeia. O artigo 105.º do Tratado estipula que, na prossecução dos seus objectivos, o Eurosistema “(...) actuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos (...)”.

...eficiência operacional,...

Além dos princípios estabelecidos no Tratado da União Europeia, é

objectivo do quadro operacional prosseguir diversos princípios orientadores, o mais importante dos quais o princípio de eficiência operacional, que tem prioridade sobre os restantes. A eficiência operacional pode ser definida como a capacidade do quadro operacional de permitir que as decisões de política monetária se transmitam às taxas de curto prazo do mercado monetário da forma mais precisa e mais rápida possível. Estas, por sua vez, afectam o nível de preços através do mecanismo de transmissão da política monetária.

A necessidade de assegurar igualdade de tratamento das instituições financeiras e a harmonização das regras e procedimentos em toda a área do euro são outros princípios importantes do quadro operacional. As instituições de crédito terão de ser tratadas com base em princípios de igualdade, independentemente da sua dimensão e localização na área do euro. A harmonização das regras e procedimentos contribui para assegurar igualdade de tratamento, procurando proporcionar condições idênticas a todas as instituições de crédito na área do euro nas transacções com o Eurosistema.

...igualdade de tratamento das instituições financeiras e harmonização de regras e procedimentos,...

Um dos princípios específicos do Eurosistema consiste na descentralização da execução da política monetária. Nestes termos, as operações de política monetária do Eurosistema são normalmente executadas através dos BCN, o que significa que o BCE coordena as operações, sendo as transacções efectuadas pelos BCN.

...descentralização da execução,...

Além disso, o quadro operacional tem de aplicar os princípios de simplicidade, transparência, continuidade, segurança e eficiência de custos. A simplicidade e a transparência asseguram que as

...bem como simplicidade, transparência, continuidade, segurança e eficiência de custos

intenções subjacentes às operações de política monetária são compreendidas correctamente. O objectivo do princípio de continuidade é evitar alterações significativas nos instrumentos e procedimentos, de forma que os bancos centrais e as suas contrapartes possam recorrer à sua experiência quando participam em operações de política monetária. O princípio da segurança requer que os riscos financeiros e operacionais do Eurosistema sejam mínimos, enquanto a eficiência de custos implica custos operacionais

baixos decorrentes do quadro operacional, quer para o Eurosistema quer para as respectivas contrapartes.

4.2 ANÁLISE GERAL DO QUADRO OPERACIONAL DO EUROSISTEMA

O quadro operacional do Eurosistema é descrito em pormenor na publicação do BCE intitulada “A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”.

Quadro 4.1 Operações de mercado aberto e facilidades permanentes do Eurosistema					
Operações de política monetária	Tipos de transacções¹⁾	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez	Prazo	Frequência
Operações de mercado aberto					
Operações principais de refinanciamento	• Operações reversíveis	–	–	• Uma semana ²⁾	• Semanal
Operações de refinanciamento de prazo alargado	• Operações reversíveis	–	–	• Três meses	• Mensal
Operações ocasionais de regularização	• Operações reversíveis • <i>Swaps</i> cambiais • Compras definitivas	• <i>Swaps</i> cambiais • Constituição de depósitos a prazo fixo • Operações reversíveis • Vendas definitivas	–	• Não normalizado	• Não regular
Operações estruturais	• Operações reversíveis • Compras definitivas	• Emissão de certificados de dívida • Vendas definitivas	–	• Normalizado/ não normalizado –	• Regular e não regular • Não regular
Facilidades permanentes					
Facilidade permanente de cedência de liquidez	• Operações reversíveis	–	–	• <i>Overnight</i>	• Acesso por iniciativa das contrapartes
Facilidade permanente de depósito	–	• Depósitos	–	• <i>Overnight</i>	• Acesso por iniciativa das contrapartes

1) Ver a Caixa 4.3 para uma descrição dos tipos de transacções de mercado aberto.

2) A partir de 10 de Março de 2004. Anteriormente a essa data, o prazo era de duas semanas (ver a Caixa 4.2).

Operações de mercado aberto

O Quadro 4.1 apresenta uma análise geral das características principais dos dois grupos de operações disponíveis ao Eurosistema para a condução da política monetária única: operações de mercado aberto e facilidades permanentes. O grupo mais importante são as operações de mercado aberto. Este é o termo utilizado para as operações executadas por iniciativa do banco central, geralmente no mercado monetário. Como se descreve na Secção 2.5, “mercado monetário” refere-se ao mercado no qual o prazo das transacções é geralmente inferior a um ano. As operações de mercado aberto desempenham um papel importante, para efeitos de orientação das taxas de juro, assinalar a orientação da política monetária e gerir a situação de liquidez no mercado monetário.

Operações principais de refinanciamento

As operações principais de refinanciamento (OPR) são as operações de mercado aberto mais importantes e representam o principal

instrumento de política monetária do Eurosistema. O Eurosistema, através das operações principais de refinanciamento, cede fundos às suas contrapartes. Os empréstimos são sempre concedidos contra garantias, a fim de proteger o Eurosistema contra riscos financeiros. A Caixa 4.1 apresenta algumas informações sobre as contrapartes nas operações de política monetária do Eurosistema e sobre as garantias exigidas nas operações de cedência de liquidez.

Os empréstimos através de operações de mercado aberto são geralmente concedidos sob a forma de operações reversíveis. Nas operações reversíveis deste tipo o banco central compra activos sob a forma de um acordo de reporte ou concede empréstimos garantidos por penhor de activos (ver Caixa 4.3). As operações reversíveis são, portanto, operações de mercado aberto temporárias, que cedem fundos apenas durante um período limitado pré-especificado.

Operações reversíveis

Caixa 4.1 | Contrapartes e garantias

1. Contrapartes

O enquadramento da política monetária do Eurosistema é formulado com vista a assegurar a participação de um vasto conjunto de contrapartes. As contrapartes para operações de política monetária do Eurosistema terão de cumprir determinados critérios de elegibilidade. Estes critérios são definidos de forma a garantir a igualdade de tratamento entre as instituições em toda a área do euro e assegurar que as contrapartes preenchem determinados requisitos operacionais e prudenciais. Os critérios gerais de elegibilidade são uniformes para toda a área do euro.

São elegíveis como contrapartes as instituições de crédito sujeitas ao regime de reservas mínimas do Eurosistema e financeiramente sólidas. Além disso, as contrapartes deverão cumprir todos os critérios operacionais especificados nas disposições contratuais ou regulamentares relevantes aplicadas pelo respectivo BCN (ou pelo BCE), por forma a assegurar a realização eficiente das operações de política monetária do Eurosistema. No final de Junho de 2003, existiam 6 776 instituições de crédito localizadas na área do euro. Porém, apenas 2 243 preenchiam os critérios operacionais para participação em operações

de mercado aberto. 2 749 instituições preenchiam os critérios operacionais de acesso à facilidade permanente de cedência de liquidez e 3 188 à facilidade permanente de depósito. Contudo, o número de contrapartes que participam de facto em operações de mercado aberto é normalmente muito inferior ao número de contrapartes elegíveis. No primeiro semestre de 2003, o número total de contrapartes que participaram nos leilões das operações principais de refinanciamento situou-se, em média, em 252. Ao mesmo tempo, o número de contrapartes que participaram nas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) foi de 136 em média.

As instituições de crédito que preencham os critérios gerais de elegibilidade podem aceder às facilidades permanentes do Eurosistema e participar nas operações de mercado aberto do Eurosistema efectuadas através de leilões normais através do BCN do Estado-Membro no qual estão estabelecidas. Se uma instituição de crédito (sede ou sucursal) estiver estabelecida em mais de um Estado-Membro, cada estabelecimento tem acesso às referidas operações através do BCN do Estado-Membro no qual está localizado. No entanto, as propostas de licitação em leilão de uma instituição podem apenas ser apresentadas por um único estabelecimento (sede ou sucursal designada) em cada Estado-Membro.

As operações de política monetária do Eurosistema são executadas de forma descentralizada. A abordagem descentralizada tem sido muito eficiente e tem decorrido de forma regular graças a uma preparação cuidadosa e a sistemas de informação eficientes. O Eurosistema continua a beneficiar em larga medida dos estreitos contactos que os BCN estabeleceram ao longo de décadas com as suas contrapartes locais.

2. Garantias

Em conformidade com o disposto no artigo 18.º-1 dos Estatutos do SEBC, o BCE e os BCN podem transaccionar nos mercados financeiros, comprando e vendendo activos a título definitivo ou com acordo de reporte, devendo todas as operações de crédito do Eurosistema estar adequadamente garantidas. Este requisito destina-se a proteger o Eurosistema de riscos financeiros. Em consequência, todas as operações de cedência de liquidez do Eurosistema são garantidas por activos entregues pelas contrapartes.

Com o objectivo de proteger o Eurosistema de incorrer em perdas, assegurar o tratamento equitativo das contrapartes e melhorar a eficiência operacional, os activos subjacentes têm de satisfazer certos critérios de modo a serem elegíveis para as operações de política monetária do Eurosistema. A fim de respeitar o princípio de igualdade de tratamento, o Eurosistema aceita como garantia instrumentos emitidos tanto por mutuários privados como públicos.

Devido às diferenças na estrutura financeira dos Estados-Membros, é efectuada uma distinção – essencialmente para efeitos internos do Eurosistema – entre duas categorias de activos elegíveis para operações de política monetária. Estas duas categorias de activos são designadas por “Lista 1” e “Lista 2”. A Lista 1 é constituída por instrumentos de dívida transaccionáveis que preencham critérios de elegibilidade uniformes em toda a área do euro especificados pelo BCE. A Lista 2 é constituída por outros activos – transaccionáveis e não transaccionáveis – que tenham importância particular para os mercados financeiros e para os sistemas bancários nacionais. Os critérios de elegibilidade para estes activos

são estabelecidos pelos BCN, sujeitos aos critérios mínimos de elegibilidade fixados pelo BCE. As contrapartes do Eurosistema podem utilizar activos elegíveis numa base transfronteiras, ou seja, podem obter fundos do BCN do Estado-Membro no qual se encontram estabelecidas, utilizando activos localizados noutra Estado-Membro. Este mecanismo transfronteiras assegura que as instituições em toda a área do euro possam utilizar as listas completas de activos da Lista 1 do BCE e de activos da Lista 2 nacionais. Por último, todos os activos elegíveis estão sujeitos a medidas de controlo de risco específicas, definidas de forma a estarem de acordo com as práticas de mercado.

Facilidades permanentes

Com o objectivo de controlar as taxas de juro de curto prazo no mercado monetário e, em particular, restringir a sua volatilidade, o Eurosistema disponibiliza também duas facilidades permanentes às suas contrapartes, a facilidade permanente de cedência de liquidez e a facilidade permanente de depósito. Ambas as facilidades têm prazo *overnight*, estando à disposição das contrapartes por sua iniciativa. A taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez é normalmente substancialmente mais elevada do que a taxa de mercado correspondente, e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito é normalmente substancialmente mais baixa do que a taxa de mercado. Como resultado, as instituições de crédito normalmente apenas utilizam as facilidades permanentes quando não existem alternativas. Dado que – à excepção dos requisitos de garantia da facilidade permanente de cedência de liquidez – não existem limites de acesso a estas facilidades, as suas taxas de juro estabelecem normalmente um limite máximo e um limite mínimo para a taxa *overnight* do mercado monetário. Estes instrumentos são examinados em maior pormenor na Secção 4.5.

Ao estabelecer as taxas das facilidades permanentes, o Conselho do BCE determina o corredor dentro do qual a taxa de juro *overnight* do mercado monetário poderá flutuar. O Gráfico 4.1, que mostra a evolução das taxas de juro directoras do BCE desde Janeiro de 1999, mostra também de que forma as taxas de juro das facilidades permanentes proporcionaram um limite máximo e um limite mínimo para a taxa de juro *overnight* do mercado (EONIA)⁸.

Como se pode verificar no Gráfico 4.1, a EONIA tem-se geralmente situado próximo da taxa das operações principais de refinanciamento, ilustrando desta forma a importância destas operações como o principal instrumento de política monetária do Eurosistema. O Gráfico 4.1 mostra também que a EONIA revela um padrão de perturbações ocasionais. Estas duas características da EONIA estão relacionadas com o regime de reservas mínimas do Eurosistema, que é explicado em maior pormenor na Secção 4.3. Por último, o Gráfico 4.1 mostra que as diferenças entre as taxas das facilidades permanentes e a taxa das operações principais de refinanciamento se mantiveram inalteradas entre Abril de 1999 e Junho de 2003 (± 1 ponto percentual)⁹.

Corredor de taxas de juro das facilidades permanentes

EONIA, taxas de juro directoras do BCE e regime de reservas mínimas

⁸ O índice *overnight* médio do euro (EONIA) é divulgado pela Federação Bancária Europeia. É a média ponderada de todos os empréstimos *overnight* sem garantia efectuados por um painel dos bancos mais activos no mercado monetário.

⁹ Aplicou-se um corredor estreito de ± 0.25 pontos percentuais como medida transitória entre 4 e 21 de Janeiro de 1999 para facilitar a adaptação ao quadro operacional único.

Gráfico 4.1 Taxas de juro directoras do BCE e EONIA

(percentagens por ano; dados diários)



Fonte: BCE.

1) Até 28 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento eram realizadas sob a forma de leilões de taxa fixa. A partir da operação liquidada em 28 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento foram realizadas sob a forma de leilões de taxa variável com uma taxa mínima de proposta pré-anunciada. A taxa mínima de proposta refere-se à taxa de juro mínima à qual as contrapartes poderão apresentar as suas propostas (ver Secção 4.4).

4.3 RESERVAS MÍNIMAS

Descrição do sistema

Reservas mínimas e base de incidência

O BCE exige que as instituições de crédito mantenham depósitos obrigatórios em contas abertas nos BCN: as chamadas reservas “mínimas” ou “obrigatórias”¹⁰. O montante de reservas mínimas que cada instituição é obrigada a manter é determinado em relação à sua base de incidência. A base de incidência de uma instituição é definida em relação às rubricas do respectivo balanço. O Quadro 4.2

mostra as principais rubricas do passivo incluídas na base de incidência¹¹.

A fim de determinar as reservas mínimas de uma instituição, a base de incidência é multiplicada por um rácio de reserva. O BCE aplica um rácio de reserva positivo uniforme à maior parte das rubricas incluídas na base de incidência. Este rácio de reserva foi fixado em 2% no início da Terceira Fase da UEM. A maior parte das responsabilidades de curto prazo nos

Rácio de reserva

¹⁰ O enquadramento jurídico do regime de reservas mínimas do Eurosistema tem por base o artigo 19.º dos Estatutos do SEBC. Os pormenores do regime de reservas mínimas encontram-se em legislação diversa, sendo a mais importante o Regulamento (CE) n.º 2531/98 do Conselho, relativo à aplicação de reservas mínimas obrigatórias pelo Banco Central Europeu e o Regulamento (CE) n.º 2818/98 do Banco Central Europeu relativo à aplicação de reservas mínimas obrigatórias (BCE/1998/15), com as alterações que lhes foram introduzidas.

¹¹ As responsabilidades para com outras instituições de crédito incluídas na lista de instituições sujeitas ao regime de reservas mínimas do Eurosistema e as responsabilidades para com o BCE e para com os bancos centrais nacionais não são incluídas na base de incidência.

Quadro 4.2 Responsabilidades das instituições de crédito incluídas na base de incidência

(níveis de existências no final de Junho de 2003; EUR mil milhões)

(A) Responsabilidades às quais se aplica um rácio de reserva positivo

Depósitos (incluindo depósitos à ordem, depósitos a prazo até dois anos e depósitos com pré-aviso até dois anos)	6 216
Títulos de dívida com prazo até dois anos (incluindo títulos do mercado monetário)	412
Total (A)	6 628

(B) Responsabilidades às quais se aplica um rácio de reserva igual a zero

Depósitos (incluindo depósitos a prazo superior a dois anos e depósitos com pré-aviso superior a dois anos)	1 421
Títulos de dívida com prazo superior a dois anos	2 536
Acordos de reporte	783
Total (B)	4 741
Total da base de incidência (A)+(B)	11 369

Fonte: BCE.

balanços das instituições de crédito está sujeita a um rácio de reserva positivo. Como se pode verificar no Quadro 4.2, nem as responsabilidades de longo prazo nem os acordos de reporte estão sujeitos a um rácio de reserva positivo.

Em 2003, o Conselho do BCE decidiu que a partir de Março de 2004 os períodos de manutenção teriam início no dia de liquidação da primeira operação principal de refinanciamento após a reunião do Conselho do BCE na qual é agendada a avaliação mensal da orientação de política monetária (ver Caixa 4.2), e terminariam no dia anterior ao dia de liquidação correspondente no mês seguinte. De modo a ajudar as instituições de crédito a preparar a gestão das suas reservas, um calendário dos períodos de manutenção (em conjunto com um calendário indicativo das operações principais de refinanciamento para um ano) é publicado três meses antes do início desse ano.

Período de manutenção de reservas

O Eurosistema pretende assegurar que o regime de reservas mínimas não constitua um fardo para o sistema bancário na área do euro, nem prejudique a afectação eficiente de recursos. Por esta razão, as reservas mínimas detidas por instituições de crédito são remuneradas.

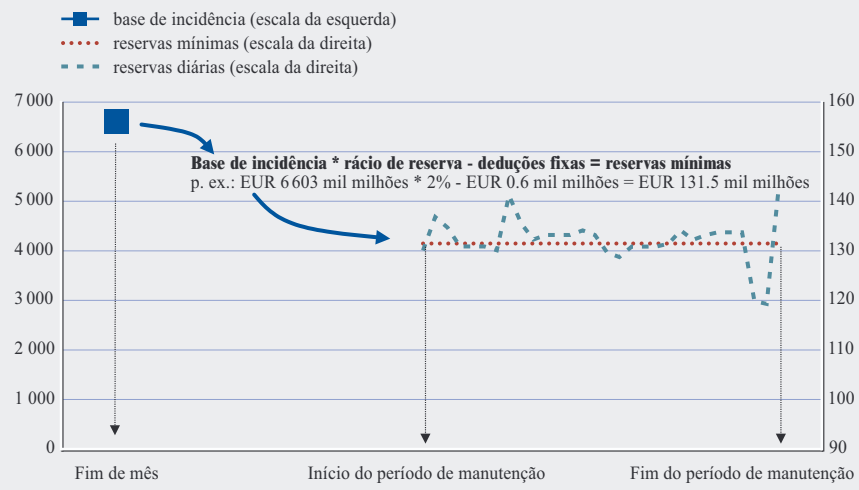
Remuneração das reservas mínimas

Dedução fixa As instituições podem efectuar uma dedução fixa uniforme às reservas obrigatórias. A partir da introdução do euro, foram autorizadas a deduzir €100 000. Esta dedução destina-se a diminuir os custos administrativos decorrentes da gestão de reservas mínimas muito reduzidas.

Cláusulas de média A fim de cumprir as reservas mínimas, as instituições de crédito têm de deter saldos nas contas à ordem abertas nos BCN. A este respeito, o regime de reservas mínimas do Eurosistema permite que as contrapartes utilizem cláusulas de média. Isto significa que o cumprimento das reservas mínimas é determinado com base na média de valores diários das contas de reserva detidas pelas contrapartes ao longo de um período de manutenção de reservas de cerca de um mês.

Gráfico 4.2 O funcionamento do regime de reservas mínimas do Eurosistema

(EUR mil milhões)



Fonte: BCE.

A remuneração corresponde à média, durante o período de manutenção, da “taxa de colocação marginal” (ponderada de acordo com o número de dias de calendário) das operações principais de refinanciamento (ver também Secção 4.4). Dado que as taxas marginais de leilão se situam geralmente muito próximo das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário, as reservas mínimas são remuneradas próximo da taxa do mercado.

Cálculo das reservas mínimas

O Gráfico 4.2 dá um exemplo do cálculo das reservas mínimas do Eurosistema. Neste exemplo, a base de incidência das instituições de crédito é determinada pelas responsabilidades obtidas dos seus balanços em 31 de Maio de 2003. Aplicando o rácio de reserva de 2% à base de incidência relevante e após a dedução fixa, são determinadas as reservas mínimas para o período de manutenção seguinte (que, neste caso, teve início em 24 de Junho e terminou em 23 de Julho de 2003).

A linha azul escura no Gráfico 4.2 indica a forma como as cláusulas de média funcionam no regime de reservas mínimas do Eurosistema. As contas à ordem detidas por instituições de crédito podem flutuar livremente em torno das reservas mínimas, mas as contas à ordem médias devem corresponder, pelo menos, às reservas mínimas durante todo o período de manutenção. No exemplo, as contas à ordem médias detidas por instituições de crédito no Eurosistema ascenderam a €132,1 mil milhões, implicando reservas detidas voluntariamente de €0,6 mil milhões em excesso das reservas mínimas de €131,5 mil milhões.

Funções do sistema

A primeira função primordial do regime de reservas mínimas é a estabilização das taxas de juro do mercado monetário. Esta função é desempenhada pela cláusula de média. A cláusula de média permite que as instituições de crédito regularizem as flutuações de liquidez diária (ou seja, as decorrentes de flutuações na procura de

Estabilização das taxas de juro do mercado monetário

notas), uma vez que os desequilíbrios de reservas transitórios podem ser compensados por desequilíbrios de reservas opostos gerados dentro do mesmo período de manutenção.

A cláusula de média implica que as instituições podem beneficiar da concessão de empréstimos no mercado e registar um défice de reservas sempre que as taxas de prazos mais curtos do mercado monetário ultrapassem as taxas esperadas para o resto do período de manutenção. No cenário oposto, as instituições podem contrair empréstimos no mercado e registar um excedente de reservas. Teoricamente, esta “arbitragem intertemporal” deverá assegurar igualdade ao longo do período de manutenção entre o nível verificado e o nível esperado das taxas de prazos mais curtos do mercado monetário no final do período de manutenção de reservas. Este mecanismo estabiliza a taxa de juro *overnight* durante o período de manutenção e torna desnecessária a intervenção frequente do banco central no mercado monetário.

A cláusula de média funciona de forma muito regular durante o período de manutenção. Porém, no final do período, as reservas mínimas tornam-se obrigatórias e os bancos deixam de poder transferir um excedente ou um défice de liquidez para o futuro. Tal explica as perturbações na EONIA perto do final de cada período de manutenção, como se pode verificar no Gráfico 4.1.

**Aumento da
escassez
estrutural de
liquidez**

Uma segunda função importante atribuída ao regime de reservas mínimas é o aumento da escassez estrutural de liquidez do sistema bancário. A necessidade de as

instituições de crédito deterem reservas nos BCN contribui para um aumento da procura de refinanciamento do banco central, o que, por seu lado, torna mais fácil para o BCE orientar as taxas do mercado monetário através de operações regulares de cedência de liquidez.

4.4 OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO

As operações de mercado aberto do Eurosistema podem dividir-se nas quatro categorias que se seguem, de acordo com o seu objectivo, regularidade e com os procedimentos adoptados: operações principais de refinanciamento, operações de refinanciamento de prazo alargado, operações ocasionais de regularização e operações estruturais (ver Quadro 4.1 e Caixa 4.3).

Operações principais de refinanciamento

Como acima mencionado, as operações principais de refinanciamento são as operações de mercado aberto mais importantes executadas pelo Eurosistema. Desempenham um papel crucial para efeitos de orientar as taxas de juro, gerir a situação de liquidez no mercado e assinalar a orientação da política monetária (através da taxa das operações principais de refinanciamento fixada pelo Conselho do BCE). Proporcionam também o maior volume de liquidez ao sistema bancário. As operações principais de refinanciamento são executadas de forma descentralizada pelos BCN.

As operações principais de refinanciamento são operações de cedência de liquidez, realizadas com uma frequência semanal. Em 2003, o Conselho do BCE decidiu que, a partir de Março de 2004, o prazo destas

**Quatro
categorias de
operações de
mercado
aberto**

**Funções das
operações
principais de
refinanciamento**

**Frequência e
prazo**

operações seria reduzido de duas para uma semana (ver Caixa 4.2).

Leilões normais

As operações principais de refinanciamento são realizadas através de leilões normais. No contexto do quadro operacional do Eurosistema, “normal” indica operações de leilão realizadas de acordo com um calendário pré-anunciado, efectuado num prazo de 24 horas, contado desde o anúncio do leilão até à comunicação dos resultados. Todas as contrapartes que cumpram os critérios gerais de elegibilidade podem participar nestas operações. Em princípio, todas as instituições de crédito localizadas na área do euro são potencialmente contrapartes elegíveis do Eurosistema (ver Caixa 4.1).

Leilões de taxa fixa e de taxa variável

O Eurosistema pode executar os seus leilões sob a forma de leilões de taxa fixa ou de taxa variável. No primeiro caso, a taxa de juro é fixada antecipadamente pelo Conselho do BCE e as contrapartes licitam o montante que pretendem transaccionar à taxa de juro fixa. No segundo caso, as contrapartes licitam quer o montante que pretendem transaccionar, quer a taxa de juro à qual pretendem efectuar a transacção. O Conselho do BCE pode fixar uma taxa mínima de proposta para os leilões de taxa variável, a fim de assinalar a orientação da política monetária.

Em ambos os procedimentos de leilão, o BCE decide quanto ao montante de liquidez a ceder. Num leilão de taxa fixa, tal implica normalmente uma colocação através de rateio das propostas dos bancos individuais, dependendo do rácio entre as propostas totais e a liquidez total a colocar. Num leilão de taxa variável, as propostas com as taxas de juro mais

elevadas são satisfeitas em primeiro lugar, seguidas das propostas com as taxas sucessivamente mais baixas, até o montante total de liquidez a colocar ser esgotado. À taxa mais baixa aceite, a “taxa de colocação marginal”, as propostas são satisfeitas através de rateio, de acordo com a decisão do BCE quanto ao montante total de liquidez a colocar. Para cada colocação individual, a taxa de juro é igual à proposta de taxa de juro.

Entre o início de 1999 e Junho de 2000, o Eurosistema realizou as suas operações principais de refinanciamento através de leilões de taxa fixa. A partir de 27 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento foram realizadas através de leilões de taxa variável, com uma taxa mínima de proposta, utilizando um procedimento de taxa múltipla. A razão para a alteração deveu-se à elevada sobrelicitação nas operações principais de refinanciamento de taxa fixa, o que resultou da existência de um diferencial amplo e persistente entre as taxas de juro do mercado monetário e a taxa fixa aplicada às operações principais de refinanciamento no início de 2000. Este diferencial, por seu lado, deveu-se em grande parte às expectativas de mercado de novos aumentos nas taxas de juro do BCE, em especial na Primavera de 2000. O diferencial entre as taxas de mercado e a taxa das operações principais de refinanciamento do BCE tornou muito atractivo para os bancos a obtenção de fundos do banco central, levando-os a apresentar propostas muito elevadas. Num leilão de taxa variável, pelo contrário, os bancos não têm incentivo para sobrelicitar, uma vez que teriam de pagar um preço mais elevado caso pretendessem obter mais liquidez.

Utilização dos procedimentos de leilão desde 1999

Caixa 4.2 Alterações ao prazo das operações principais de refinanciamento e ao período de manutenção de reservas a partir de Março de 2004

Como referido na Secção 4.4, registaram-se períodos de tensão no passado, em alturas em que especulação acentuada sobre uma alteração iminente das taxas de juro afectou a licitação das contrapartes nas operações principais de refinanciamento. Em diversas ocasiões na Primavera de 2000, quando se verificavam expectativas elevadas de que as taxas de juro directoras do BCE estariam prestes a ser aumentadas, as contrapartes apresentaram propostas cada vez mais excessivas nas operações principais de refinanciamento, que na altura eram executadas através de leilões de taxa fixa (conduzindo ao que se designa por “sobrelicitação”). De igual modo, expectativas de uma redução iminente das taxas directoras do BCE levaram, ocasionalmente, as contrapartes a apresentar propostas que, em termos agregados, ficaram aquém do montante necessário para assegurar o cumprimento das reservas mínimas (“sublicitação”).

Ambos os problemas foram originados sobretudo pelo facto de o calendário dos períodos de manutenção de reservas – que tinham início no dia 24 de cada mês e terminavam no dia 23 do mês seguinte – ser independente das datas das reuniões do Conselho do BCE nas quais se decidiam as alterações às taxas directoras do BCE. Assim, alterações a estas taxas poderiam ocorrer no decorrer de um período de manutenção de reservas. Além disso, do prazo das operações principais de refinanciamento semanais (que era de duas semanas) decorria que pelo menos a última operação de cada período de manutenção de reservas se sobrepunha ao período de manutenção seguinte. Em consequência, o comportamento de licitação nas operações principais de refinanciamento realizadas no final de um período de manutenção poderia ser afectado por expectativas de alterações nas taxas de juro directoras do BCE no período de manutenção de reservas seguinte.

Para fazer face a este problema, em 2003 o Conselho do BCE decidiu sobre duas medidas – em vigor a partir de Março de 2004 – para evitar que a especulação sobre alterações nas taxas durante um período de manutenção afectasse as condições do mercado monetário de muito curto prazo: (i) o calendário de início dos períodos de manutenção de reservas foi alterado, e (ii) o prazo das operações principais de refinanciamento foi reduzido para uma semana¹. Especificamente, decidiu-se que, com efeitos a partir de Março de 2004, os períodos de manutenção teriam início no dia de liquidação da primeira operação principal de refinanciamento após a reunião do Conselho do BCE, na qual é agendada a avaliação mensal da orientação da política monetária, e terminariam no dia anterior ao dia de liquidação correspondente no mês seguinte. Esta relação directa entre a reunião do Conselho do BCE e o início do período de manutenção de reservas mínimas irá assegurar que, regra geral, não existem expectativas de alterações às taxas directoras do BCE ocorrerem durante um período de manutenção. A redução do prazo das operações principais de refinanciamento teve como objectivo eliminar a repercussão da especulação sobre as taxas de juro de um período de manutenção para o seguinte. O objectivo das medidas combinadas foi de contribuir no sentido da estabilização das condições em que as instituições de crédito licitam nas operações principais de refinanciamento.

¹ Períodos de manutenção anteriores a Março de 2004: do dia 24 de cada mês ao dia 23 do mês seguinte.

Contudo, surgiu um problema diferente nos leilões de taxa variável com uma taxa mínima de proposta. Em alguns casos, o montante agregado de todas as propostas apresentadas no leilão foi menor do que o montante necessário para o cumprimento regular das reservas mínimas (“sublicitação”). Dado que estes episódios também resultaram de uma especulação significativa sobre as taxas de juro, o Conselho do BCE decidiu ajustar o seu quadro operacional a partir de Março de 2004 (ver Caixa 4.2).

Publicação de necessidades de liquidez

Depois da mudança para leilões de taxa variável, o Eurosistema começou também a anunciar, todas as semanas, as necessidades de liquidez estimadas do sistema bancário para o período até ao dia anterior à liquidação da operação principal de refinanciamento seguinte. A publicação desta estimativa apoia as contrapartes na preparação das suas propostas para a operação principal de refinanciamento seguinte. A Secção 4.6 descreve os factores que determinam as necessidades de liquidez do sistema bancário.

Operações de refinanciamento de prazo alargado

Operações de refinanciamento de prazo alargado

Além das operações principais de refinanciamento semanais, o Eurosistema realiza também operações de refinanciamento de prazo alargado mensais com um prazo de três meses. Estas operações destinam-se a ceder liquidez de mais longo prazo ao sistema bancário. Tal é considerado útil a fim de evitar que toda a liquidez no mercado monetário tenha de ser renovada todas as semanas ou de duas em duas semanas e de proporcionar às contrapartes acesso a refinanciamento a mais longo prazo. Tal como as operações

principais de refinanciamento, estas operações de refinanciamento de prazo alargado são executadas através de leilões normais, de forma descentralizada, podendo nelas participar todas as contrapartes que preencham os critérios gerais de elegibilidade (ver Caixa 4.1).

Uma vez que não foi considerado desejável que o Eurosistema influenciasse as taxas do mercado monetário em mais do que um ponto ao longo de todo o espectro de maturidades, as operações de refinanciamento de prazo alargado foram concebidas para assegurar que o Eurosistema actua como “tomador de taxa” nestas operações. A fim de não atenuar o sinal proveniente das operações principais de refinanciamento do Eurosistema, as operações de refinanciamento de prazo alargado são executadas através de verdadeiros leilões de taxa variável, com volumes de colocação pré-anunciados. O Conselho do BCE indica com antecedência o volume a colocar nos leilões seguintes.

Eurosistema enquanto “tomador de taxa”

Em média, as operações de prazo alargado representavam 26% do saldo das operações de mercado aberto entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003. Nos dois primeiros meses de 1999, as operações de refinanciamento de prazo alargado foram executadas através de leilões de taxa variável, utilizando um procedimento de taxa única (ou seja, todas as propostas satisfeitas foram colocadas à mesma taxa de juro). A partir de Março de 1999, aquelas operações foram executadas através de leilões de taxa variável, utilizando um procedimento de taxa múltipla (ou seja, as propostas foram satisfeitas à taxa das propostas individuais).

Cedência de liquidez adicional

Caixa 4.3 Tipos de transacções de mercado aberto

As operações reversíveis são o principal instrumento das operações de mercado aberto do Eurosistema e podem ser utilizadas para todos os tipos de operações de mercado aberto de cedência de liquidez. O Eurosistema tem à sua disposição três outras modalidades para a realização de operações ocasionais de regularização: transacções definitivas, *swaps* cambiais e constituição de depósitos a prazo fixo. Por último, para as operações estruturais, o BCE pode emitir certificados de dívida (ver Quadro 4.1).

1. Operações reversíveis

As operações reversíveis consistem em operações nas quais o Eurosistema compra ou vende activos elegíveis sob a forma de acordos de reporte ou concede crédito sob a forma de empréstimos garantidos por penhor de activos elegíveis. As operações principais de refinanciamento e as operações de refinanciamento de prazo alargado são efectuadas sob a forma de operações reversíveis. Além disso, operações estruturais e operações ocasionais de regularização podem também ser efectuadas pelo Eurosistema sob a forma de operações reversíveis.

Sempre que as operações reversíveis tomam a forma de acordos de reporte, a diferença entre o preço de compra e o preço de recompra corresponde aos juros devidos sobre o montante do crédito obtido ou concedido durante o prazo da operação, ou seja, o preço de recompra inclui os juros a pagar. A taxa de juro de uma operação reversível sob a forma de empréstimo garantido é determinada aplicando a taxa de juro específica ao montante do crédito durante o prazo da operação.

2. Transacções definitivas

As transacções definitivas de mercado aberto são operações em que o Eurosistema compra ou vende no mercado, a título definitivo, activos elegíveis. Estas operações são executadas apenas para efeitos estruturais e de *fine-tuning*.

3. *Swaps* cambiais

Os *swaps* cambiais executados para fins de política monetária consistem na realização simultânea de duas transacções, à vista e a prazo (*spot* e *forward*), de euros contra uma moeda estrangeira. Podem ser utilizados para efeitos de *fine-tuning*, com o principal objectivo de gerir a situação de liquidez no mercado e de orientar as taxas de juro.

4. Constituição de depósitos a prazo fixo

O Eurosistema pode convidar as contrapartes a constituírem depósitos a prazo fixo, remunerados, nos BCN dos Estados-Membros onde a contraparte se encontra estabelecida. A constituição de depósitos a prazo fixo está prevista apenas para efeitos de *fine-tuning*, a fim de absorver liquidez do mercado.

5. Emissão de certificados de dívida do BCE

O BCE pode emitir certificados de dívida com o objectivo de alterar a posição estrutural do Eurosistema face ao sector financeiro, com vista à criação ou ao aumento de escassez de liquidez no mercado.

Operações ocasionais de regularização

Operações ocasionais de regularização (*fine-tuning*)

O Eurosistema pode também realizar operações de mercado aberto numa base *ad hoc*, ou seja, operações ocasionais de regularização. A frequência e o prazo destas operações não são normalizados. As operações ocasionais de regularização podem ser de absorção de liquidez ou de cedência de liquidez. Destinam-se a gerir a situação de liquidez e a orientar as taxas de juro no mercado monetário, em especial para amortizar os efeitos produzidos sobre estas por flutuações inesperadas da liquidez no mercado monetário. As operações ocasionais de regularização são também importantes para apoiar o funcionamento normal dos mercados e para ceder liquidez em condições altamente excepcionais, como aconteceu após os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 nos Estados Unidos.

As operações ocasionais de regularização podem ser efectuadas sob a forma de operações reversíveis, transacções definitivas, *swaps* cambiais e constituição de depósitos a prazo fixo, que se encontram descritos na Caixa 4.3. Porém, dados os muitos outros instrumentos utilizados pelo Eurosistema, é apenas necessário um recurso bastante limitado a operações ocasionais de regularização. Até ao final de Junho de 2003, o Eurosistema tinha realizado apenas oito operações ocasionais de regularização, isto é, menos de duas por ano, em média.

Leilões rápidos e procedimentos bilaterais

Tendo em vista o seu objectivo, as operações ocasionais de regularização são normalmente realizadas através de leilões “rápidos”. Estes são executados no prazo de uma hora contado a partir do seu anúncio até à comunicação dos

resultados da colocação. As operações ocasionais de regularização também podem ser realizadas através de procedimentos bilaterais, nos quais o Eurosistema realiza uma transacção com uma ou algumas contrapartes sem recorrer a leilões.

A eventual necessidade de uma rápida intervenção em caso de uma evolução inesperada do mercado torna desejável que o Eurosistema mantenha um elevado grau de flexibilidade na especificação das operações ocasionais de regularização. Estas são normalmente realizadas de forma descentralizada pelos BCN, embora o Conselho do BCE possa decidir, em circunstâncias excepcionais, que as operações ocasionais de regularização bilaterais sejam realizadas pelo BCE. Por motivos operacionais, apenas um número limitado de contrapartes seleccionadas pode participar nas operações ocasionais de regularização.

Elevado grau de flexibilidade

Operações estruturais

O quadro operacional também possibilita ao Eurosistema realizar “operações estruturais”. Estas operações procuram alterar a posição estrutural de liquidez do Eurosistema face ao sistema bancário, ou seja, o montante de liquidez no mercado a mais longo prazo. Estas operações podem ser realizadas sob a forma de operações reversíveis, de transacções definitivas ou da emissão de certificados de dívida (ver Caixa 4.3). No final de Junho de 2003, o Eurosistema não tinha realizado quaisquer operações deste tipo, com vista a influenciar a posição estrutural de liquidez do sistema bancário.

Operações estruturais

Em princípio, as operações estruturais podem ser operações de

cedência ou de absorção de liquidez e a sua frequência pode ser regular ou não regular. As operações estruturais podem ser realizadas através de leilões normais e o seu prazo não deve ser normalizado. As operações estruturais podem ser executadas de forma descentralizada e todas as contrapartes que satisfaçam os critérios gerais de elegibilidade podem ser autorizadas a participar.

4.5 FACILIDADES PERMANENTES

Como já referido, o Eurosistema procede também à execução da política monetária através da fixação das taxas de juro das suas facilidades permanentes. As facilidades permanentes cedem ou absorvem liquidez pelo prazo *overnight*, por iniciativa das contrapartes. As contrapartes elegíveis têm à sua disposição duas facilidades permanentes: a facilidade permanente

de cedência de liquidez e a facilidade permanente de depósito. O incentivo para que os bancos utilizem as facilidades permanentes é reduzido devido às taxas de juro que lhes são aplicáveis, normalmente desfavoráveis quando comparadas com as taxas de mercado.

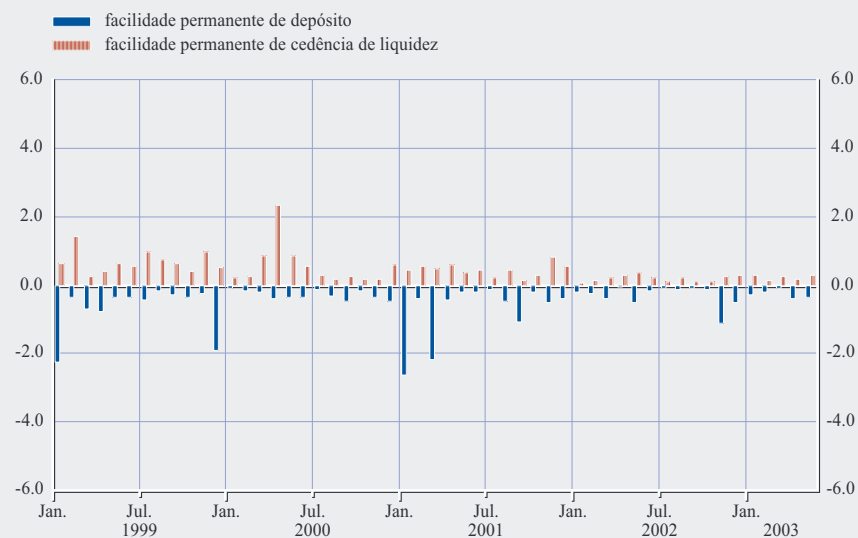
O Gráfico 4.3 mostra a utilização média diária das facilidades permanentes entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003, a qual, em geral, se situou abaixo de €1000 milhões, demonstrando que servem apenas para ceder e absorver liquidez em circunstâncias excepcionais. A introdução do euro no início de 1999 e a transição para o ano 2000 foram exemplos dessas circunstâncias excepcionais e explicam o nível relativamente elevado do recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez nos períodos de manutenção de reservas que terminaram em

...são importantes em circunstâncias excepcionais...

As facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito...

Gráfico 4.3 Recurso às facilidades permanentes entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003

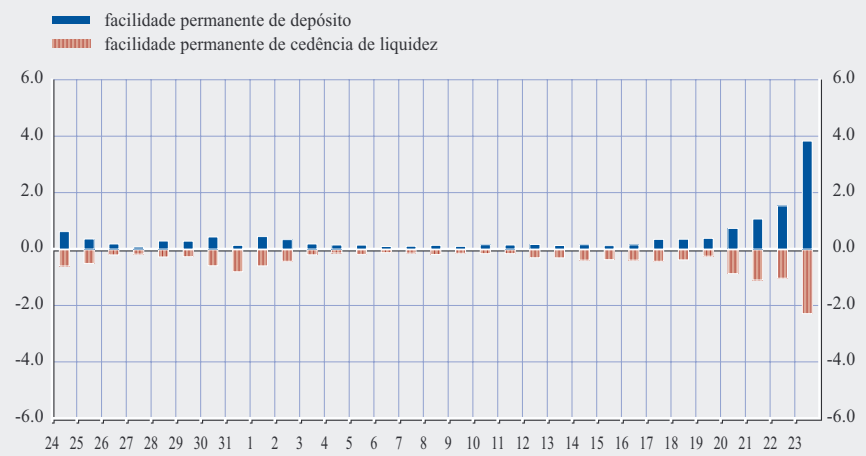
(EUR mil milhões; médias de posições diárias durante o período de manutenção)



Fonte: BCE.

Gráfico 4.4 Recurso às facilidades permanentes num período de manutenção

(EUR mil milhões; média de posições diárias de Fevereiro de 1999 a Junho de 2003)



Fonte: BCE.

Fevereiro de 1999¹² e em Janeiro de 2000, respectivamente.

desequilíbrios opostos no mesmo período de manutenção de reservas.

...e no final do período de manutenção de reservas mínimas

O Gráfico 4.4 reflecte o padrão típico de recurso às facilidades permanentes num período de manutenção de reservas. Como se pode observar no gráfico, a utilização das facilidades permanentes é maior no final do período de manutenção. Tal deve-se ao mecanismo de cláusulas de média do regime de reservas mínimas, que permite às instituições de crédito registar défices e excedentes de liquidez diários e antecipar o cumprimento das reservas mínimas ou adiá-lo para o final do período de manutenção de reservas. Como anteriormente referido, as reservas tornam-se obrigatórias apenas no último dia do período de manutenção, quando os défices ou os excedentes de liquidez deixam de poder ser compensados por

4.6 LIQUIDEZ DO BANCO CENTRAL E NECESSIDADES DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO

Em síntese, o quadro operacional é o conjunto de instrumentos e procedimentos que um banco central utiliza para orientar as taxas de juro, gerir a liquidez no mercado monetário e assinalar as intenções de política monetária através das taxas de juro directoras do BCE fixadas pelo Conselho do BCE. O sistema bancário da área do euro – devido à sua necessidade de notas e à obrigação de cumprir as reservas mínimas, em particular – tem um défice de liquidez agregado e depende de refinanciamento por parte do Eurosistema. Neste contexto, o Eurosistema actua como cedente de liquidez e pode, por conseguinte, orientar as taxas de juro

Eurosistema enquanto cedente de liquidez

¹² O primeiro período de manutenção de reservas foi mais longo do que o normal, decorrendo entre 1 de Janeiro de 1999 e 23 de Fevereiro de 1999.

do mercado monetário e transmitir impulsos de política monetária em toda a área do euro.

Balço consolidado do Eurosistema

O balanço consolidado do Eurosistema pode contribuir para ilustrar a interação entre o Eurosistema e o sistema bancário. O Quadro 4.3 apresenta uma forma simplificada de balanço normalizado de um banco central.

Activo

O activo inclui três rubricas principais de cedência de liquidez: “refinanciamento das instituições de crédito”, “facilidade permanente de cedência de liquidez” e “disponibilidades líquidas sobre o exterior”. O refinanciamento das instituições de crédito refere-se ao saldo das operações de mercado aberto de cedência de liquidez. No caso do Eurosistema, estas operações incluem sempre as operações principais de refinanciamento e as operações de refinanciamento de prazo alargado. As operações ocasionais de regularização de cedência de liquidez e as operações estruturais de cedência de liquidez deveriam ser também incluídas nesta rubrica. A facilidade permanente de cedência de liquidez refere-se ao crédito concedido pelo banco central pelo prazo *overnight* às instituições de crédito com recurso a esta facilidade. As disponibilidades líquidas sobre o exterior referem-se a activos em moeda estrangeira detidos pelo banco central, líquidos de quaisquer responsabilidades do banco central denominadas em moeda estrangeira.

Passivo

O passivo inclui cinco rubricas principais. São estas “contas à ordem detidas por instituições de crédito”, “facilidade permanente de depósito”, “notas em circulação”, “depósitos das administrações públicas” e “outros

factores líquidos”. As contas à ordem detidas por instituições de crédito referem-se a saldos detidos por instituições de crédito no banco central a fim de cumprir as obrigações de liquidação das transacções interbancárias e de cumprir as reservas mínimas (também referidas apenas como “reservas”). A facilidade permanente de depósito refere-se ao recurso total, pelo prazo *overnight*, a esta facilidade permanente. Notas indica o valor das notas que o banco central põe em circulação a pedido das instituições de crédito. É geralmente a maior rubrica do passivo. Depósitos das administrações públicas reflecte a existência de saldos de contas à ordem detidas pelos Tesouros nacionais nos BCN. Por último, outros factores líquidos é uma rubrica de equilíbrio que abrange as restantes rubricas do balanço.

Do ponto de vista contabilístico, os montantes do total do activo e do passivo devem ser sempre iguais. A fim de compreender a forma como um banco central opera, é conveniente separar o balanço em três elementos, como indicado pelos três painéis inferiores do Quadro 4.3.

Como se verifica no quadro, o montante líquido de liquidez efectivamente cedida pelo banco central às instituições de crédito é a soma de dois elementos. O primeiro elemento é constituído pelos “factores autónomos” (soma das notas em circulação mais depósitos das administrações públicas menos disponibilidades líquidas sobre o exterior mais outros factores (líquidos), isto é, o efeito líquido das restantes rubricas do balanço que afectam a liquidez do mercado monetário). Estes factores influenciam

Cedência e procura de liquidez

Quadro 4.3 Estrutura do balanço do banco central

Um balanço normalizado do banco central:	
Activo	Passivo
Refinanciamento das instituições de crédito	Contas à ordem detidas por instituições de crédito (reservas)
Facilidade permanente de cedência de liquidez	Facilidade permanente de depósito
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	Notas em circulação Depósitos das administrações públicas Outros factores (líquidos)
Pode ser reorganizado da seguinte forma:	
Cedência de liquidez através de operações de política monetária “refinanciamento das instituições de crédito” mais “facilidade permanente de cedência de liquidez” menos “facilidade permanente de depósito”	
igual a	
Factores autónomos “notas em circulação” mais “depósitos das administrações públicas” menos “disponibilidades líquidas sobre o exterior” mais “outros factores (líquidos)”	
mais	
Reservas “contas à ordem detidas por instituições de crédito”	

a liquidez do sistema bancário e são denominados “autónomos” na gíria do banco central, dado que normalmente não resultam da utilização de instrumentos de política monetária¹³.

O segundo elemento é constituído por reservas das instituições de crédito (contas à ordem detidas por instituições de crédito). A soma dos factores autónomos mais as reservas é igual à cedência de liquidez através de operações de política monetária (soma do refinanciamento das instituições de crédito mais a facilidade permanente de cedência de liquidez menos a facilidade permanente de depósito).

Passando desta análise esquemática para o balanço efectivo do Eurosistema, o Quadro 4.4 mostra os contributos das principais rubricas para a liquidez do sistema bancário no período de manutenção de reservas mínimas entre 24 de Maio de 2003 e 23 de Junho de 2003. Grande parte da liquidez foi cedida através das operações principais de refinanciamento. Foi cedida liquidez adicional através das operações de refinanciamento de prazo alargado. As facilidades permanentes e outras operações, tais como as operações ocasionais de regularização, normalmente têm apenas um impacto marginal sobre a liquidez do sistema bancário.

Contributos das principais rubricas

¹³ Alguns dos factores autónomos não se encontram sob o controlo das autoridades monetárias (notas em circulação e depósitos das administrações públicas). Outros factores, tais como as disponibilidades líquidas sobre o exterior, podem ser controlados pelas autoridades monetárias, mas as transacções nesses activos não estão normalmente relacionadas com operações de política monetária (excepto no caso de *swaps* cambiais; ver Caixa 4.2).

Quadro 4.4 Contribuições para a liquidez do sistema bancário

(EUR mil milhões; existências médias diárias de 24 Maio de 2003 a 23 de Junho de 2003)

	Cedência de liquidez (Activo)	Absorção de liquidez (Passivo)	Contribuição líquida
Operações de política monetária do Eurosistema			
Operações principais de refinanciamento	194.7	–	+ 194.7
Oper. de refinanciamento de prazo alargado	45.0	–	+ 45.0
Outras operações de mercado aberto	0.0	0.0	0.0
Facilidades permanentes	0.4	0.3	+ 0.1
Total (a)	240.1	0.3	+ 239.8
Factores autónomos que afectam a liquidez do sistema bancário			
Notas em circulação	–	373.2	- 373.2
Depósitos das administrações públicas no Eurosistema	–	52.6	- 52.6
Disponibilidades líquidas sobre o exterior	331.3	–	+ 331.3
Outros factores (líquidos)	–	13.2	- 13.2
Total (b)	331.3	439.0	- 107.7
Reservas = contas à ordem detidas por instituições de crédito no Eurosistema			
Reservas mínimas (c)			131.5
Reservas excedentárias (d)			0.6
Total (a)+(b), (c)+(d)			132.1

Fonte: BCE.

A segunda parte do Quadro 4.4. mostra os factores autónomos. O efeito de absorção de liquidez destes factores é gerado sobretudo pelas notas em circulação e pelos depósitos das administrações públicas no Eurosistema. As notas em circulação absorvem a liquidez do sistema bancário visto que têm de ser obtidas do banco central e, por essa razão, as instituições de crédito têm de solicitar empréstimos de fundos ao banco central. Existe também um efeito contrário sobre a liquidez do sistema bancário, relacionado com as disponibilidades líquidas sobre o exterior do Eurosistema. As aquisições de activos sobre o exterior pelo Eurosistema injectam liquidez no sistema bancário e reduzem a necessidade de operações de política

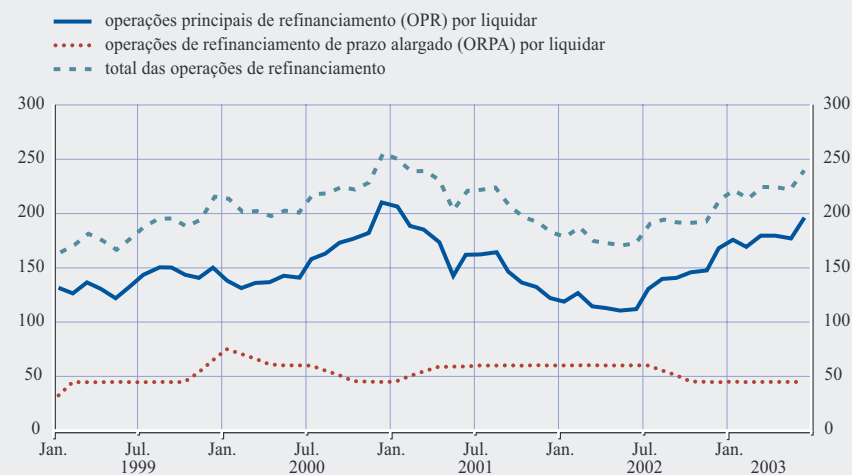
monetária de cedência de liquidez. As reservas mínimas têm um efeito de absorção de liquidez de dimensão idêntica à de todos os factores autónomos em conjunto. A diferença entre as contas à ordem detidas por instituições de crédito no Eurosistema e as reservas mínimas constitui as reservas excedentárias (as quais, no geral, se têm situado num valor bastante baixo de aproximadamente 0.5% das reservas mínimas na área do euro).

Os Gráficos 4.5 e 4.6 mostram a forma como os factores de cedência de liquidez e de absorção de liquidez se desenvolveram entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003. O Gráfico 4.5 mostra que grande parte da liquidez foi cedida através das operações

Importância relativa dos factores de cedência de liquidez

Gráfico 4.5 Volume das operações principais de refinanciamento e de refinanciamento de prazo alargado

(EUR mil milhões; médias de posições diárias durante o período de manutenção)



Fonte: BCE.

principais de refinanciamento, reflectindo o papel primordial desempenhado por este instrumento de política monetária. Foi cedida liquidez adicional através das operações de refinanciamento de prazo alargado. Como se pode observar no Gráfico 4.5, este montante oscilou entre €45 e €75 mil milhões ao longo do período em análise.

Importância relativa dos factores de absorção de liquidez

O Gráfico 4.6 mostra a evolução dos dois principais factores que criam um défice de liquidez estrutural no sistema bancário. As reservas mínimas têm geralmente representado mais de metade das necessidades de liquidez totais do sistema bancário. O efeito de absorção de liquidez total dos factores autónomos tem registado uma maior variação ao longo do tempo, reflectindo em particular a grande diminuição das notas em circulação antes da transição para o euro fiduciário em Janeiro de 2002 e a recuperação significativa após essa data.

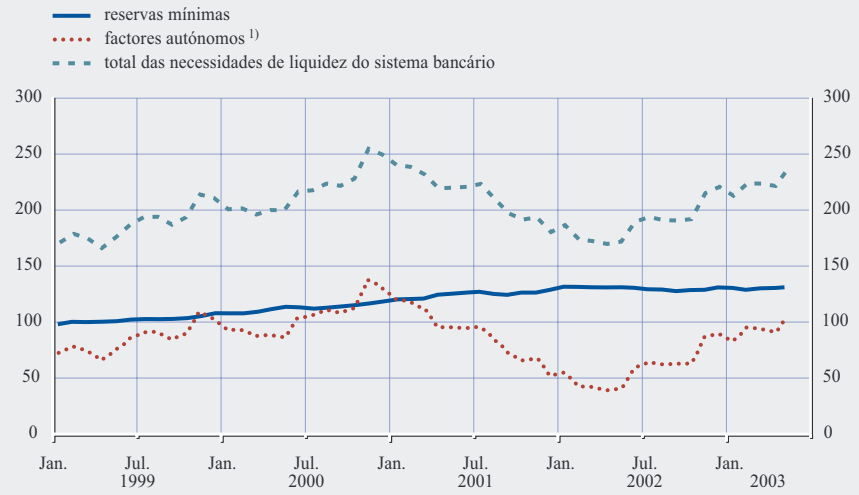
4.7 EXPERIÊNCIA ENTRE JANEIRO DE 1999 E JUNHO DE 2003

O quadro operacional do Eurosistema tem funcionado bem desde o início de 1999, tendo geralmente permitido ao BCE orientar as condições de liquidez e as taxas de juro de curto prazo de forma regular. As únicas excepções foram algumas ocasiões de sublicitação e sobrelicitação nas operações principais de refinanciamento. No entanto, a volatilidade média das taxas de juro de curto prazo no mercado monetário da área do euro nos primeiros anos da Terceira Fase da UEM manteve-se baixa face a padrões internacionais. Esta baixa volatilidade das taxas de curto prazo do mercado monetário foi alcançada com um recurso muito reduzido a operações ocasionais de regularização, ou seja, quase inteiramente através de uma combinação de um regime de reservas mínimas com cláusulas de média e operações de mercado aberto semanais.

Baixa volatilidade das taxas de juro de curto prazo

Gráfico 4.6 Reservas mínimas e factores autónomos de liquidez

(EUR mil milhões; médias de posições diárias durante o período de manutenção)



Fonte: BCE.

1) Os factores autónomos incluem as notas em circulação mais os depósitos das administrações públicas mais outros factores menos disponibilidades líquidas sobre o exterior.

Condições estáveis do mercado monetário são úteis para a transmissão eficiente da política monetária à economia. Além disso, reflectem um elevado grau de credibilidade das capacidades operacionais e de gestão de liquidez do banco central.

Assinalar claramente a orientação da política monetária

A realização de operações de leilão de taxa fixa nas operações principais de refinanciamento até Junho de 2000 permitiu assinalar claramente a orientação da política monetária. Esta avaliação positiva de sinalização clara tem também sido válida para o procedimento de leilão de taxa variável com uma taxa mínima de proposta aplicado a partir de Junho de 2000. Este sistema tem funcionado bem, como se pode verificar pelo diferencial relativamente pequeno entre a taxa de colocação marginal e a taxa mínima de proposta. Além disso, a volatilidade das taxas de curto prazo

do mercado monetário tem-se mantido tão baixa como durante o período de leilões de taxa fixa.

Por último, o quadro operacional – com operações principais de refinanciamento semanais e operações de refinanciamento de prazo alargado mensais – cumpriu os objectivos quer de ceder liquidez a mais longo prazo às instituições de crédito, quer de providenciar ao Eurosistema flexibilidade suficiente para controlar a evolução da liquidez com uma precisão adequada a curto prazo. O quadro operacional também mostrou ser robusto quando confrontado com uma série de desafios excepcionais, como por exemplo a transição para o ano 2000 e os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001, e tem demonstrado um grau de flexibilidade muito elevado para lidar com circunstâncias imprevistas.

Quadro operacional flexível

5 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NOS PRIMEIROS ANOS DA POLÍTICA MONETÁRIA ÚNICA

Este capítulo ilustra o modo como a política monetária foi conduzida na área do euro entre 1999 e meados de 2003. Ao longo deste período, a área do euro viu-se confrontada com uma grande variedade de choques económicos cujas natureza, dimensão e persistência variaram ao longo do tempo. Neste contexto, o Conselho do BCE tomou as suas decisões de política monetária claramente incidindo na necessidade de manter a estabilidade de preços a médio prazo.

5.1 INTRODUÇÃO

Prioridade à manutenção da estabilidade de preços a médio prazo

Desde o início da Terceira Fase da UEM em 1999, a condução da política monetária na área do euro regeu-se pelo objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços a médio prazo. Ao avaliar os riscos para a estabilidade de preços na área do euro, o Conselho do BCE teve sempre por base o quadro definido na sua estratégia de política monetária, implicando uma análise abrangente das tendências económicas e monetárias na área do euro (ver Capítulo 3).

Alteração da frequência das reuniões do Conselho do BCE em que se avalia a orientação da política monetária

Nos primeiros anos da União Monetária, o Conselho do BCE avaliou a orientação da política monetária em reuniões com uma frequência quinzenal. Porém, em Novembro de 2001, o Conselho do BCE decidiu que a partir dessa data – como regra – avaliaria a orientação da política monetária apenas na primeira reunião do mês. Do mesmo modo, foi anunciado que as decisões relativas às taxas de juro normalmente seriam tomadas durante essa reunião, enquanto na segunda reunião do mês o Conselho do BCE centrar-se-ia em questões relacionadas com as outras atribuições e responsabilidade do BCE e do Eurosistema.

No geral, podem ser distinguidas três etapas no que se refere à direcção da política monetária entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003 (ver Gráfico 4.1). No início de 1999, uma combinação de factores que já tinham afectado os países que tinham aderido à área do euro em 1998 aumentaram os riscos descendentes para a estabilidade de preços na área do euro. Em reacção a esta situação, em Abril de 1999 o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa fixa das operações principais de refinanciamento para 2.5%.

Mais tarde, entre o Verão de 1999 e o final de 2000, as pressões inflacionistas cresceram gradualmente num contexto de forte crescimento económico, pressões crescentes sobre os preços das importações resultantes da subida dos preços do petróleo e de um enfraquecimento da taxa de câmbio, e um elevado crescimento monetário. Neste contexto, o Conselho do BCE aumentou gradualmente as suas taxas de juro directoras num total de 225 pontos base entre Novembro de 1999 e Outubro de 2000.

Posteriormente, após um período de sinais contraditórios no virar de 2000, a partir da Primavera de 2001 a evidência confirmou de forma crescente a perspectiva de que as pressões inflacionistas estavam a

É possível distinguir três etapas: lançamento da Terceira Fase até ao Verão de 1999,...

...entre o Verão de 1999 e o final de 2000...

...e uma terceira etapa que teve início na Primavera de 2001

atenuar-se gradualmente. Os principais factores subjacentes à redução das pressões inflacionistas foram um crescimento económico moderado e uma taxa de câmbio do euro mais forte no contexto de um ajustamento acentuado nos mercados financeiros e de elevada incerteza geopolítica. Neste contexto, o Conselho do BCE reduziu gradualmente as taxas de juro directoras do BCE em 275 pontos base entre Maio de 2001 e Junho de 2003. Os desafios enfrentados pela política monetária única nos seus primeiros quatro anos e meio de existência são explicados com maior pormenor na secção seguinte.

5.2 PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS

Transferência da responsabilidade pela política monetária para o BCE

O processo de convergência que conduziu à Terceira Fase da UEM foi concluído com êxito quando o BCE assumiu a responsabilidade pela política monetária na área do euro em

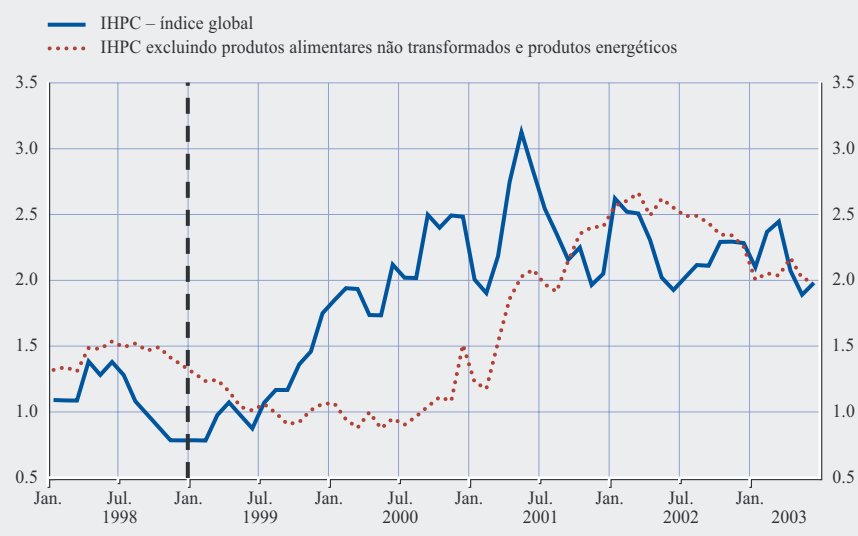
1 de Janeiro de 1999. A estabilidade de preços foi alcançada nos países que constituíam a área do euro, permitindo ao Conselho do BCE dar início às suas operações numa altura em que as taxas de juro já se situavam em níveis muito baixos. A primeira taxa de juro das operações principais de refinanciamento foi fixada em 3%, tendo a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa da facilidade permanente de depósito sido fixadas em 4.5% e 2%, respectivamente. Estas taxas foram anunciadas em 22 de Dezembro de 1998, na sequência, em 3 de Dezembro, de uma redução coordenada das taxas de juro directoras pelos BCN dos países que adoptaram o euro desde o início.

No primeiro trimestre de 1999, a evolução dos preços manteve-se moderada, principalmente devido aos efeitos de anteriores choques de oferta positivos relacionados, em particular, com a queda dos preços do petróleo e

Riscos descendentes para a estabilidade de preços no início de 1999...

Gráfico 5.1 Inflação medida pelo IHPC

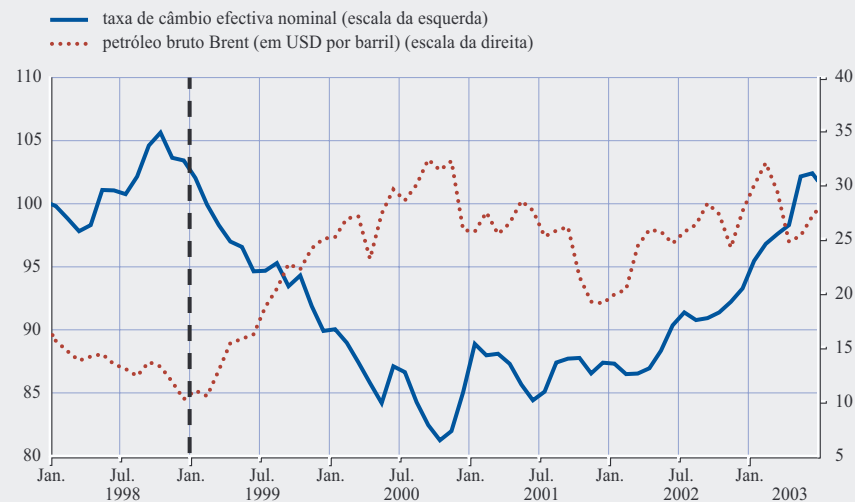
(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: Eurostat.

Gráfico 5.2 Taxa de câmbio efectiva nominal do euro e preços do petróleo

(médias mensais: índice 1999 T1=100)



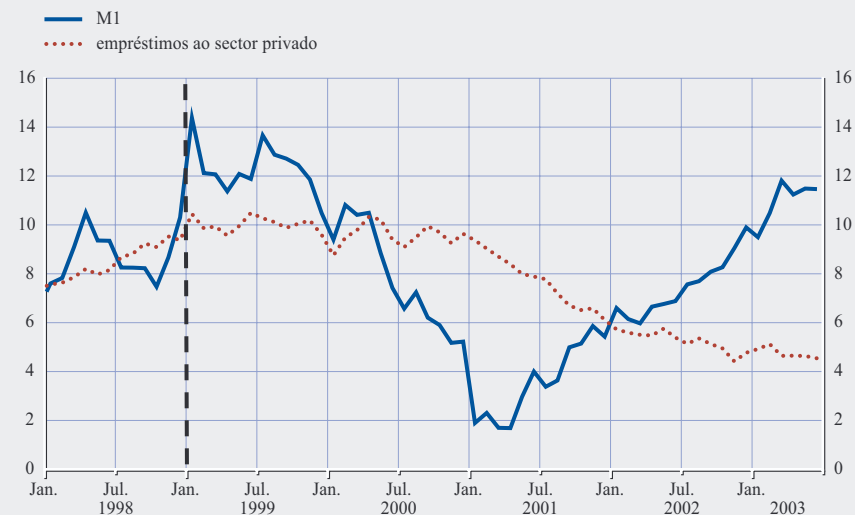
Fontes: BCE e Reuters.

a desregulamentação no sector dos serviços. No início de 1999, a inflação medida pelo IHPC situava-se abaixo de 1% (ver Gráfico 5.1). Nesta conjuntura

de baixa inflação, os riscos descendentes para o crescimento económico surgiram como uma consequência do enfraquecimento da

Gráfico 5.3 MI e empréstimos ao sector privado

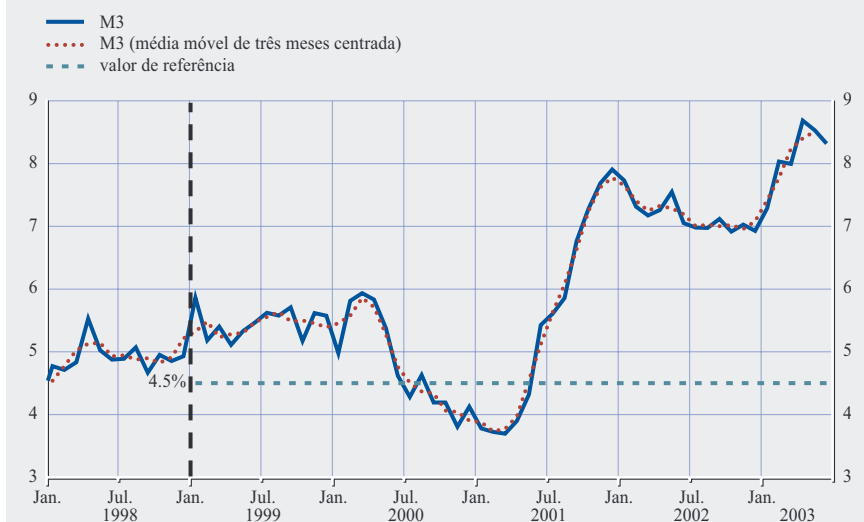
(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

Gráfico 5.4 Crescimento do M3 e valor de referência

(taxas de variação homólogas (%))



Fonte: BCE.

procura externa, resultante da crise asiática no final de 1997 e da quebra na confiança que se seguiu à perturbação nos mercados financeiros após a crise na Rússia no Verão de 1998. Por conseguinte, ficou cada vez mais evidente que os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo eram descendentes. Contudo, ao mesmo tempo, alguns indicadores pareciam apontar na direcção oposta. Apesar do abrandamento económico, a confiança dos consumidores manteve-se relativamente elevada. Além disso, os preços do petróleo começaram a subir a partir de meados de Fevereiro e o euro depreciou-se ligeiramente, em termos efectivos, nos primeiros meses do ano (ver Gráfico 5.2). Por último, ao longo do mesmo período os empréstimos ao sector privado cresceram a uma taxa anual de cerca de 10% (ver Gráfico 5.3) e o crescimento do M3 também se situou claramente acima de 4½%, o valor de referência do BCE (ver Gráfico 5.4). Porém, não se

considerou que a evolução monetária implicava riscos ascendentes para a estabilidade de preços nessa ocasião, em parte porque os desvios face ao valor de referência não eram significativos nem prolongados.

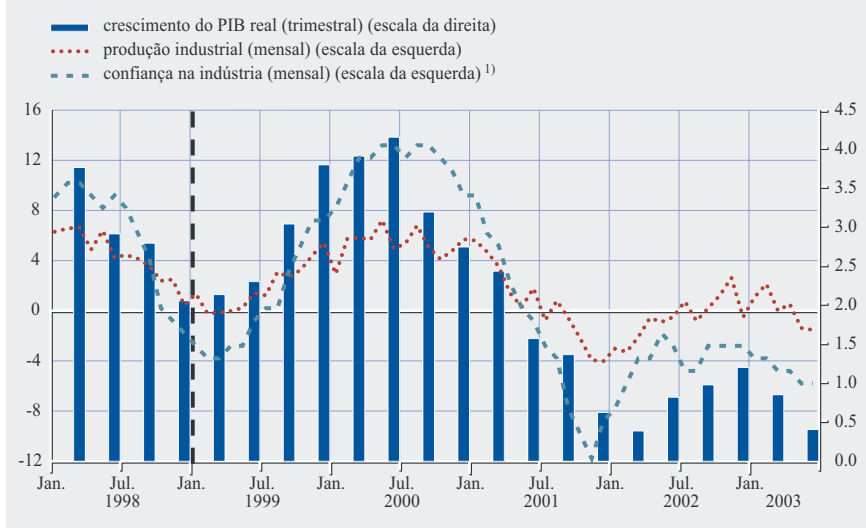
Com base nestas considerações, em 8 de Abril de 1999 o Conselho do BCE decidiu reduzir a taxa das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base, para 2.5%. Na mesma ocasião, o Conselho baixou a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez para 3.5% e a taxa da facilidade permanente de depósito para 1.5%. Estas decisões foram consideradas como uma medida de precaução adequada para manter a estabilidade de preços a médio prazo.

Subsequentemente, tornou-se evidente a partir do Verão de 1999 que o crescimento económico tinha condições para acelerar significativamente no segundo semestre desse ano e em 2000.

Taxas de juro directoras do BCE foram reduzidas em Abril de 1999

A conjuntura económica melhorou gradualmente a partir de meados de 1999,...

Gráfico 5.5 PIB real, produção industrial e confiança na indústria para a área do euro



Fontes: Eurostat e Inquéritos da Comissão Europeia às Empresas e Consumidores.

1) Desvios face à média desde Janeiro de 1985.

De facto, nessa ocasião a maior parte dos indicadores económicos reais apontavam cada vez mais para uma recuperação económica (ver Gráfico 5.5).

tivamente baixos durante este período, não obstante o contexto de um crescimento económico relativamente dinâmico. Porém, surgiram preocupações crescentes de que as pressões inflacionistas dos preços das importações poderiam ter efeitos secundários através do comportamento da fixação dos salários e dos preços, conduzindo assim a um aumento das expectativas de inflação a longo prazo por parte do público em geral (ver Gráfico 5.6).

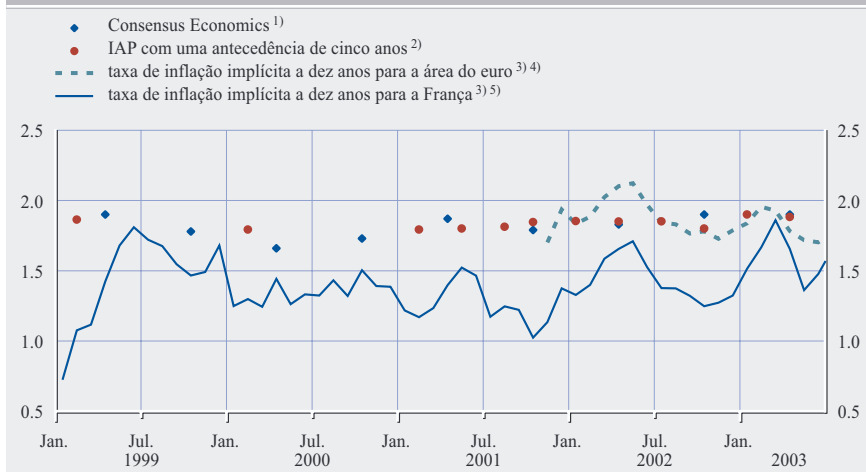
Outro motivo de preocupação foi o facto de o crescimento monetário homólogo ter continuado a aumentar significativamente no final de 1999 e no início de 2000, acabando por atingir níveis acima de 6%. A expansão monetária prolongada indicava que tinha sido progressivamente acumulada liquidez abundante. Além disso, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado continuou a manter-se em redor de 10%.

...os preços das importações aumentaram as pressões sobre os preços...

Neste contexto, a evolução dos preços das importações aumentou as pressões sobre os preços na área do euro. Os acontecimentos no lado da oferta e da procura do mercado petrolífero conduziram a uma subida constante dos preços do petróleo entre meados de 1999 e o final de 2000, enquanto a taxa de câmbio do euro se depreciou significativamente. Em consequência, a inflação homóloga medida pelo IHPC na área do euro subiu gradualmente ao longo deste período, atingindo níveis acima de 2%, o limite superior da definição de estabilidade de preços do BCE. As medidas da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos mantiveram-se em níveis rela-

...e a expansão monetária enraizou-se,...

Gráfico 5.6 Indicadores das expectativas de inflação a longo prazo na área do euro



Fontes: Tesouro francês, Reuters, Consensus Economics e BCE.

- 1) Inquérito a analistas financeiros e económicos proeminentes publicado pela Consensus Economics Inc. Esta medida das expectativas para a inflação a longo prazo refere-se a uma taxa de inflação homóloga que se prevê para os próximos seis a dez anos.
- 2) Inquérito aos Analistas Profissionais realizado pelo BCE sobre diferentes variáveis em horizontes diferentes. Os participantes são especialistas associados a instituições localizadas na União Europeia.
- 3) A taxa de inflação implícita reflecte o valor médio das expectativas para a inflação ao longo do prazo da obrigação indexada. É calculada como a diferença entre a taxa de rendibilidade nominal de uma obrigação padrão e a taxa de rendibilidade real de uma obrigações indexada à inflação, emitida pelo mesmo emitente e com prazo semelhante.
- 4) Emitida pelo governo francês indexada ao IPC francês excluindo o tabaco.
- 5) Emitida pelo governo francês indexada ao IHPC da área do euro excluindo o tabaco.

...o que deu origem a aumentos graduais das taxas de juro directoras do BCE

Neste contexto, o Conselho do BCE aumentou as taxas de juro directoras do BCE numa série de passos entre Novembro de 1999 e Outubro de 2000, num total de 225 pontos base. No final de 2000, estas decisões conduziram a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento¹⁴ a 4.75%, e a taxa da facilidade permanente de depósito e a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez até 3.75% e 5.75%, respectivamente.

Intervenção nos mercados cambiais no Outono de 2000

Tendo descido continuamente desde o final de 1998, a taxa de câmbio do euro estava cada vez menos em linha com os fundamentos sólidos da área

do euro e colocava um risco de gerar desalinhamentos significativos, com implicações negativas para a economia mundial e para a estabilidade de preços na área do euro. Deste modo, a depreciação do euro foi tratada a nível do G7 em 22 de Setembro de 2000, por iniciativa do BCE, sob a forma de uma intervenção concertada nos mercados cambiais por parte do BCE e das autoridades monetárias dos Estados Unidos, Japão, Reino Unido e Canadá. O BCE voltou a intervir no início de Novembro. Posteriormente a estas intervenções, a tendência descendente da taxa de câmbio do euro chegou ao fim no final de 2000.

¹⁴ Em Junho de 2000, o BCE passou de um leilão de taxa fixa para um leilão de taxa variável com taxa mínima de proposta sobre as suas operações principais de refinanciamento.

Inflação medida pelo IHPC continuou a subir no início de 2001

Principalmente como resultado de aumentos dos preços dos produtos alimentares não transformados relacionados com doenças animais, a inflação homóloga medida pelo IHPC continuou a subir no início de 2001, tendo atingido o seu valor máximo de 3.4% em Maio (sendo posteriormente revista em baixa para 3.1%). Ao mesmo tempo, o ritmo do crescimento salarial subiu e contribuiu para o aumento da inflação medida pelo IHPC excluindo os preços dos produtos alimentares não transformados e produtos energéticos.

A actividade económica começou a mostrar sinais de fragilidade no final de 2000 e 2001...

Estas pressões de curto prazo sobre os preços contrastaram ligeiramente com a evolução económica real. Já no final de 2000 a economia mundial mostrava indicações de fragilidade. Os primeiros sinais de abrandamento nos Estados Unidos, que se tornaram evidentes após a forte descida dos preços dos mercados bolsistas em relação aos valores máximos registados no início de 2000, e a deterioração da situação no Japão, suscitaram uma maior incerteza acerca das perspectivas de crescimento mundial.

...também na área do euro...

Também na área do euro surgiram alguns sinais de um abrandamento do crescimento económico no início de 2001. De facto, todas as previsões disponíveis no final de 2000 e no início de 2001 previam uma descida gradual do crescimento do PIB real na área do euro para níveis globalmente de acordo com a tendência de crescimento potencial no final de 2001. Além disso, os riscos para estas previsões inclinaram-se no sentido descendente, dada a deterioração das perspectivas económicas internacionais.

O crescimento do M3 continuou a descer no início de 2001 e o crescimento homólogo do M3 manteve-se em níveis abaixo do valor de referência, como consequência de um considerável abrandamento da expansão das suas componentes mais líquidas (incluídas no agregado estreito M1), provavelmente reflectindo o impacto da subida das taxas de juro directoras do BCE desde Novembro de 1999. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado também registou uma moderação a partir do início de 2001.

...e o crescimento monetário também desceu

No geral, a evolução monetária e o enfraquecimento das perspectivas de crescimento económico evidenciavam menores pressões inflacionistas. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu baixar as taxas de juro directoras do BCE em 25 pontos base em 10 de Maio e novamente em 30 de Agosto de 2001.

O Conselho do BCE reduziu as taxas de juro directoras do BCE em Maio de 2001

Os ataques terroristas nos Estados Unidos em 11 de Setembro de 2001 aumentaram o grau de incerteza económica e prejudicaram a confiança, tendo assim o potencial para reforçar a tendência descendente da actividade económica. Nestas circunstâncias, com as perspectivas de crescimento económico já enfraquecidas na área do euro antes dos ataques terroristas, os riscos descendentes para o crescimento económico aumentaram e esperava-se uma atenuação das pressões inflacionistas. Após uma reunião extraordinária realizada através de teleconferência em 17 de Setembro de 2001, o Conselho do BCE reduziu as taxas de juro directoras do BCE em 50 pontos base, em conjunto com decisões equivalentes da Reserva Federal dos EUA e de outros bancos centrais em todo o mundo. Esta decisão representou uma reacção excepcional

Os ataques terroristas nos Estados Unidos constituíram um grande choque para a economia mundial

a circunstâncias excepcionais e reflectiu a convicção da necessidade de uma reacção imediata e concertada a este choque mundial comum.

Depois de 11 de Setembro de 2001, as pressões inflacionistas continuaram a diminuir,...

Após os ataques terroristas tornou-se cada vez mais claro que a actividade económica na área do euro se manteria moderada no segundo semestre de 2001 e no início de 2002. Ao mesmo tempo, o impacto dos choques que impulsionaram o nível dos preços resultante do aumento dos preços do petróleo e da depreciação da taxa de câmbio do euro em 1999 e 2000, bem como dos aumentos dos preços dos produtos alimentares observados no início de 2001, estava a começar a desvanecer-se gradualmente.

...enquanto a procura de activos líquidos aumentou num contexto de elevada incerteza

Além disso, embora o crescimento monetário fosse forte, tal não era visto como indicando riscos ascendentes para a estabilidade de preços. De facto, a descida contínua dos preços das acções em relação aos picos observados no início de 2000 parecia ter levado muitos investidores a transferir os seus investimentos para activos de curto prazo mais líquidos e mais seguros. Este processo tornou-se mais enraizado após os ataques terroristas nos Estados Unidos em Setembro de 2001, dado que estes aumentaram a incerteza no mercado financeiro. O facto de o crescimento dos empréstimos ao sector privado estar a descer também reduziu os receios de pressões ascendentes sobre os preços no final de 2001.

O Conselho do BCE reduziu novamente as suas taxas de juro directoras em Novembro de 2001

Tendo em conta esta evolução, as taxas de juro directoras do BCE foram de novo reduzidas 50 pontos base em 8 de Novembro de 2001. Deste modo, a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento fixou-se em 3.25% e a taxa da facilidade

permanente de depósito e a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez fixaram-se em 2.25% e 4.25%, respectivamente.

Nos primeiros meses de 2002, os riscos descendentes para o crescimento económico relacionados com os ataques terroristas de 11 de Setembro pareciam estar a desaparecer. Alguns indicadores apontavam para uma recuperação da actividade económica na área do euro e na economia mundial em geral. De facto, no início de 2002 registou-se uma recuperação moderada do crescimento do PIB real. Porém, apesar das expectativas generalizadas à data de que o crescimento económico real atingiria o potencial no segundo semestre de 2002, o dinamismo da recuperação permaneceu rodeado de um grau de incerteza invulgarmente elevado, nomeadamente devido à continuação da fragilidade e elevada volatilidade no mercado bolsista.

No segundo semestre de 2002, intensificaram-se as preocupações quanto às perspectivas económicas. A recuperação económica revelou-se mais fraca do que o esperado. As tensões geopolíticas no Médio Oriente aumentaram, como reflectido nos aumentos dos preços do petróleo. Ao mesmo tempo, cresceram as preocupações quanto à fiabilidade da informação contabilística financeira das empresas, o que em conjunto com dados relativos aos lucros empresariais mais fracos do que o esperado, continuou a ter influência sobre os preços das acções num contexto de elevada volatilidade. Todos estes factores conduziram a novas revisões em baixa das expectativas de crescimento económico na área do euro.

As perspectivas para a actividade económica pareceram melhorar no início de 2002,...

...mas deterioraram-se novamente depois do Verão

Inflação medida pelo IHPC permaneceu relativamente elevada,...

No entanto, a inflação medida pelo IHPC manteve-se acima de 2% em 2002. Tal ficou a dever-se em parte ao efeito de condições meteorológicas desfavoráveis sobre os preços dos produtos alimentares e aos aumentos dos preços do petróleo. A transição para o euro fiduciário¹⁵ teve também um ligeiro impacto ascendente sobre os preços, em particular para determinados serviços, embora o impacto global tenha sido pequeno. Motivo de alguma preocupação para as perspectivas a médio prazo para a estabilidade de preços foi o facto de as componentes menos voláteis da inflação se terem mantido bastante elevadas no contexto de uma actividade económica moderada, e de o crescimento nominal dos salários se ter mantido relativamente forte apesar do aumento do desemprego.

...embora muitos elementos apontassem para menores pressões inflacionistas a médio prazo

Porém, a actividade económica moderada era cada vez mais considerada como um factor que acabaria por limitar os potenciais riscos ascendentes para a estabilidade de preços, enquanto os riscos relacionados com os salários tinham uma menor probabilidade de se materializar neste contexto. Além disso, a apreciação da taxa de câmbio do euro a partir da Primavera de 2002 ajudou a reduzir as pressões inflacionistas.

Crescimento monetário manteve-se forte em 2002 e 2003

O crescimento monetário continuou a ser forte em 2002 e no início de 2003. A partir de 2001, tal ficou a dever-se em parte à elevada volatilidade nos mercados financeiros, que aumentou as preferências dos investidores por activos financeiros de curto prazo líquidos e com menor grau de risco.

Ao mesmo tempo, contudo, também reflectiu as taxas de juro relativamente baixas na área do euro em 2002. No entanto, tendo em conta a actividade económica moderada prevalecente na área do euro e a continuação de um crescimento do crédito moderado, os riscos inflacionistas relacionados com o forte crescimento monetário foram considerados baixos.

Tendo em conta esta evolução, o Conselho do BCE reduziu novamente as taxas de juro directoras do BCE entre Dezembro de 2002 e Junho de 2003, em 125 pontos base no total. Estas decisões compensaram de certa forma os vários factores que afectavam negativamente a actividade económica, melhorando assim as perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo. Com estas decisões, a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento atingiu 2% em Junho de 2003. A taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa da facilidade permanente de depósito foram então reduzidas para 3% e 1%, respectivamente.

5.3 UMA AVALIAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE ESTE PERÍODO

Nos seus primeiros anos, a política monetária única teve de ser conduzida numa conjuntura muito conturbada, na qual uma grande variedade de choques afectaram significativamente a evolução de curto prazo dos preços. Estes choques incluíram a triplicação dos preços do petróleo entre o início de 1999 e meados de 2000, uma depreciação significativa da taxa de câmbio do euro ao longo deste

Em consequência, as taxas de juro directoras do BCE foram reduzidas para níveis muito baixos

Numa conjuntura conturbada de pressões inflacionistas a curto prazo,...

¹⁵ No início da Terceira Fase da UEM, as notas e moedas ainda eram denominadas nas denominações nacionais do euro. As notas e moedas de euros foram introduzidas em 1 de Janeiro de 2002.

período, e, em 2001, aumentos dos preços dos produtos alimentares resultantes de várias epidemias do gado. Nesta conjuntura de ameaças de sentido ascendente aos preços, era fundamental que a política monetária evitasse que esta evolução tivesse repercussões sobre as expectativas de inflação e as espirais preços-salários.

...o BCE agiu numa perspectiva de médio prazo...

Ao mesmo tempo, a política monetária tinha de reagir a estes choques com a orientação de médio prazo apropriada de modo a limitar a volatilidade na evolução do produto. Esta orientação de médio prazo também implicou que a política monetária tinha de olhar para além de movimentos de curto prazo nos preços de modo a orientar adequadamente a evolução de mais longo prazo dos preços.

...e manteve a credibilidade

Não obstante uma série de choques negativos sobre a taxa de inflação, a inflação média anual medida pelo IHPC na área do euro entre Janeiro de 1999 e Junho de 2003 situou-se apenas ligeiramente acima de 2%, o limite superior da definição de estabilidade

de preços do BCE. Paralelamente, é de referir que desde o início de 1999 todos os indicadores das expectativas de inflação a longo prazo na área do euro permaneceram quase constantemente abaixo, mas próximo, de 2%. Também é de salientar que as expectativas de inflação permaneceram nestes níveis durante períodos de pressões inflacionistas quer ascendentes quer descendentes. Esta afirmação é válida não apenas para as expectativas de inflação a longo prazo reveladas por inquéritos a economistas privados, mas também se aplica às expectativas de inflação a longo prazo subjacentes aos preços das obrigações (ver Gráfico 5.6). Tal indica que o público e os mercados acreditaram na determinação do BCE no sentido de manter a estabilidade de preços a médio prazo. Estas são indicações positivas de que, desde o início, o BCE foi capaz de desenvolver a sua credibilidade e convencer o público e os mercados de que tencionava honrar o seu compromisso de manutenção da estabilidade de preços a médio prazo.

ANEXO

HISTÓRIA – AS TRÊS FASES DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

Em Junho de 1998, o Conselho Europeu confirmou o objectivo da realização progressiva da União Económica. Atribuiu a um comité presidido por Jacques Delors, que, na altura, era o Presidente da Comissão Europeia, o mandato de estudar e propor um plano concreto para levar a efeito a união. O comité era composto pelos governadores dos bancos centrais nacionais da CE; Alexandre Lamfalussy, o então Director-Geral do Banco de Pagamentos Internacionais; Niels Thygesen, professor de Economia, em Copenhaga; e Miguel Boyer, o então Presidente do Banco Exterior de España. O Relatório Delors resultante propunha que a união económica e monetária fosse alcançada em três fases distintas.

Primeira Fase da UEM

Com base no Relatório Delors, o Conselho Europeu decidiu em Junho de 1989 que a primeira fase da união económica e monetária teria início em 1 de Julho de 1990. Nessa data, foram abolidas, em princípio, todas as restrições ao movimento de capitais entre os Estados-Membros. Ao Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-Membros da Comunidade Económica Europeia, que vinha a desempenhar um papel cada vez mais importante na cooperação monetária desde a sua criação em Maio de 1964, foram atribuídas responsabilidades adicionais. Estas foram definidas numa Decisão do Conselho datada de 12 de Março de 1990 e incluíam a realização de consultas e o fomento da coordenação no domínio das políticas monetárias dos Estados-Membros, com o objectivo de ser alcançada a estabilidade de preços. Tendo em consideração a escassez do tempo disponível e a complexidade dos objectivos a atingir, os trabalhos preparatórios para a Terceira Fase da União Económica e Monetária (UEM) foram igualmente iniciados pelo Comité de Governadores. O primeiro passo consistia em identificar todas as questões a analisar num estágio inicial, definir um programa de trabalho até ao final de 1993 e, em conformidade, especificar os mandatos dos subcomités existentes e dos grupos de trabalho criados para o efeito.

Para a execução da Segunda e da Terceira Fase, era necessário rever o Tratado que institui a Comunidade Económica Europeia (o Tratado de Roma) por forma a ser criada a devida estrutura institucional. Para tal, foi convocada uma Conferência Intergovernamental sobre a UEM, que teve lugar em 1991 em paralelo com a Conferência Intergovernamental sobre a união política. As negociações resultaram no Tratado da União Europeia, acordado em Dezembro de 1991 e assinado em Maastricht em 7 de Fevereiro de 1992. Contudo, devido a atrasos no processo de ratificação, o Tratado (que alterava o Tratado que institui a Comunidade Económica Europeia, modificando o seu nome para Tratado que institui a Comunidade Europeia, e que introduzia, designadamente, o Protocolo relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu e o Protocolo relativo aos Estatutos do Instituto Monetário Europeu) só entrou em vigor em 1 de Novembro de 1993.

Segunda Fase da UEM, criação do IME e do BCE

A criação do Instituto Monetário Europeu (IME) em 1 de Janeiro de 1994 marcou o início da Segunda Fase da UEM e, a partir desse momento, o Comité de Governadores deixou de existir. A existência transitória do IME reflectia igualmente o estado da integração monetária dentro da Comunidade. O IME não tinha qualquer responsabilidade pela condução da política monetária da União Europeia, a qual continuava a ser da competência das autoridades nacionais, e não podia realizar intervenções cambiais.

As duas atribuições mais importantes do IME eram:

- i. reforçar a cooperação entre os bancos centrais e a coordenação em matéria de política monetária, e
- ii. proceder aos preparativos necessários para o estabelecimento do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), para a condução da política monetária única e para a criação de uma moeda única na terceira fase.

Para o efeito, o IME proporcionou um fórum de consulta e de intercâmbio de ideias e informação sobre questões de política e especificou o quadro regulamentar, organizativo e logístico necessário para o SEBC desempenhar as suas atribuições na Terceira Fase.

Em Dezembro de 1995, o Conselho Europeu decidiu que a unidade monetária europeia a introduzir no início da Terceira Fase passaria a designar-se “euro” e confirmou que a Terceira Fase da UEM teria início em 1 de Janeiro de 1999. Uma sequência cronológica dos eventos conducentes à transição para o euro foi previamente anunciada. O cenário tinha por base sobretudo as propostas pormenorizadas elaboradas pelo IME. Simultaneamente, foi atribuída ao IME a missão de levar a cabo os trabalhos preparatórios relativamente às futuras relações cambiais e monetárias entre a área do euro e os outros países da UE. Em Dezembro de 1996, o IME apresentou o seu relatório ao Conselho Europeu, o qual serviu de base à Resolução do Conselho Europeu que estabelece os princípios e elementos fundamentais do novo mecanismo de taxas de câmbio (MTC II) e que foi adoptada em Junho de 1997.

Em Dezembro de 1996, o IME apresentou também ao Conselho Europeu e, subsequentemente, ao público as séries de desenhos seleccionadas para as notas de euro que iriam entrar em circulação em 1 de Janeiro de 2002.

Para complementar e especificar as disposições do Tratado sobre a UEM, o Conselho Europeu adoptou, em Junho de 1997, o Pacto de Estabilidade e Crescimento – do qual fazem parte duas Resoluções –, que visa assegurar a disciplina orçamental no que respeita à UEM. Em Maio de 1998, o Pacto foi complementado, e os respectivos compromissos reforçados, por uma Declaração do Conselho.

Em 2 de Maio de 1998, o Conselho da União Europeia, reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, decidiu por unanimidade que 11 Estados-Membros (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países

Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia) tinham cumprido as condições necessárias para adotarem a moeda única no dia 1 de Janeiro de 1999. Estes países poderiam assim participar na Terceira Fase da UEM. Os Chefes de Estado ou de Governo chegaram igualmente a um acordo político sobre as pessoas a recomendar para a nomeação dos membros da Comissão Executiva do BCE.

Simultaneamente, os ministros das Finanças dos Estados-Membros que iriam adoptar o euro acordaram com os governadores dos respectivos bancos centrais nacionais, a Comissão Europeia e o IME que as taxas centrais bilaterais do MTC em vigor relativas às moedas dos Estados-Membros participantes seriam utilizadas para determinar as taxas de conversão irrevogáveis do euro.

Em 25 de Maio de 1998, os governos dos 11 Estados-Membros participantes nomearam o Presidente, o Vice-Presidente e os outros quatro membros da Comissão Executiva do BCE. A nomeação passou a ter efeitos a partir de 1 de Junho de 1998 e assinalou a instituição do BCE. O BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes constituem o Eurosistema, que formula e define a política monetária única na Terceira Fase da UEM.

Com a criação do BCE em 1 de Junho de 1998, o IME cessou as suas funções. Em conformidade com o artigo 123.º (ex-artigo 109.º-L) do Tratado que instituiu a Comunidade Europeia, o IME entrou em liquidação no momento em que o BCE iniciou a sua actividade. Todos os trabalhos preparatórios a cargo do IME foram concluídos a tempo, tendo o BCE dedicado os meses restantes de 1998 ao ensaio final de sistemas e procedimentos.

Terceira Fase da UEM, fixação irrevogável das taxas de câmbio

Em 1 de Janeiro de 1999, a terceira e última fase da UEM teve início com a fixação irrevogável das taxas de câmbio das moedas dos 11 Estados-Membros que inicialmente participariam na União Monetária e com a condução de uma política monetária única sob a responsabilidade do BCE.

O número de Estados-Membros participantes aumentou para 12 em 1 de Janeiro de 2001, com a passagem da Grécia à Terceira Fase da UEM. Desde essa data, o Banco da Grécia faz também parte do Eurosistema. A participação da Grécia veio no seguimento de uma decisão tomada em 19 de Junho de 2000 pelo Conselho da UE, reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, de que este país cumpria os critérios de convergência.

GLOSSÁRIO

Acordo de reporte (*repurchase agreement*): acordo de venda e de recompra de um activo a um preço especificado numa data futura pré-determinada ou a pedido. Um acordo deste tipo é semelhante a um empréstimo garantido, mas difere no que respeita à propriedade do título que não é mantida pelo vendedor. As operações de reporte estão incluídas no **M3** nos casos em que o vendedor é uma **instituição financeira monetária (IFM)** e a **contraparte** pertence ao sector não monetário residente na **área do euro**.

Activo da Lista 1 (*tier one asset*): activo transaccionável que preenche determinados critérios de elegibilidade uniformes para toda a **área do euro**, especificados pelo **Banco Central Europeu (BCE)**.

Activo da Lista 2 (*tier two asset*): activo transaccionável ou não transaccionável cujos critérios de elegibilidade específicos, sujeitos à aprovação do **Banco Central Europeu (BCE)**, são estabelecidos pelos bancos centrais nacionais.

Administrações públicas (*general government*): tal como se encontram definidas no **Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95)**, consistem na administração central, estadual e local e nos fundos de segurança social.

Agregados monetários (*monetary aggregates*): **circulação monetária** acrescida de algumas responsabilidades das **instituições financeiras monetárias (IFM)** com um nível relativamente elevado de liquidez e detidas pelo sector não monetário residente na área do euro, fora do sector da administração central. O agregado monetário estreito **M1** foi definido como circulação monetária mais **depósitos à ordem**. O agregado monetário “intermédio” **M2** inclui o M1 mais **depósitos a prazo fixo** até dois anos e **depósitos com pré-aviso** até três meses. O agregado monetário largo **M3** inclui o M2 mais **acordos de reporte, acções e unidades de participação em fundos do mercado monetário**, bem como **títulos de dívida** com prazo até dois anos. O **Conselho do BCE** anunciou um valor de referência para o crescimento do M3 (ver também **valor de referência para o crescimento monetário**).

Alargamento da UE (*EU enlargement*): em 2003, um total de 13 países da Europa Central e de Leste e do Mediterrâneo foram reconhecidos pelo **Conselho Europeu** como candidatos à adesão à União Europeia (UE). Dez países assinaram o Tratado de Adesão, tendo em vista a adesão à UE em 1 de Maio de 2004: República Checa, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta, Polónia, Eslovénia e Eslováquia. Outros dois países, Bulgária e Roménia, entraram em negociações de adesão em 2003, prevendo-se que entrem na UE em 2007. A Turquia é o outro candidato oficial à adesão.

Área do euro (*euro area*): área que abrange os **Estados-Membros** nos quais o **euro** foi adoptado como moeda única, nos termos do **Tratado**, e na qual é conduzida uma política monetária única sob a responsabilidade do **Conselho**

do BCE. Em 2003, a área do euro incluía a Bélgica, Alemanha, Grécia, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia.

Balço consolidado das IFM (*consolidated MFI balance sheet*): obtém-se compensando as posições inter-IFM (por exemplo, empréstimos e depósitos entre IFM) no balanço agregado das IFM. Fornece informações estatísticas 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 **Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)** e do **Eurosistema** e, ao abrigo do Direito Comunitário, é dotado de personalidade jurídica. Assegura que as atribuições cometidas ao Eurosistema e ao SEBC sejam executadas, quer através das suas próprias actividades, quer das actividades dos bancos centrais nacionais, nos termos dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu.

Base de incidência (*reserve base*): soma das rubricas do balanço (em especial responsabilidades) que constituem a base para o cálculo das **reservas mínimas** de uma **instituição de crédito**.

Base monetária (*monetary base*): consiste na circulação monetária (notas e moedas), reservas detidas pelas contrapartes no **Eurosistema** e recurso à facilidade permanente de depósito do Eurosistema. Estas rubricas correspondem a responsabilidades do balanço do Eurosistema. As reservas podem ser ainda desagregadas em reservas mínimas e excedentárias. No sistema de reservas mínimas do Eurosistema, as contrapartes são obrigadas a deter reservas nos BCN. Para além destas reservas mínimas, as instituições de crédito detêm geralmente apenas uma quantidade reduzida de reservas excedentárias voluntárias no Eurosistema.

Circulação monetária (*currency in circulation*): inclui notas e moedas em circulação normalmente utilizadas para efectuar pagamentos. Desde o início de 2002, a circulação monetária na **área do euro** inclui notas emitidas pelo **Eurosistema** e por outras **instituições financeiras monetárias (IFM)** bem como moedas emitidas pelas administrações centrais da área do euro denominadas quer em **euros** quer nas moedas das denominações nacionais do euro, embora este tenha sido a única moeda com curso legal em todos os países da área do euro desde 1 de Março de 2002. As notas das denominações nacionais do euro deixaram de ser incluídas nas notas em circulação a partir de 1 de Janeiro de 2003, tanto para o reporte financeiro do **Eurosistema** como para efeitos estatísticos. De modo consistente, aplicou-se o mesmo às moedas das denominações nacionais do euro. A circulação monetária incluída no **M3** é um conceito líquido, ou seja, refere-se apenas às notas e moedas em circulação detidas fora do sector das IFM (ou seja, foi subtraída a moeda detida pelas IFM,

ou “valores em caixa”). Além disso, não inclui os *stocks* de notas próprios dos bancos centrais (já que não foram postos em circulação), nem moedas comemorativas (que não são normalmente utilizadas para efectuar pagamentos).

Comissão Europeia (*European Commission*): instituição da Comunidade Europeia que assegura a aplicação das disposições do **Tratado**. A Comissão desenvolve as políticas da Comunidade, propõe legislação comunitária e exerce poderes em áreas específicas. Na área da política económica, a Comissão formula recomendações respeitantes a orientações gerais para as políticas económicas na Comunidade e apresenta ao **Conselho da UE** relatórios sobre evolução e políticas económicas. Acompanha as finanças públicas no âmbito da supervisão multilateral, submetendo relatórios à apreciação do Conselho.

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 outros membros, 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, instituído no início da **Terceira Fase da União Económica e Monetária (UEM)**. Os **Estados-Membros**, a **Comissão Europeia** e o **Banco Central Europeu (BCE)** nomeiam cada um no máximo dois membros do Comité. Cada Estado-Membro selecciona um membro de entre os altos funcionários da respectiva administração nacional, e o segundo membro de entre altos funcionários do respectivo banco central nacional. Porém, os membros do banco central nacional apenas participam em reuniões do CEF quando forem discutidas questões de particular competência da sua instituição. O n.º 2 do artigo 114.º do **Tratado** contém uma lista das atribuições do Comité Económico e Financeiro.

Conselho (*Council*): ver **Conselho da UE**.

Conselho da UE (*EU Council*): instituição da Comunidade Europeia, composta por representantes dos Governos dos **Estados-Membros**, geralmente os ministros responsáveis pelos assuntos em consideração (por esse motivo referido geralmente como Conselho de Ministros). O Conselho da UE, quando composto pelos Ministros da Finanças e da Economia, é normalmente designado por **Conselho ECOFIN**. Além disso, o Conselho da UE pode reunir na composição de Chefes de Estado ou de Governo (ver também **Conselho Europeu**).

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 bancos centrais nacionais dos países que adoptaram o **euro**.

Conselho ECOFIN (*ECOFIN Council*): ver **Conselho da UE**.

Conselho Europeu (*European Council*): proporciona à União Europeia o

incentivo necessário para o seu desenvolvimento e define as respectivas orientações gerais de política. Reúne na composição de Chefes de Estado ou de Governo dos **Estados-Membros** e Presidente da **Comissão Europeia** (ver também **Conselho da UE**).

Conselho Geral (*General Council*): um dos órgãos de decisão do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos Governadores de todos os bancos centrais nacionais da UE.

Contraparte (*counterparty*): a parte oposta numa transacção financeira (por exemplo, qualquer parte envolvida numa transacção com um banco central).

Contrato a prazo sobre taxas de juro (*forward rate agreement (FRA)*): acordo em que uma parte se compromete a pagar a outra parte uma determinada taxa de juro por um determinado montante de capital durante um determinado período de tempo com início num determinado momento no futuro.

Contrato de futuros (*futures contract*): contrato de compra ou venda de títulos ou mercadorias a um preço pré-determinado numa data futura específica.

Crédito a residentes na área do euro (*credit to euro area residents*): medida geral do financiamento de **instituições financeiras** não **monetárias** residentes na área do euro (incluindo **administrações públicas** e sector privado) pelo sector das IFM. Inclui **empréstimos a residentes na área do euro** por IFM e detenções de títulos de IFM emitidos por residentes na **área do euro**. Os últimos incluem acções, outras participações e **títulos de dívida**. Dado que os títulos podem ser vistos como uma fonte alternativa de fundos aos empréstimos e que alguns empréstimos podem ser titularizados, esta definição fornece informações mais precisas sobre o montante total dos financiamentos concedidos pelo sector das IFM à economia do que uma definição restrita compreendendo apenas empréstimos.

Critérios de convergência (*convergence criteria*): critérios estabelecidos no n.º 1 do artigo 121.º do **Tratado** (e especificados no Protocolo n.º 21) como base para a avaliação das condições de um país para a adopção do euro. Estes critérios são relativos ao desempenho no que respeita à **estabilidade de preços**, às finanças públicas, às taxas de câmbio e às taxas de juro de longo prazo. Abrangem ainda a compatibilidade da legislação nacional, incluindo os estatutos dos bancos centrais nacionais, com o Tratado e os Estatutos do **Sistema Europeu de Bancos Centrais** e do **Banco Central Europeu**.

Custo de oportunidade (*opportunity cost*): medida dos custos de detenção de um activo, tipicamente medido como o diferencial entre o rendimento de um activo alternativo e o seu próprio rendimento.

Deflação (*deflation*): descida do nível geral de preços, por exemplo, do índice de preços no consumidor.

Depósitos à ordem (*overnight deposits*): depósitos com prazo do dia seguinte.

Esta categoria de instrumento compreende principalmente os depósitos à vista/ à ordem integralmente transferíveis (por cheque ou instrumento equivalente). Inclui também depósitos não transferíveis, convertíveis a pedido ou no fecho do dia útil seguinte. Os depósitos à ordem são incluídos no **M1** (e, por conseguinte, no **M2** e no **M3**).

Depósitos a prazo fixo (*deposits with an agreed maturity*): compreende principalmente os depósitos a prazo com vencimento numa data determinada, cuja mobilização antecipada, dependendo das práticas nacionais, pode ser sujeita ao pagamento de uma penalização. Compreende ainda alguns instrumentos de dívida não negociáveis, tais como certificados de depósito (a retalho) não transferíveis. Os depósitos a prazo até dois anos estão incluídos no **M2** (e, consequentemente, no **M3**), enquanto os depósitos com prazo superior a dois anos fazem parte das responsabilidades financeiras (não monetárias) a mais longo prazo do sector das IFM.

Depósitos com pré-aviso (*deposits redeemable at notice*): depósitos de poupança para os quais o detentor deverá respeitar um período fixo de aviso antes de proceder ao levantamento dos fundos. Em alguns casos, existe a possibilidade de levantar a pedido um determinado montante fixo num período especificado ou de proceder a levantamentos antecipados sujeitos ao pagamento de uma penalização. Os depósitos com pré-aviso até três meses estão incluídos no **M2** (e, consequentemente, no **M3**), enquanto os depósitos com um pré-aviso mais alargado fazem parte das responsabilidades financeiras (não monetárias) a mais longo prazo do sector das IFM.

Desvio do produto (*output gap*): diferença entre os níveis observado e potencial do produto de uma economia expressa em percentagem do produto potencial. O produto potencial é o nível do produto que pode ser alcançado quando os factores de produção são utilizados em níveis não inflacionistas.

ECU (Unidade de Conta Europeia) (*ECU (European Currency Unit)*): anteriormente à **Terceira Fase** da UEM, o ECU era um cabaz composto pela soma de montantes fixos de 12 das 15 moedas dos **Estados-Membros** da UE. O valor do ECU calculava-se como uma média ponderada do valor das moedas que o compunham. O ECU foi substituído pelo **euro** à taxa de 1 por 1, em 1 de Janeiro de 1999.

Empréstimos a residentes na área do euro (*loans to euro area residents*): fundos concedidos em empréstimo por **instituições financeiras monetárias (IFM)** a mutuários, não comprovados por documentos negociáveis ou representados por um único documento (se este se tornou negociável). Esta descrição inclui empréstimos concedidos às famílias, a sociedades não financeiras e ao Estado. Os empréstimos às famílias podem assumir a forma de crédito ao consumo (empréstimos concedidos para uso pessoal no consumo de bens e serviços), crédito à habitação (crédito concedido para efeitos de investimento em habitação, incluindo construção e obras de beneficiação) e outros empréstimos (empréstimos concedidos, por exemplo, para efeitos de

consolidação da dívida, educação, etc.) (ver também **crédito a residentes na área do euro**).

EONIA (índice *overnight* médio do euro) (EONIA (euro overnight index average)): medida da taxa de juro efectiva prevalecte no mercado interbancário *overnight* do **euro**. É calculada como uma média ponderada das taxas de juro das transacções de crédito *overnight* sem garantia denominadas em euros, comunicadas por um painel de bancos contribuintes.

Estabelecimento de objectivos para a inflação (*inflation targeting*): estratégia de política monetária com vista à manutenção da **estabilidade de preços** incidindo sobre os desvios das previsões de inflação em relação a um objectivo de inflação anunciado.

Estabelecimento de objectivos monetários (*monetary targeting*): estratégia de política monetária com vista à manutenção da **estabilidade de preços** incidindo sobre os desvios do crescimento monetário em relação a um objectivo pré-anunciado.

Estabelecimento de objectivos para a taxa de câmbio (*exchange rate targeting*): estratégia de política monetária com vista a alcançar uma determinada taxa de câmbio (geralmente estável ou mesmo fixa) face a outra moeda ou grupo de moedas.

Estabilidade de preços (*price stability*): a manutenção da estabilidade de preços é o objectivo primordial do **Eurosistema**. Em Outubro de 1998, o **Conselho do BCE** publicou uma definição quantitativa de estabilidade de preços de modo a dar uma orientação clara para as expectativas da evolução futura dos preços e a poder ser responsabilizado. O Conselho do BCE definiu estabilidade de preços como um aumento homólogo inferior a 2% do **Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)** para a **área do euro**. Em Maio de 2003, o Conselho do BCE esclareceu que, a fim de alcançar a estabilidade de preços, visa manter a taxa de inflação num nível inferior mas próximo de 2% no médio prazo.

Estado-Membro (*Member State*): país que é membro da União Europeia.

Estado-Membro da UE (*EU Member State*): ver **Estado-Membro**.

Estratégia de política monetária (*monetary policy strategy*): abordagem geral à condução da política monetária. A estratégia de política monetária do BCE assenta na definição quantitativa do objectivo primordial da estabilidade de preços e num enquadramento analítico com base em dois pilares – análise económica e análise monetária – que constitui a base para a avaliação global por parte do **Conselho do BCE** quanto aos riscos para a **estabilidade de preços** e para as suas decisões de política monetária. Também determina o enquadramento para explicar as decisões de política monetária ao público.

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. A EURIBOR é calculada diariamente para os depósitos interbancários com prazo de uma semana e de um a doze meses como média das taxas de oferta diárias de um painel representativo de bancos principais, arredondada até às três casas decimais.

Euro (euro): designação da moeda única europeia adoptada pelo **Conselho Europeu** na reunião de Madrid de 15 e 16 de Dezembro de 1995.

Eurosistema (Eurosystem): sistema de bancos centrais da **área do euro**. Compreende o **Banco Central Europeu (BCE)** e os bancos centrais nacionais dos **Estados-Membros** que adoptaram o **euro** na **Terceira Fase** da **União Económica e Monetária (UEM)** (ver também **área do euro**). Em 2003, o Eurosistema incluía 12 bancos centrais nacionais.

Eurostat (Eurostat): Instituto de Estatística das Comunidades Europeias. O Eurostat faz parte da **Comissão Europeia** e é responsável pela produção das estatísticas comunitárias.

Facilidade permanente (standing facility): facilidade do banco central à qual as **contrapartes** têm acesso por sua 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 banco central nacional 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 à ordem** num banco central nacional, remunerados a uma taxa de juro fixada antecipadamente (ver também **taxas de juro directoras do BCE**).

Famílias (households): um dos sectores institucionais do **Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95)**. O sector das famílias compreende os indivíduos ou grupos de indivíduos, quer na sua função de consumidores, quer na sua eventual função de empresários (isto é, empresas individuais e sociedades). As instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias são um sector institucional distinto de acordo com o SEC 95, embora em estatísticas sejam frequentemente agrupados com as famílias.

Fundo de pensões (pension fund): provisões ou fundos semelhantes constituídos por sociedades não financeiras para pagar as pensões dos respectivos empregados.

Fundo do mercado monetário (money market fund): empresa de investimento colectivo que investe primordialmente em instrumentos do mercado monetário

e/ou outros instrumentos de dívida transferíveis com prazo residual até um ano, e/ou que prossegue uma taxa de rendimento que se aproxima das taxas de juro dos instrumentos do mercado monetário.

Garantias (*collateral*): activos usados (por exemplo, por **instituições de crédito** em bancos centrais) como caução de reembolso de empréstimos, bem como activos vendidos (por exemplo, aos bancos centrais por instituições de crédito) enquanto parte de **acordos de reporte**.

Grau de abertura (*degree of openness*): medida em que uma economia depende do comércio com outros países ou regiões, por exemplo, o rácio da soma do total das importações e exportações em relação ao PIB.

Independência dos bancos centrais (*central bank independence*): disposição legal que garante que um banco central pode cumprir as suas atribuições e deveres sem interferência política. O artigo 108.º do **Tratado** estabelece o princípio de independência dos bancos centrais para a área do euro.

Indicadores avançados (*leading indicators*): variáveis económicas que antevêm ou contêm informação útil para a previsão da evolução futura de outras variáveis.

Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) (*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*): índice de preços no consumidor cuja metodologia estatística foi harmonizada entre países.

Inflação (*inflation*): aumento do nível geral de preços, por exemplo, no índice de preços no consumidor.

Instituição de crédito (*credit institution*): instituição abrangida pela definição contida no n.º 1 do artigo 1.º da Directiva 2000/12/CE do **Parlamento Europeu** e do Conselho, de 20 de Março de 2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, com as alterações que lhe foram introduzidas pela Directiva 2000/28/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Setembro de 2000. Por conseguinte, uma instituição de crédito é: (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” (moeda electrónica significa valor monetário, representado por um crédito sobre o emitente, que seja: (a) armazenado num suporte electrónico; (b) emitido contra a recepção de fundos de um valor não inferior ao valor monetário emitido; e (c) aceite como meio de pagamento por outras empresas que não a emitente).

Instituições financeiras monetárias (IFM) (*monetary financial institutions (MFIs)*): instituições financeiras que constituem o sector emitente 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**.

Instituto Monetário Europeu (IME) (European Monetary Institute (EMI)): instituição temporária criada no início da Segunda Fase da **União Económica e Monetária (UEM)** a 1 de Janeiro de 1994. As duas principais funções do IME foram fortalecer a cooperação entre os bancos centrais e a coordenação da política monetária, e tratar dos preparativos necessários à criação do **Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)**, para a condução da política monetária única e para a criação de uma moeda única na **Terceira Fase**. O IME entrou em liquidação com a criação do **Banco Central Europeu (BCE)** em 1 de Junho de 1998.

Leilão de taxa fixa (fixed rate tender): leilão em que a taxa de juro é fixada antecipadamente pelo banco central e as **contrapartes** participantes licitam o montante que pretendem transaccionar à taxa de juro fixada.

Leilão de taxa variável (variable rate tender): leilão em que as **contrapartes** licitam o montante que pretendem transaccionar com o banco central e a taxa de juro à qual pretendem efectuar a transacção.

Leilão normal (standard tender): leilão utilizado pelo **Eurosistema** nas suas **operações de mercado aberto** de carácter regular. Os leilões normais são efectuados num prazo de 24 horas. Todas as **contrapartes** que cumpram os critérios gerais de elegibilidade têm direito a apresentar propostas.

M1, M2, M3 (M1, M2, M3): ver **Agregados monetários**.

Mecanismo de transmissão (transmission mechanism): ver **Mecanismo de transmissão da política monetária**.

Mecanismo de transmissão da política monetária (monetary policy transmission mechanism): processo através do qual as decisões de política monetária afectam a economia em geral e o nível de preços em particular.

Mercado bolsista (stock market): ver **Mercado de títulos**.

Mercado de derivados (derivatives market): mercado de emissão e transacção de contratos financeiros, cujo valor está relacionado com os preços dos títulos, as taxas de juro, as taxas de câmbio, os índices de mercado ou os preços das matérias-primas subjacentes. As classes básicas de derivados são **contratos de futuros, opções, swaps** e **contratos a prazo sobre taxas de juro**.

Mercado de títulos (equity market): mercado no qual os títulos de

participação são emitidos e transaccionados. Os títulos representam uma percentagem de propriedade de uma empresa. Uma diferença importante entre título de participação e dívida reside no facto de não haver obrigatoriedade de reembolso do primeiro pelo emitente.

Mercado monetário (*money market*): mercado no qual os fundos de curto prazo são captados, investidos e transaccionados utilizando instrumentos com prazo original geralmente até um ano.

Mercado obrigacionista (*bond market*): mercado no qual os **títulos de dívida** de mais longo prazo são emitidos e transaccionados.

Mercados financeiros (*financial markets*): mercados nos quais uma entidade que se encontra numa situação excedentária de fundos concede empréstimos a uma entidade que se encontra numa situação deficitária.

MTC (mecanismo de taxas de câmbio) (*ERM (exchange rate mechanism)*): o mecanismo de taxas de câmbio e de intervenção do **Sistema Monetário Europeu** definiu a taxa de câmbio das moedas participantes em termos de taxas centrais em relação ao **ECU**. Estas taxas centrais foram utilizadas para estabelecer um quadro de taxas centrais bilaterais entre as moedas participantes. As taxas de câmbio podiam flutuar dentro de uma banda em torno das taxas centrais bilaterais. As taxas centrais podiam ser ajustadas, dependendo de acordo mútuo entre todos os países participantes no MTC. O MTC deixou de existir com o início da **Terceira Fase** da **União Económica e Monetária (UEM)** quando o **MTC II** foi estabelecido.

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 a **área do euro** e os **Estados-Membros da UE** não participantes na área do euro desde o início da **Terceira Fase** da **União Económica e Monetária (UEM)**. A adesão ao mecanismo é voluntária. No entanto, espera-se que os Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação venham a aderir ao mecanismo. A intervenção e o financiamento cambiais nas margens das bandas de flutuação normais ou mais estreitas são, em princípio, automáticos e ilimitados, com financiamento de muito curto prazo disponível. O **Banco Central Europeu (BCE)** e os bancos centrais nacionais participantes não pertencentes à área do euro poderão, no entanto, suspender a intervenção automática, caso tal entre em conflito com o seu objectivo primordial de manutenção da **estabilidade de preços**.

Neutralidade da moeda (*neutrality of money*): princípio económico básico segundo o qual, a longo prazo, alterações na oferta de moeda conduzem apenas a alterações nas variáveis nominais e não nas variáveis reais. Deste modo, alterações na oferta de moeda não terão um efeito de longo prazo sobre variáveis tais como o produto real, desemprego ou taxas de juro reais.

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). Uma opção de compra confere ao detentor o direito de adquirir os activos subjacentes a um determinado preço de exercício, enquanto uma opção de venda confere ao detentor o direito de os vender a um determinado preço de exercício.

Operação de mercado aberto (*open market operation*): operação executada nos mercados financeiros 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**. Estas operações envolvem uma das seguintes transacções: (i) compra ou venda definitiva de activos (à vista ou a prazo); (ii) compra ou venda de activos através de um **acordo de reporte**; (iii) operações activas ou passivas garantidas por activos subjacentes (**garantias**); (iv) emissão de certificados de dívida do banco central; (v) constituição de depósitos a prazo fixo; ou (vi) **swaps cambiais** entre moedas nacionais e estrangeiras.

Operação de refinanciamento de prazo alargado (*longer-term refinancing operation*): operação de mercado aberto, de carácter regular, executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operação reversível**. As operações de refinanciamento de prazo alargado são realizadas através de **leilões normais** com uma frequência mensal e normalmente com o prazo de três meses.

Operação de reporte (*repurchase operation (repo)*): operação reversível de cedência de liquidez baseada num **acordo de reporte**.

Operação estrutural (*structural operation*): operação de mercado aberto executada pelo **Eurosistema** especialmente para alterar a posição estrutural da liquidez do sector financeiro face ao **Eurosistema**.

Operação ocasional de regularização (*fine-tuning operation*): operação de mercado aberto, de carácter não regular, executada pelo **Eurosistema** especialmente para resolver situações de flutuação inesperada de liquidez no mercado.

Operação principal de refinanciamento (*main refinancing operation*): operação de mercado aberto, de carácter regular, executada pelo **Eurosistema** sob a forma de **operação reversível**. As operações principais de refinanciamento são realizadas através de **leilões normais** com uma frequência semanal. Em 2003, o Conselho do BCE decidiu que, a partir de Março de 2004, o prazo destas operações seria reduzido de duas para uma semana.

Operação reversível (*reverse transaction*): operação através da qual o banco central compra ou vende activos ao abrigo de um **acordo de reporte**, ou conduz operações de crédito com **garantias**.

Orientações Gerais de Política Económica (OGPE) (*Broad Economic Policy Guidelines (BEPGs)*): adoptadas pelo **Conselho da UE** para delinear o enquadramento para a definição dos objectivos e orientações de política económica dos **Estados-Membros** e da Comunidade Europeia.

Pacto de Estabilidade e Crescimento (*Stability and Growth Pact*): é constituído por dois Regulamentos do **Conselho da UE**, relativos ao “reforço da supervisão das posições orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas” e à “aceleração e clarificação da aplicação do **procedimento relativo aos défices excessivos**”, e por uma Resolução do **Conselho Europeu** relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, adoptada na cimeira de Amsterdão a 17 de Junho de 1997. Mais especificamente, posições orçamentais próximo do equilíbrio ou excedentárias são exigidas como o objectivo de médio prazo, dado que tal permitirá aos **Estados-Membros** enfrentar as flutuações cíclicas normais, mantendo, simultaneamente, o défice público abaixo do **valor de referência** de 3% do PIB. De acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento, os países participantes na UEM apresentam **programas de estabilidade** anuais, enquanto os países não participantes continuam a apresentar programas de convergência anuais.

Parlamento Europeu (*European Parliament*): é composto por 626 representantes dos cidadãos dos **Estados-Membros**. O Parlamento é parte do processo legislativo, embora dispondo de prerrogativas diferentes consoante os procedimentos através dos quais a legislação da UE é promulgada. No contexto da **União Económica e Monetária (UEM)**, o Parlamento dispõe principalmente de poderes consultivos. O **Tratado** estabelece determinados procedimentos relativamente à responsabilização democrática do **Banco Central Europeu (BCE)** perante o Parlamento (apresentação do Relatório Anual, debates gerais sobre política monetária e testemunhos perante os comités parlamentares competentes).

Período de manutenção (*maintenance period*): período durante o qual se calcula o cumprimento das **reservas mínimas** por parte das **instituições de crédito**. O período de manutenção de reservas mínimas do **Eurosistema** é de um mês. Em 2003, o Conselho do BCE decidiu que, a partir de Março de 2004, o período de manutenção deixaria de ter início no dia 24 de um mês e de terminar no dia 23 do mês seguinte. Ao invés, teria início no dia de liquidação da primeira operação principal de refinanciamento que se segue à reunião do Conselho do BCE para a qual está agendada a avaliação mensal da orientação da política monetária e terminaria no dia anterior ao dia de liquidação equivalente no mês seguinte.

Prémio de risco de inflação (*inflation risk premium*): compensação de investidores pelos riscos associados à detenção de activos (denominados em termos nominais) a mais longo prazo.

Primeira Fase, Segunda Fase, Terceira Fase (*Stage One, Stage Two, Stage Three*): ver **União Económica e Monetária (UEM)**.

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. Tal é complementado por um Regulamento do **Conselho da UE** relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos, uma das partes constituintes do **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

Procura de moeda (*money demand*): relação económica fundamental que representa a procura de saldos monetários por **instituições financeiras** não **monetárias**. A procura de moeda é frequentemente expressa como uma função dos preços e da actividade económica, a qual serve como uma aproximação para o nível de transacções na economia, e determinadas variáveis de taxa de juro, que medem os **custos de oportunidade** de detenção de moeda.

Programas de estabilidade (*stability programmes*): planos governamentais a médio prazo e hipóteses fornecidas por países da **área do euro** no que respeita à evolução das variáveis económicas fundamentais para o cumprimento do objectivo a médio prazo de uma posição orçamental próximo do equilíbrio ou excedentária, tal como é referido no **Pacto de Estabilidade e Crescimento**. Estes programas apresentam medidas para consolidar os saldos orçamentais e os cenários económicos subjacentes. Os programas de estabilidade deverão ser actualizados anualmente. São examinados pela **Comissão Europeia** e pelo **Comité Económico e Financeiro (CEF)**, cujos relatórios servem de base à avaliação pelo **Conselho ECOFIN**, realçando, em particular, o facto de o objectivo orçamental a médio prazo do programa estar ou não de acordo com uma posição orçamental próximo do equilíbrio ou excedentária, dando uma margem de segurança adequada por forma a evitar um défice excessivo. Os países que ainda não adoptaram o **euro** deverão apresentar programas de convergência anuais, de acordo com o disposto no **Pacto de Estabilidade e Crescimento**.

Projeções (*projections*): ver **projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema**.

Projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema (*Eurosystem staff projections*): resultados dos exercícios elaborados por especialistas do **Eurosistema** no sentido de projectar a possível evolução macroeconómica futura da **área do euro**, como parte da análise económica.

Rácio da dívida (*debt ratio*): objecto de um dos critérios orçamentais utilizados para definir a existência de um défice excessivo, estabelecido no n.º 2 do artigo 104.º do **Tratado**. É definido como a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto a preços correntes de mercado, enquanto a dívida pública se encontra definida no Protocolo n.º 20 (sobre o **procedimento relativo aos**

défices excessivos) como a dívida bruta total ao valor nominal, existente no final do exercício, e consolidada entre e pelos diferentes sectores das **administrações públicas**.

Rácio de reserva (*reserve ratio*): rácio definido pelo banco central para cada categoria de rubricas do balanço incluídas na **base de incidência**. Os rácios são utilizados para calcular as **reservas mínimas**.

Rácio do défice (*deficit ratio*): objecto de um dos critérios orçamentais utilizados para definir a existência de um défice excessivo, como estabelecido no n.º 2 do artigo 104.º do **Tratado**. É definido como a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto a preços correntes de mercado. O défice orçamental é definido no Protocolo n.º 20 (sobre o **procedimento relativo aos défices excessivos**) como empréstimos líquidos contraídos pelas **administrações públicas**.

Reservas mínimas (*reserve requirement*): montante mínimo de reservas que uma **instituição de crédito** deve constituir num banco central. No regime de reservas mínimas do **Eurosistema**, as reservas mínimas de uma **instituição de crédito** são calculadas multiplicando o **rácio de reserva**, definido para cada categoria de rubricas na **base de incidência**, pelo montante dessas rubricas constante do balanço da instituição. Além disso, as instituições podem efectuar uma dedução fixa às respectivas reservas mínimas.

Responsabilização (*accountability*): obrigação jurídica e política de uma instituição independente explicar e justificar as suas decisões de forma adequada aos cidadãos e respectivos representantes eleitos, responsabilizando-a pela realização dos seus objectivos. O **Banco Central Europeu (BCE)** é responsável perante os cidadãos europeus e, a um nível mais formal, perante o **Parlamento Europeu**.

Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*): constituído pelo **Banco Central Europeu (BCE)** e pelos bancos centrais nacionais de todos os **Estados-Membros** da UE, ou seja, inclui, para além dos membros do **Eurosistema**, os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o **euro**.

Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95) (*European System of Accounts 1995 (ESA 95)*): sistema de definições e classificações estatísticas uniformes, cujo objectivo consiste em atingir uma descrição quantitativa harmonizada das economias dos **Estados-Membros**. O SEC 95 é a versão comunitária do Sistema de Contas Nacionais mundial de 1993 (SCN 93). O SEC 95 é uma nova versão do sistema europeu, cuja adopção teve início em 1999, em conformidade com o Regulamento (CE) n.º 2223/96 do Conselho.

Sistema Monetário Europeu (SME) (*European Monetary System (EMS)*): regime de taxa de câmbio estabelecido em 1979 em conformidade com a Resolução do **Conselho Europeu** de 5 de Dezembro de 1978. Os respectivos

procedimentos operacionais foram estabelecidos pelo Acordo de 13 de Março de 1979 entre os bancos centrais dos Estados-Membros da Comunidade Económica Europeia (CEE). O objectivo era criar uma cooperação de política monetária mais estreita entre os países da Comunidade, conduzindo a uma zona de estabilidade monetária na Europa. As principais componentes do SME foram o **ECU**, o mecanismo de taxa de câmbio e de intervenção (**MTC**) e vários mecanismos de crédito. Deixou de existir no início da **Terceira Fase da União Económica e Monetária (UEM)** quando o **MTC II (mecanismo de taxas de câmbio II)** foi estabelecido.

Sociedades não financeiras (*non-financial corporations*): um dos sectores institucionais do **Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95)**. Este sector agrupa as unidades institucionais cujas operações de distribuição e financeiras são distintas das dos seus proprietários. As sociedades não financeiras abrangem o conjunto de entidades independentes dotadas de personalidade jurídica que são produtores mercantis e cuja actividade principal consiste em produzir bens e serviços não financeiros.

Swap (*swap*): acordo de transacção de fluxos de tesouraria futuros de acordo com uma fórmula pré-acordada (ver **swap cambial**).

Swap cambial (*foreign exchange swap*): transacções simultâneas à vista e a prazo de uma moeda contra outra. O **Eurosistema** poderá executar operações de mercado aberto sob a forma de *swaps* cambiais, nas quais os bancos centrais nacionais (ou o **Banco Central Europeu (BCE)**) compram ou vendem à vista (*spot*) um dado montante de **euros** contra uma moeda estrangeira e, simultaneamente, vendem ou compram aquele montante de volta numa transacção a prazo (*forward*).

TARGET (Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real) (*TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)*): sistema de pagamentos composto por um sistema de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) em cada um dos **Estados-Membros** da UE e pelo mecanismo de pagamentos do BCE. Os SLBTR nacionais e o mecanismo de pagamentos do BCE estão ligados entre si por procedimentos comuns (mecanismo de interligação), por forma a permitir que o processamento de pagamentos transfronteiras em toda a União Europeia passe de um sistema para outro.

Taxa de participação da população activa (*labour force participation rate*): população activa em proporção do total da população em idade activa. A população em idade activa normalmente abrange os indivíduos com idade compreendida entre 15 e 64 anos. A população activa inclui empregados e desempregados.

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** (ver **taxas de juro directoras do BCE**).

Taxas de câmbio efectivas (TCE, nominais/reais) (*effective (nominal/real) exchange rates (EERs)*): as TCE nominais consistem numa média (geométrica) ponderada de várias taxas de câmbio bilaterais. As TCE reais são TCE nominais deflacionadas por uma média ponderada de preços ou custos externos em relação aos internos. Constituem, pois, medidas da competitividade dos preços e dos custos. O **Banco Central Europeu (BCE)** calcula índices da TCE nominal para o **euro** face às moedas de um grupo alargado de parceiros comerciais da **área do euro**. A partir de Janeiro de 2001, o grupo restrito é composto por 12 países parceiros industriais e novos países industrializados parceiros, enquanto o grupo alargado é composto por 38 parceiros comerciais. Os índices da TCE real para o **euro** são calculados utilizando medidas alternativas de preços e de custos.

Taxas de câmbio efectivas nominais (*nominal effective exchange rates*): ver **taxas de câmbio efectivas (nominais/reais)**.

Taxas de câmbio efectivas reais (*real effective exchange rates*): ver **taxas de câmbio efectivas (nominais/reais)**.

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 (BCE)**. As taxas de juro directoras do BCE são a taxa de juro das **operações principais de refinanciamento** (a taxa dos **leilões de taxa fixa** e a taxa mínima de proposta dos **leilões de taxa variável**), a taxa de juro da **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a taxa de juro da **facilidade permanente de depósito**.

Títulos de dívida (*debt securities*): estes títulos representam uma promessa por parte do emitente (mutuário) de efectuar um ou mais pagamentos ao detentor (mutuante) numa data ou datas futura(s) específica(s). O rendimento do detentor proveniente dos títulos de dívida consiste, por conseguinte, em quaisquer pagamentos de cupão recebidos juntamente com a diferença entre o preço de compra da obrigação e o respectivo valor de mercado na venda ou à data de vencimento. Os títulos de dívida são negociáveis e podem ser transaccionados em mercados secundários, mas não conferem ao detentor quaisquer direitos de propriedade na unidade emitente. Títulos do mercado monetário e, em princípio, colocações privadas são incluídos nas estatísticas de títulos de dívida do **Banco Central Europeu (BCE)**.

Transacção definitiva (*outright transaction*): transacção através da qual há uma compra ou venda definitiva de activos no mercado (à vista ou a prazo).

Tratado (*Treaty*): refere-se ao Tratado que institui a Comunidade Europeia. O Tratado foi assinado em Roma a 25 de Março de 1957 e entrou em vigor a 1 de Janeiro de 1958. Instituiu a Comunidade Económica Europeia (CEE), que é actualmente a Comunidade Europeia (CE), sendo geralmente referido como “Tratado de Roma”. O Tratado da União Europeia (frequentemente referido como “Tratado de Maastricht”) foi assinado a 7 de Fevereiro de 1992, entrando em vigor a 1 de Novembro de 1993. O Tratado da União Europeia introduziu

alterações ao Tratado que instituiu a Comunidade Europeia, e instituiu a União Europeia. O “Tratado de Amsterdão”, assinado em Amsterdão a 2 de Outubro de 1997, entrando em vigor em 1 de Maio de 1999, introduziu alterações quer ao Tratado que instituiu a Comunidade Europeia quer ao Tratado da União Europeia. De igual modo, o “Tratado de Nice”, que concluiu a Conferência Intergovernamental de 2000, tendo sido assinado a 26 de Fevereiro de 2001, entrando em vigor a 1 de Fevereiro de 2003, introduziu alterações ao Tratado que instituiu a Comunidade Europeia e ao Tratado da União Europeia.

Tratado de Maastricht (*Maastricht Treaty*): ver **Tratado**.

União Económica e Monetária (UEM) (*Economic and Monetary Union (EMU)*): o **Tratado** descreve o processo para alcançar a união económica e monetária na União Europeia em três fases. A Primeira Fase da UEM, iniciada em Julho de 1990 e terminada a 31 de Dezembro de 1993, foi caracterizada principalmente pela total liberalização dos movimentos de capitais na União Europeia. A Segunda Fase da UEM, iniciada a 1 de Janeiro de 1994, originou, nomeadamente, a criação do **Instituto Monetário Europeu (IME)**, a proibição do financiamento do sector público pelos bancos centrais e do acesso privilegiado do sector público às instituições financeiras, e ainda a prevenção de défices excessivos. A Terceira Fase teve início a 1 de Janeiro de 1999, com a transferência da competência monetária para o **Banco Central Europeu (BCE)** e a introdução do **euro**.

Valor de referência para a situação orçamental (*reference value for the fiscal position*): o Protocolo n.º 20 do **Tratado** sobre o **procedimento relativo aos défices excessivos** estabelece valores de referência explícitos para o **rácio do défice** orçamental (3% do PIB) e para o **rácio da dívida** (60% do PIB) (ver também **Pacto de Estabilidade e Crescimento**).

Valor de referência para o crescimento monetário (*reference value for monetary growth*): o **Conselho do BCE** anunciou um valor de referência para o agregado monetário largo **M3**, de modo a avaliar a evolução monetária. Este valor de referência refere-se à taxa de crescimento do M3 que é considerada compatível com a estabilidade de preços no médio prazo. O valor de referência é calculado de forma consistente com a definição de **estabilidade de preços** do **Conselho do BCE**, servindo para alcançar a mesma, com base em pressupostos de médio prazo relativos à tendência de crescimento do PIB real e à tendência da velocidade de circulação do M3. Desvios substanciais ou prolongados do crescimento do M3 em relação ao valor de referência assinalam, em circunstâncias normais, riscos para a estabilidade de preços a médio prazo. Porém, a política monetária não reage mecanicamente aos desvios do crescimento do M3 em relação ao valor de referência.

BIBLIOGRAFIA

CAPÍTULO I

Publicações oficiais do BCE

- BCE (1999), O Eurosistema e o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), *Boletim Mensal*, Janeiro
- BCE (1999), O quadro institucional do Sistema Europeu de Bancos Centrais, *Boletim Mensal*, Julho
- BCE (2003), O ajustamento dos mecanismos de votação no Conselho do BCE, *Boletim Mensal*, Maio
- BCE (1999 a 2003), *Relatórios Anuais*

Outros documentos

- IME (1998), *Relatório de Convergência 1998*, Março
- Padoa-Schioppa, T. (2002), “The euro goes East”, dissertação apresentada na VIII Conferência Económica, Dubrovnik, 29 de Junho de 2002
- Papademos, L. (2001), “The completion of the changeover to the euro”, discurso proferido na Conferência no contexto da Campanha de Informação EURO 2002, Atenas, 17 de Outubro de 2001
- Zilioli, C. e M. Selmayr (2001), *The law of the European Central Bank*, Oxford Press

CAPÍTULO 2

Publicações oficiais do BCE

- BCE (1999), A área do euro no início da Terceira Fase, *Boletim Mensal*, Janeiro
- BCE (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, Fevereiro
- BCE (1999), A banca na área do euro: características estruturais e tendências, *Boletim Mensal*, Abril
- BCE (1999), A aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento, *Boletim Mensal*, Maio
- BCE (1999), Os balanços das Instituições Financeiras Monetárias da área do euro no início de 1999, *Boletim Mensal*, Agosto
- BCE (2000), A área do euro um ano após a introdução do euro: características principais e alterações na estrutura financeira, *Boletim Mensal*, Janeiro
- BCE (2000), O comércio externo da economia da área do euro: características essenciais e evolução recente, *Boletim Mensal*, Agosto
- BCE (2001), A área do euro após a entrada da Grécia, *Boletim Mensal*, Janeiro
- BCE (2001), Características do financiamento das empresas na área do euro, *Boletim Mensal*, Fevereiro
- BCE (2001), *TARGET Annual Report*, Maio
- BCE (2001), Financiamento e investimento financeiro dos sectores não financeiros da área do euro, *Boletim Mensal*, Maio
- BCE (2002), Poupança, financiamento e investimento na área do euro, *Boletim Mensal*, Agosto

- BCE (2002), *Report on financial structures*, Outubro
BCE (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, Março
BCE (2003), *Money market study 2002*, Novembro

Outros documentos

- Buldorini, L., S. Makrydakakis e C. Thimann (2002), *The effective exchange rates of the euro*, *Documento de Trabalho Ocasional do BCE N.º 2*, Fevereiro
Gaspar, V., P. Hartmann, O. Sleijpen (eds.) (2003), *The transformation of the European financial system* (Segunda Conferência do BCE sobre banca central), Junho
Genre, V. e R. Gómez-Salvador (2002), *Labour force developments in the euro area since the 1980s*, *Documento de Trabalho Ocasional do BCE N.º 4*, Julho
Tumpel-Gugerell, G. (2003), “The volatility of financial markets”, discurso proferido no “III Encuentro Financiero Internacional” organizado pela Caja Madrid, Madrid, 1 e 2 de Julho de 2003
Santillán, J., M. Bayle e C. Thygesen (2000), *The impact of the euro on money and bond markets*, *Documento de Trabalho Ocasional do BCE N.º 1*, Julho

CAPÍTULO 3

Publicações oficiais do BCE

- BCE (1999), A estratégia de política monetária do Eurosistema orientada para a estabilidade, *Boletim Mensal*, Janeiro
BCE (1999), Agregados monetários da área do euro e o seu papel na estratégia de política monetária do Eurosistema, *Boletim Mensal*, Fevereiro
BCE (2000), *Informação estatística recolhida e compilada pelo SEBC*, Maio
BCE (2000), Transmissão da política monetária na área do euro, *Boletim Mensal*, Julho
BCE (2000), *Requisitos estatísticos na área das estatísticas económicas gerais*, Agosto
BCE (2000), Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE, *Boletim Mensal*, Novembro
BCE (2001), Avaliação de estatísticas económicas gerais para a área do euro, *Boletim Mensal*, Abril
BCE (2001), Enquadramento e ferramentas de análise monetária, *Boletim Mensal*, Maio
BCE (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, Junho
BCE (2001), Questões relacionadas com regras de política monetária, *Boletim Mensal*, Outubro
BCE (2002), O mercado accionista e a política monetária, *Boletim Mensal*, Fevereiro
BCE (2002), Conclusões recentes sobre a transmissão da política monetária na área do euro, *Boletim Mensal*, Outubro
BCE (2002), A responsabilização do BCE, *Boletim Mensal*, Novembro
BCE (2002), Transparência na política monetária do BCE, *Boletim Mensal*, Novembro

BCE (2003), Resultado da avaliação do BCE da sua estratégia de política monetária, *Boletim Mensal*, Junho

BCE (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, Setembro

Outros documentos

Angeloni, I., A. K. Kashyap e B. Mojon (eds.) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press

Brand, C., D. Gerdesmeier e B. Roffia (2002), *Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth*, Documento de Trabalho Ocasional do BCE N.º 3, Maio

Camba-Mendez, G., V. Gaspar e M. Wynne (2002), *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP* (resumo e conclusões do encontro de trabalho do CEPR/BCE sobre questões relacionadas com a medição de índices de preços), Julho

Duisenberg, W. (2001), *The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas*, carta do Presidente do BCE à Presidente da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, Christa Randzio-Plath, 16 de Outubro de 2001

Duisenberg, W. (2001), *The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability*, carta do Presidente do BCE à Presidente da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários, Christa Randzio-Plath, 13 de Dezembro de 2001

Domingo-Solans, E. (2003), *The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank*, discurso proferido na reunião académica por ocasião do 50.º aniversário do Instituto de Estatística das Comunidades Europeias, Luxemburgo, 16 de Maio de 2003

Domingo-Solans, E. (2003), *Official statistics for a global economy*, discurso proferido na 54.ª Sessão do Instituto Internacional de Estatística, Berlim, 20 de Agosto de 2003

Herrero, A., V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan e B. Winkler (eds.) (2001), *Why price stability?* (Primeira Conferência do BCE sobre banca central), Junho

Issing, O. (1999), *The Eurosystem: Transparent and Accountable*, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37 (3), pp. 503-519

Issing, O. (2000), *The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation*, *Kredit und Kapital*, Vol. 15, pp. 353-388

Issing, O. (ed.) (2003), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Novembro

Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni e O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*

Klößers, H.-J. e C. Willeke (eds.) (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (actas de seminários do BCE), Agosto

Trichet, J.-C. (2002), *Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability*, discurso proferido na conferência "Asset Price Bubbles" no Banco da Reserva Federal de Chicago, Chicago/Ill., 23 de Abril de 2002

Trichet, J.-C. (2003), *The ECB monetary strategy after the evaluation and*

clarification of May 2003, discurso proferido no evento principal do Centro de Estudos Financeiros, Frankfurt, 20 de Novembro de 2003

CHAPTER 4

Publicações oficiais do BCE

- BCE (1999), O enquadramento operacional do Eurosistema: descrição e primeira avaliação, *Boletim Mensal*, Maio
- BCE (2000), A mudança para leilões de taxa variável nas operações principais de refinanciamento, *Boletim Mensal*, Julho
- BCE (2001), O quadro de garantias do Eurosistema, *Boletim Mensal*, Abril
- BCE (2001), Comportamento de licitação das contrapartes em operações regulares de mercado aberto do Eurosistema, *Boletim Mensal*, Outubro
- BCE (2002), A gestão de liquidez do BCE, *Boletim Mensal*, Maio
- BCE (2003), Alterações ao quadro operacional de política monetária do Eurosistema, *Boletim Mensal*, Agosto
- BCE (2004), *A execução da política monetária na área do euro: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema*, Janeiro

Outros documentos

- Bindseil, U. e F. Seitz (2001), *The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months*, Documento de Trabalho do BCE N.º 44, Fevereiro
- Blenck, D., H. Hasko, S. Hilton e K. Masaki (2001), *The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*, publicado nos documentos do BIS N.º 9
- Ejerskov, S., C. Martin Moss e L. Stracca (2003), *How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence*, Documento de Trabalho do BCE N.º 244, Julho
- Manna, M., H. Pill e G. Quirós (2001), *The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy*, *International Finance*, n.º 4(1)

CAPÍTULO 5

Publicações oficiais do BCE

Consulte as seguintes fontes oficiais para informações pormenorizadas sobre as decisões de política monetária do BCE:

- Declarações introdutórias proferidas nas conferências de imprensa pelo Presidente do BCE
- Editoriais do Boletim Mensal do BCE
- Declarações do Presidente perante a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu
- Relatórios Anuais do BCE

Outros documentos

FMI (vários), “Relatórios sobre as políticas da área do euro no contexto das

- consultas com os países da área do euro ao abrigo do Artigo IV”
- Issing, O. (2000), *The ECB's monetary policy: experience after the first year*, *Journal for Policy Modelling*, Vol. 22(3), pp. 325-343
- Issing, O. (2001), *The euro – the experience of the past 2 years*, *Journal of Asian Economics*, Vol. 12, pp. 1-20
- OCDE (vários), “Economic Surveys: Euro Area”

ÍNDICE REMISSIVO

- Acordo de recompra, acordo de
 reporte 38-39, 80-81, 84, 90, 113
- Activo da Lista 1 81, 113
- Activo da Lista 2 81, 113
- Administrações públicas 21-24, 113
- Agregados monetários 37-39, 66-70,
 113
- Alargamento da UE 11, 113
- Área do euro 9, 113
- Balanço consolidado das IFM 37-40,
 114
- Banco Central Europeu (BCE) 9-13,
 110-111, 114
- Base de incidência 83-86, 114
- Base monetária 43, 77, 83-84, 114
- Choques económicos 47, 52, 58, 99
- Circulação monetária 38-39, 114
- Comissão Europeia 13, 23-24, 109,
 111, 115
- Comissão Executiva do BCE 11,
 111, 115
- Comité Económico e Financeiro
 (CEF) 115
- Comunidade Económica Europeia
 (CEE) 109
- Conselho (ver Conselho da UE)
- Conselho da UE 13, 23-24, 72, 111,
 115
- Conselho do BCE 11, 46, 115
- Conselho Europeu 9, 13-14, 24,
 110-111
- Conselho Geral do BCE 11-12, 116
- Contraparte 36, 80-81, 90, 116
- Contrato a prazo sobre taxas de juro
 116
- Contrato de futuros 31, 116
- Credibilidade 44, 49-53, 73, 98, 108
- Crédito 36-37, 47-48, 63, 67, 68, 90,
 116
- CrITÉrios de convergência 9, 111,
 116
- Custo de oportunidade 68, 116
- Deflação 44-45, 54-58, 116
- Depósitos à ordem 38-39, 84, 116
- Depósitos a prazo (fixo) 38-39, 84,
 117
- Depósitos com pré-aviso 38, 117
- Desvio do produto 62-63, 117
- ECOFIN 13, 115
- Empréstimos 26-30, 36-41, 101-105,
 117
- Estabelecimento de objectivos
 monetários 59, 74, 118
- Estabelecimento de objectivos
 para a inflação 60, 74, 118
- Estabelecimento de objectivos
 para a taxa de câmbio 61, 118
- Estabilidade de preços 9-13, 43-59,
 99, 118
- Estado-Membro 9, 11, 109-111, 118
- Estratégia de política monetária
 43-75, 118
- Euro 9, 119
- Eurosistema 9-13, 119
- Eurostat 55-57, 63-64, 119
- Expectativas de inflação 49-56,
 103-104
- Facilidade permanente 79-83, 95,
 119
- Facilidade permanente de cedência
 de liquidez 79-83, 119
- Facilidade permanente de depósito
 77, 82, 92-93, 106, 107, 119
- Famílias 22, 48, 119
- Fundo de pensões 28-30, 41, 119
- Fundos do mercado monetário 37,
 40, 119
- Garantia(s) 48, 80-81, 90, 120
- Grau de abertura 120
- Independência dos bancos centrais
 12, 71, 120
- Indicadores avançados 69, 120
- Índice Harmonizado de Preços no
 Consumidor (IHPC) 54-57, 120
- Índice *overnight* médio do euro
 (EONIA) 32, 82, 86, 118
- Inflação 44, 55-58, 120
- Instituição de crédito 36-41, 77-97, 120
- Instituições financeiras monetárias
 (IFM) 36-40, 120
- Instituto Monetário Europeu (IME)
 55, 110-111, 121

Investimento 48
 Leilão de taxa fixa 87-89, 98, 121
 Leilão de taxa variável 87-89, 98, 121
 Leilão normal 81, 87, 89, 92, 121
 M1 38, 70, 101, 105, 121
 M2 38, 121
 M3 38-39, 66-70, 102, 105, 121
 Mecanismo de transmissão (ver mecanismo de transmissão da política monetária)
 Mecanismo de transmissão da política monetária 46-52, 121
 Mercado accionista, mercado de títulos 35-36, 121
 Mercado bolsista (ver mercado accionista, mercado de títulos)
 Mercado de derivados 31, 121
 Mercado de obrigações, mercado obrigacionista 35, 122
 Mercado de títulos de dívida 33-35
 Mercado monetário 27, 31-33, 122
 Mercados financeiros 27-28, 31-37, 64, 102, 122
 MTC 111, 122
 MTC II 110, 122
 Neutralidade da moeda, 43, 122
 Opção 31, 122
 Operação de refinanciamento de prazo alargado 79, 89, 123
 Operação de reporte 90-91, 123
 Operação estrutural 79, 91, 123
 Operação ocasional de regularização 79-80, 90-91, 123
 Operação principal de refinanciamento 79, 86-89, 123
 Operação reversível 79-80, 90-91, 123
 Operações de mercado aberto 79-80, 86-92, 123
 Orientações Gerais de Política Económica (OGPE) 24, 124
 Pacto de Estabilidade e Crescimento 21, 23, 110, 124
 Parlamento Europeu 13, 72-75, 124
 Período de manutenção 84-85, 88, 124
 Prémio de risco de inflação 44, 124
 Previsibilidade 73
 Procedimento relativo aos défices excessivos 23, 125
 Procura de moeda 60, 125
 Programas de estabilidade 23, 125
 Projecções (ver projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema)
 Projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema 65-66, 125
 Rácio da dívida 23, 125
 Rácio de reserva 83-86, 126
 Rácio do défice 23, 126
 Reservas mínimas, reservas obrigatórias 83-86, 126
 Responsabilização 13, 54, 71-72, 126
 Rigidez nominal no sentido descendente 57
 Riscos para a estabilidade de preços 59-60, 67-70, 99-108
 Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) 9, 110, 126
 Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95) 126
 Sistema Monetário Europeu (SME) 126
 Sociedades não financeiras 33-34, 127
Swap (ver *swap* cambial)
Swap cambial 90-91, 127
 TARGET 32, 127
 Taxa central bilateral 111
 Taxa de participação da população activa 20, 127
 Taxa interbancária de oferta do euro (EURIBOR) 32, 118
 Taxa mínima de proposta 87, 89, 98, 104, 106, 107, 127
 Taxas de câmbio efectivas 101, 128
 Taxas de câmbio efectivas nominais (ver taxas de câmbio efectivas)
 Taxas de câmbio efectivas reais (ver taxas de câmbio efectivas)
 Taxas de juro directoras do BCE 82-83, 99-108, 128
 Terceira Fase da UEM (ver União Económica e Monetária (UEM))

Títulos de dívida 33-41, 84, 128
Transacção definitiva 90-91, 128
Transparência 13, 44, 51, 71-75
Tratado 9-16, 23-24, 45-46, 54, 72,
74, 109-111, 128
Tratado de Maastricht (ver Tratado)
União Económica e Monetária
(UEM) 11, 109-111, 129
Unidade de Conta Europeia (ECU)
110, 117
Valor de referência para a situação
orçamental 23, 129
Valor de referência para o
crescimento monetário 68-69,
129

