

# A Política Monetária do BCE

11

2001



BANCO CENTRAL EUROPEU

© Banco Central Europeu, 2001

<b>Morada</b>	Kaiserstrasse 29 60311 Frankfurt am Main Germany
<b>Endereço Postal</b>	Postfach 16 03 19 60066 Frankfurt am Main Germany
<b>Telefone</b>	+49 69 1344 0
<b>Internet</b>	<a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a>
<b>Fax</b>	+49 69 1344 6000
<b>Telex</b>	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 Dezembro de 2000.*

ISBN 92-9181-258-7

## Índice

Prefácio	7
----------	---

---

### Capítulo 1

<i>O enquadramento institucional da política monetária única</i>	9
--	---

---

### Capítulo 2

<i>A estrutura económica e financeira da área do euro</i>	13
2.1 Características principais da economia real	13
2.2 Mercado de trabalho	15
2.3 Sector público	17
2.4 Comércio externo	20
2.5 Estrutura financeira	22
2.6 Mercados financeiros	23
2.7 Intermediários financeiros	30

---

### Capítulo 3

<i>A estratégia de política monetária do BCE</i>	37
3.1 Estabilidade de preços – o objectivo primordial da política monetária única	37
3.2 O mecanismo de transmissão da política monetária	41
3.3 A análise dos riscos para a estabilidade de preços na estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade	45
3.4 Responsabilização, transparência e comunicação	55

---

### Capítulo 4

<i>Execução da política monetária</i>	59
4.1 Princípios gerais e objectivos subjacentes à concepção do quadro operacional	59
4.2 Análise geral do quadro operacional do Eurosistema	61
4.3 Operações de mercado aberto	65
4.4 Reservas mínimas	69
4.5 Facilidades permanentes	72
4.6 Liquidez do banco central e necessidades de liquidez do sistema bancário	73
4.7 Experiência em 1999 e 2000	78

## Capítulo 5

<i>Decisões de política monetária em 1999 e 2000</i>	79
5.1 Principais desenvolvimentos	79
5.2 Uma primeira avaliação	86

---

<b>Anexo 1</b> Excertos do Tratado que institui a Comunidade Europeia	87
<b>Anexo 2</b> Protocolo relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu	105

---

<b>Glossário</b>	125
------------------	-----

<b>Bibliografia</b>	141
---------------------	-----

<b>Índice remissivo</b>	147
-------------------------	-----

## Quadros

2.1 Principais características da economia real da área do euro em 2000	14
2.2 Taxas de participação por sexo e grupo etário na área do euro e Estados Unidos	17
2.3 Comércio externo de mercadorias da área do euro em 2000	21
2.4 Investimento financeiro e financiamento dos sectores não financeiros na área do euro em meados de 2000	24
2.5 Saldos de títulos de dívida de curto prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro	28
2.6 Saldos de títulos de dívida de longo prazo denominados em euros emitidos por residentes na área do euro	28
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 2000	29
2.8 Capitalização do mercado bolsista na área do euro, Estados Unidos e Japão	29
2.9 Número de empresas nacionais e estrangeiras cotadas nos mercados bolsistas na área do euro, Estados Unidos e Japão	30
2.10 Número de Instituições Financeiras Monetárias da área do euro	31
2.11 Definições de agregados monetários da área do euro	32
2.12 Depósitos e empréstimos bancários na área do euro, Estados Unidos e Japão no final de 2000	34
3.1 Pesos das principais componentes do IHPC aplicáveis a 2001	40
4.1 Operações de mercado aberto e facilidades permanentes do Eurosistema	62
4.2 Responsabilidades das instituições de crédito incluídas na base de incidência	69
4.3 Estrutura do balanço do banco central	74
4.4 Contribuições para a liquidez do sistema bancário	76

## Gráficos

1.1	O Sistema Europeu de Bancos Centrais	10
2.1	Desagregação por idade do total da população em 2000	15
2.2	Desemprego na área do euro, Estados Unidos e Japão	16
2.3	Défice e dívida públicos na área do euro	18
2.4	Pesos do comércio e da taxa de câmbio efectiva (TCE) dos 20 principais parceiros comerciais da área do euro	21
2.5	Funções dos sistemas financeiros	22
2.6	Percentagens das componentes do M3, final de 2000	33
2.7	Composição do balanço consolidado das IFM da área do euro (incluindo o Eurosistema) no final de 2000	34
3.1	Uma ilustração do mecanismo de transmissão das taxas de juro aos preços	43
3.2	A estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade	46
4.1	Taxas de juro directoras do BCE e EONIA	64
4.2	O funcionamento do regime de reservas mínimas do Eurosistema	71
4.3	Recurso às facilidades permanentes em 1999 e 2000	72
4.4	Recurso às facilidades permanentes num período de constituição de reservas mínimas	73
4.5	Volume das operações principais de refinanciamento e de refinanciamento de prazo alargado	77
4.6	Reservas mínimas e factores autónomos	77
5.1	Crescimento do M3 e valor de referência	80
5.2	M1 e empréstimos ao sector privado	81
5.3	Inflação medida pelo IHPC	82
5.4	Taxa de câmbio efectiva nominal do euro e preços do petróleo	83
5.5	PIB real, produção industrial e confiança na indústria para a área do euro	84

---

## Caixas

2.1	Acordos institucionais para finanças públicas sólidas a nível da UE	19
2.2	Mercados financeiros: termos-chave	26
2.3	Agregados monetários	32
3.1	Construção e características do IHPC	40
3.2	Estratégias alternativas de política monetária	48
3.3	O valor de referência do BCE para o crescimento monetário	50
3.4	Estatísticas relacionadas com a evolução económica na área do euro	52
3.5	Actividades de comunicação do BCE	57
4.1	Contrapartes e garantias	63
4.2	Tipos de transacções de mercado aberto	68



## Prefácio

Em 1 de Janeiro de 1999, após a conclusão com êxito de intensos trabalhos preparatórios, teve início a Terceira Fase da União Económica e Monetária (UEM), tendo o Banco Central Europeu (BCE) assumido a responsabilidade pela política monetária única na área do euro. Esta data marcou o culminar de anos de esforço com o objectivo de criar um quadro duradouro para a estabilidade monetária na Europa, representando também um marco num contexto mais alargado de integração económica e política europeia.

O Tratado que institui a Comunidade Europeia, com as alterações que lhe foram introduzidas pelo Tratado da União Europeia, estabelece um quadro institucional seguro para a tomada de decisões de política monetária na Europa. Neste contexto, a responsabilidade pela política monetária é atribuída a uma única instituição, o BCE, cujo objectivo primordial consiste na manutenção da estabilidade de preços. A manutenção da estabilidade de preços é o melhor contributo da política monetária para um enquadramento de estabilidade económica conducente aos objectivos mais latos da Comunidade Europeia, tais como o crescimento económico e a criação de emprego.

Em 1998, o Conselho do BCE anunciou a sua estratégia de política monetária, delineada com o objectivo de cumprir o mandato atribuído pelo Tratado. A estratégia inclui uma definição quantitativa do objectivo da estabilidade de preços. Esta definição proporciona uma âncora para as expectativas de inflação e estabelece um padrão no contexto do qual o público pode responsabilizar o BCE pela sua actuação. Ao anunciar esta definição, o Conselho do BCE salientou que a estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo. Além disso, a estratégia descreve o quadro analítico que orienta o Conselho do BCE na tomada de decisões mais adequadas à manutenção da estabilidade de preços. O quadro para a avaliação dos riscos para a estabilidade de preços assenta sobre dois pilares. O primeiro pilar atribui um papel preponderante à moeda, incluindo o anúncio de um valor de referência para o crescimento monetário. Tal reflecte as origens monetárias da inflação de médio a longo prazo. De acordo com o segundo pilar da estratégia de política monetária, o Conselho acompanha e analisa regularmente um vasto conjunto de outros indicadores económicos e financeiros que afectam a evolução dos preços no curto a médio prazos.

A condução adequada da política monetária num mundo incerto é um desafio para qualquer banco central. As incertezas quanto às relações económicas e possíveis alterações na estrutura da economia são particularmente evidentes no caso de uma nova e diferente área monetária. A estratégia de política monetária do BCE proporciona uma base robusta para a acomodação de tais incertezas.

Não é de surpreender que a abordagem do BCE às decisões de política monetária tenha gerado grande interesse e tenha estado sujeita a um rigoroso exame minucioso. Esta publicação destina-se a proporcionar ao público uma análise geral da política monetária do BCE e do seu contexto económico e

institucional, devendo ser considerada como um complemento às publicações regulares do BCE, tais como o Boletim Mensal e o Relatório Anual, bem como diversas outras publicações do BCE sobre matérias específicas. Todas estas publicações se encontram disponíveis na página do BCE na Internet (<http://www.ecb.int>).

A presente publicação está estruturada da seguinte forma: o Capítulo 1 resume os aspectos institucionais mais relevantes para a compreensão da política monetária do BCE; o Capítulo 2 apresenta uma análise geral das principais estruturas económicas e financeiras da economia da área do euro; o Capítulo 3 apresenta a estratégia de política monetária do BCE; o Capítulo 4 explica a forma como as decisões de política monetária são adoptadas utilizando os instrumentos de política monetária disponíveis; e o Capítulo 5 ilustra a condução da política monetária nos dois primeiros anos da Terceira Fase da UEM.

Frankfurt am Main, Agosto de 2001

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping, fluid strokes that form a cursive representation of the name Willem F. Duisenberg.

Willem F. Duisenberg

# 1 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*

A base legal para a política monetária única é o Tratado que institui a Comunidade Europeia (com as alterações que lhe foram introduzidas). (As disposições legais relevantes encontram-se nos Anexos I e 2).

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<sup>1</sup>.

Os BCN dos Estados-membros da UE que não adoptaram o euro (em 2001, estes eram a Dinamarca, a Suécia e o Reino Unido) são parte integrante do SEBC mas não participam na tomada de decisões de política monetária para a área do euro<sup>2</sup> ou na execução operacional destas decisões. Por esta razão, os órgãos de decisão do BCE decidiram adoptar o termo “Eurosistema” para descrever a estrutura na qual o BCE e os BCN dos Estados-membros participantes desempenham as atribuições do SEBC na área do euro (ver Gráfico I.1).

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

O Tratado (n.º I 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 acabariam por adoptar o euro – refere que “o objectivo primordial do SEBC é a manutenção da 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, nomeada-

O Tratado é a base legal para a política monetária única...

...e estabelece o BCE e o SEBC

O Eurosistema

A importância primordial da estabilidade de preços

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

2 O termo “área do euro” refere-se à área que compreende os Estados-membros da UE que adoptaram o euro.

Gráfico 1.1



mente, “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 BCE 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) e dos Estatutos do SEBC (artigo 3.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 fins de política monetária, 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 SEBC, o BCE e, com o acordo deste, os BCN podem

Atribuições  
fundamentais do  
Eurosistema

participar em instituições monetárias internacionais. O BCE decidirá de que forma o SEBC 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.

O Conselho do BCE é composto pelos seis membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos BCN da área do euro (12 governadores em 2001). 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 12.1), a definição da política monetária da área do euro inclui 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 é composta pelo Presidente, pelo Vice-Presidente e por quatro vogais, nomeados de comum acordo pelos Governos dos Estados-membros a nível de chefes de Estado ou de Governo dos Estados-membros da área do euro. 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<sup>3</sup>.

### *Independência dos bancos centrais*

O quadro institucional para a política monetária única atribui a prossecução do objectivo primordial da estabilidade de preços a um banco central que seja independente de influências políticas. Um elevado volume de análises teóricas, apoiado por sinais empíricos evidentes, indica que a independência dos bancos centrais conduz à manutenção da estabilidade de preços.

<sup>3</sup> Um terceiro órgão de decisão do BCE é o Conselho Geral, composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos Governadores de todos os Estados-membros da UE (15 em 2001). O Conselho Geral manter-se-á em actividade enquanto existirem Estados-membros que não tenham adoptado o euro como sua moeda. O Conselho Geral, embora não seja responsável por decisões de política monetária na área do euro, contribui para a recolha de informação estatística e aconselha sobre os preparativos necessários para a fixação irrevogável das taxas de câmbio das moedas dos Estados-membros que não adoptaram o euro.

Conselho do BCE

Comissão Executiva do BCE

Independência de influências políticas

O artigo 108.º (ex-artigo 107.º) do Tratado (e o artigo 7.º dos Estatutos do SEBC) 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.

Existem também outras disposições para a salvaguarda da independência do BCE e dos seus órgãos de decisão. Por exemplo, os acordos financeiros são mantidos separadamente dos interesses financeiros 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 BCE é preservada pela proibição prevista no Tratado de qualquer concessão de crédito do banco central ao sector público (ver Caixa 2.1).

O Tratado contém também disposições que asseguram que a prossecução do objectivo da estabilidade de preços deverá ser totalmente respeitada pela política cambial única. O Tratado prevê que as decisões de política cambial são uma responsabilidade partilhada do Conselho ECOFIN e do BCE, enquanto 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 (ex-artigo 3.º - A) do Tratado estabelece explicitamente que o objectivo primordial de uma política monetária e de uma 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 da estabilidade de preços. Por último, a responsabilidade pela decisão sobre operações no mercado cambial e pela sua execução compete unicamente ao BCE.

#### *Obrigação 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 BCE, o artigo 15.º dos Estatutos do SEBC impõe ao BCE obrigações precisas de apresentação de relatórios. O BCE deve publicar relatórios trimestrais sobre as actividades do Eurosistema, bem como informações semanais sobre a situação financeira consolidada. Além disso, o BCE deve elaborar um relatório anual sobre as suas actividades e sobre a política monetária no ano anterior e no 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 se mostrar o mais transparente possível, o BCE decidiu ultrapassar esta obrigação estatutária de apresentação de relatórios (ver Capítulo 3).

Outras disposições que contribuem para salvaguardar a independência

A política cambial deverá incidir também sobre a estabilidade de preços

Disposições para assegurar a responsabilização

## 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 características principais da economia real, incidindo sobre a composição do produto, principais características demográficas e do mercado de trabalho e política orçamental, assim 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.*

### 2.1 Características principais da economia real

Apesar de anteriormente ao estabelecimento da União Monetária os actuais países da área do euro poderem ser considerados economias 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 macro-económicas da área do euro são apresentadas no Quadro 2.1.

Medida em termos de população, a área do euro constitui uma das maiores economias desenvolvidas do mundo: em 2000, tinha uma população total de 303 milhões. Em termos comparativos, as populações dos Estados Unidos e do Japão, em 2000, totalizaram 276 e 127 milhões, respectivamente. O Gráfico 2.1 mostra as diferenças na estrutura etária das populações da área do euro e dos Estados Unidos. Em média, os países da área do euro têm uma percentagem menor de indivíduos mais jovens e uma percentagem maior de indivíduos mais velhos do que os Estados Unidos.

Medida em termos da sua percentagem no PIB mundial, em 2000, os Estados Unidos foram a maior economia, com um peso de 22.0%, seguidos pela área do euro com 16.0%, enquanto a percentagem do Japão no PIB mundial se situou em 7.3%. As percentagens dos países da área do euro, em termos individuais, foram significativamente mais reduzidas: a maior economia da área do euro representou 4.6% do PIB mundial em 2000.

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 global dos serviços nos Estados Unidos e na área do euro. Especificamente, o sector público dos serviços nos Estados Unidos é relativamente reduzido, enquanto que 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.

A economia da área do euro é uma das maiores do mundo

População

Percentagem no PIB mundial

O sector dos serviços detém a maior percentagem no PIB da área do euro

## Quadro 2.1

### Principais características da economia real da área do euro em 2000

	Unidade	Área do euro	Estados Unidos	Japão
População	milhões	303	276	127
PIB (% do PIB mundial) <sup>1)</sup>	%	16.0	22.0	7.3
PIB per capita <sup>1)</sup>	€	22 322	35 034	24 922
Sectores de produção <sup>2)</sup>				
Agricultura, pescas, silvicultura	% do PIB	2.7	1.4	1.7
Indústria (incluindo construção)	% do PIB	28.8	24.7	34.5
Serviços	% do PIB	68.5	73.9	63.8
Taxa de desemprego (% da população activa)	%	8.9	4.0	4.7
Taxa de participação da população activa <sup>3)</sup>	%	67.3	77.2	72.4
Taxa de emprego <sup>3),4)</sup>	%	61.2	74.1	68.9
Administrações públicas <sup>5)</sup>				
Excedente (+) ou défice (-)	% do PIB	-0.7	2.3	-8.6
Dívida bruta	% do PIB	70.3	57.3	130.4
Receitas	% do PIB	47.9	34.0	30.3
das quais impostos directos	% do PIB	13.0	15.5	7.0
das quais impostos indirectos	% do PIB	14.2	6.8	8.5
das quais contribuições sociais	% do PIB	16.3	7.1	11.0
Despesa	% do PIB	48.6	31.7	38.9
da qual consumo final	% do PIB	19.8	14.1	16.6
da qual transferências sociais	% do PIB	16.7	10.5	17.5
Exportações de bens <sup>6)</sup>	% do PIB	14.8	7.8	9.7
Exportações de bens e serviços <sup>6)</sup>	% do PIB	19.1	10.7	11.1
Importações de bens <sup>6)</sup>	% do PIB	14.3	12.3	7.2
Importações de bens e serviços <sup>6)</sup>	% do PIB	18.7	14.4	9.7
Exportações (% das exportações mundiais) <sup>7)</sup>	%	19.0	15.0	9.2
Balança corrente <sup>6)</sup>	% do PIB	-0.7	-4.4	2.5

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) As percentagens do PIB são baseadas numa valorização dos PIB dos países em paridades do poder de compra (PPC).

2) Com base no valor acrescentado real. Os dados do Japão referem-se a 1998 e os dos Estados Unidos a 1999.

3) Os dados dos Estados Unidos e Japão referem-se a 1998.

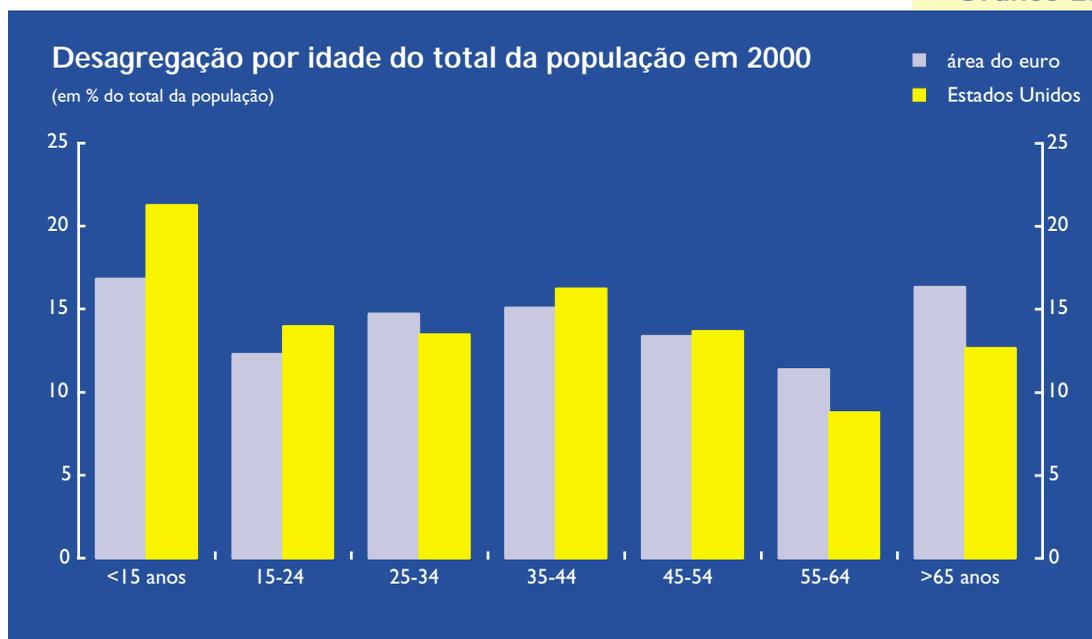
4) Como rácio do número de pessoas em relação à população em idade activa (indivíduos com idade compreendida entre 15 e 64 anos).

5) Os dados da área do euro excluem as receitas das licenças de UMTS.

6) Dados da balança de pagamentos, apenas fluxos do comércio extra-área do euro para a área do euro. Os dados dos Estados Unidos e Japão referem-se a 1999.

7) Estatísticas do comércio externo; as exportações mundiais excluem os fluxos do comércio intra-área do euro.

Gráfico 2.1



Fontes: Eurostat e Bureau of Census dos EU.

## 2.2 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 ajusta os choques adversos (por exemplo, abrandamentos económicos repentinos). A rigidez estrutural está, portanto, tipicamente associada ao desemprego relativamente elevado e persistente. Além disso, a rigidez no mercado de trabalho e o resultante desemprego estrutural tendem a reduzir o ritmo de crescimento de uma economia, sem alimentar pressões inflacionistas.

A taxa de desemprego da área do euro – número de indivíduos desempregados em percentagem da população activa – atingiu níveis muito elevados nas décadas de 80 e 90. Em 2000, situou-se, em média, ligeiramente abaixo dos 9.0%. Tal correspondeu a cerca de 12.2 milhões de desempregados no conjunto da área do euro, em 2000. Apesar da descida observada no final da década de 90, a taxa de desemprego na área do euro manteve-se marcadamente mais elevada do que nos Estados Unidos (ver Gráfico 2.2). Este desfasamento reflecte quer as taxas de crescimento económico muito elevadas registadas nos Estados Unidos no final da década de 90, quer as diferenças estruturais entre os mercados de trabalho nos Estados Unidos e na área do euro. Estas diferenças 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. No entanto, a rigidez estrutural subsiste e explica os níveis ainda elevados de desemprego na área do euro em 2000.

A rigidez estrutural pode prejudicar o funcionamento eficaz do mercado de trabalho

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

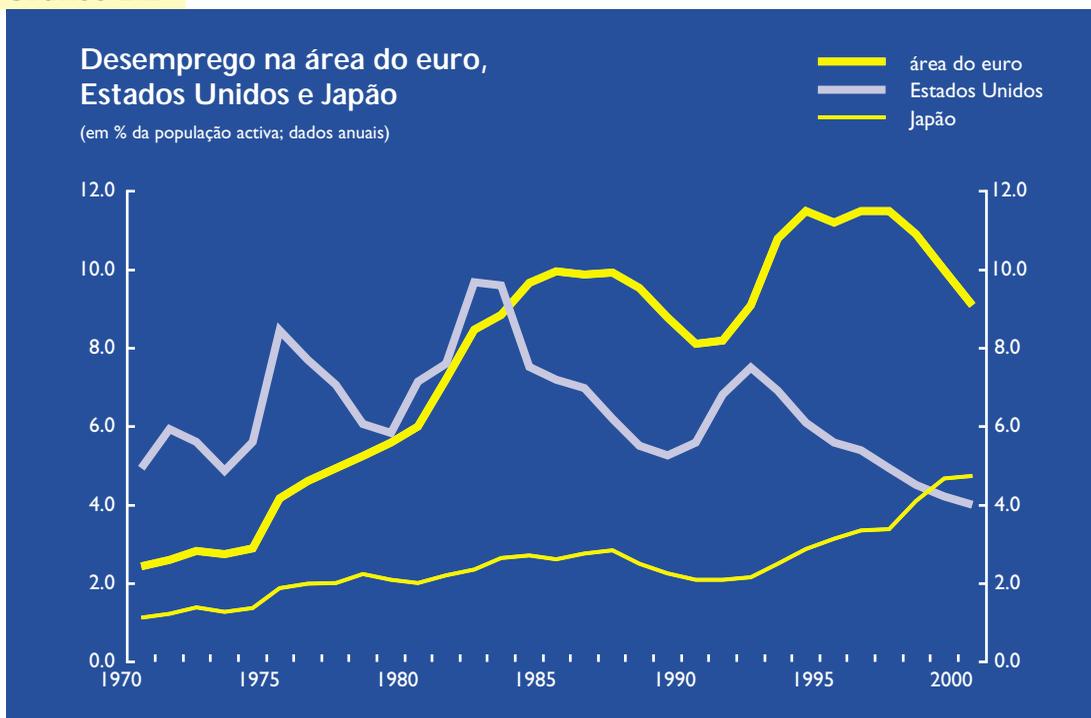
Participação da população activa relativamente reduzida na área do euro

Taxa de emprego na área do euro é relativamente reduzida

É de salientar que, em 2000, a taxa de participação da população activa, situada em 67.3%, foi significativamente mais baixa na área do euro do que nos Estados Unidos (77.2%) ou no Japão (72.4%), apesar de a taxa de desemprego ter sido mais elevada. O desfasamento entre as taxas de participação da população activa na área do euro e nos Estados Unidos (ver Quadro 2.2) foi muito maior para as mulheres (cerca de 13 pontos percentuais) do que para os homens (cerca de 7 pontos percentuais). A menor taxa de participação global da população activa na área do euro, em comparação com a dos Estados Unidos, reflecte sobretudo diferenças nos grupos etários mais jovens e mais velhos – as taxas de participação dos indivíduos com idades compreendidas entre os 25 e os 54 anos são, em geral, semelhantes nos dois lados do Atlântico. Em geral, os europeus mais jovens participam na população activa consideravelmente menos do que as respectivas contrapartes americanas. Tal poderá estar relacionado com diferenças nas tradições e estruturas dos sistemas de educação e sociais. Na área do euro, os indivíduos têm também tendência para se retirar da população activa numa idade mais jovem do que nos Estados Unidos.

A taxa de participação mais baixa, em conjunto com uma taxa de desemprego mais elevada, resulta numa taxa de emprego muito mais baixa (medida como o número de indivíduos empregados em percentagem da população com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos) na área do euro do que nos Estados Unidos ou no Japão. Em 2000, enquanto a taxa de emprego na área do euro se situou um pouco acima dos 61%, nos Estados Unidos e no Japão situou-se acima ou ligeiramente abaixo dos 70%, respectivamente (ver Quadro 2.1). Esta taxa de emprego mais baixa constituiu uma das principais razões pelas quais o PIB *per capita* é mais reduzido na área do euro do que nos Estados Unidos e no Japão.

Gráfico 2.2



Fonte: Comissão Europeia.

## Taxas de participação por sexo e grupo etário na área do euro e Estados Unidos

(em % da população em idade activa)

Todos os grupos etários	Área do euro			Estados Unidos		
	homens	mulheres	total	homens	mulheres	total
15-24 <sup>1)</sup>	47.8	40.9	44.3	68.4	63.3	65.9
25-34	92.1	74.4	83.3	93.2	76.3	84.8
35-44	95.7	73.4	84.5	92.6	77.1	84.9
45-54	90.8	64.2	77.4	89.2	76.2	82.7
55-59	67.1	40.7	53.8	78.4	61.3	69.5
60-64	29.4	12.8	20.8	55.4	39.1	46.9

Fontes: Eurostat e OCDE.

Nota: Os dados dos Estados Unidos referem-se a 1999 e os da área do euro a 2000.

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

### 2.3 Sector público

As políticas orçamentais têm um impacto significativo sobre o crescimento económico e a inflação. Por esse motivo, é importante para as autoridades monetárias, como o BCE, seguirem 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 de modo a assegurar finanças públicas sólidas a nível da UE (ver Caixa 2.1). Em particular, o *Pacto de Estabilidade e Crescimento* tem por objectivo limitar os riscos para a estabilidade de preços, os quais 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 dívida pública crescente, caracterizaram muitos episódios inflacionistas históricos. A disciplina orçamental constitui assim uma componente básica da estabilidade macroeconómica. Tal como os orçamentos desequilibrados, os níveis elevados de dívida pública podem também ser prejudiciais. Se um governo tem que 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 também ter efeitos adversos sobre a economia real e o enquadramento financeiro. Em particular, o recurso excessivo aos mercados de capitais pelos governos tende a aumentar o custo do capital, o que poderá ter efeitos de evicção sobre o investimento privado. Dados os problemas potenciais associados aos desequilíbrios orçamentais, o Pacto de Estabilidade e Crescimento representa um compromisso importante para a manutenção de políticas orçamentais conducentes à estabilidade macroeconómica global.

As políticas orçamentais afectam a economia

A estabilidade macroeconómica necessita de uma política orçamental sólida

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

...reflecte as grandes percentagens do consumo público final e transferências sociais para os particulares

Receita pública

Défice orçamental

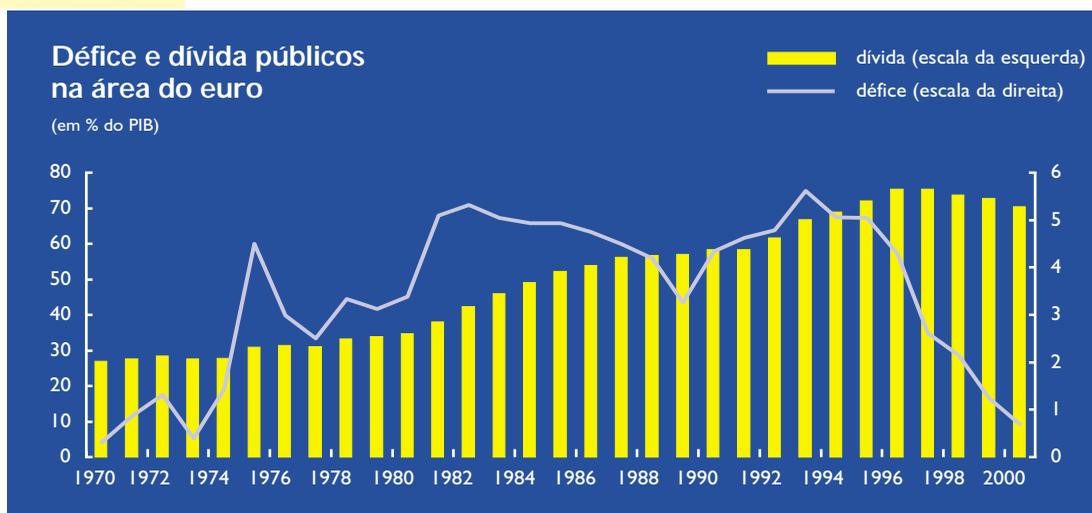
O sector das administrações públicas (isto é, a administração central, estadual e local, assim como o sector da segurança social) constitui uma percentagem maior da economia na área do euro do que nos Estados Unidos ou Japão. A despesa pública na área do euro representou 48.6% do PIB em 2000, enquanto o rácio das receitas das administrações públicas em relação ao PIB se situou em 47.9%. Em contrapartida, nos Estados Unidos, o sector das administrações públicas representou cerca de 32% do PIB medido em termos de despesa e cerca de 34% em termos de receita. Em 2000, o Japão registou um rácio da despesa pública em relação ao PIB de cerca de 39% e um rácio da receita equivalente a 30% do PIB, indicando assim um grande défice orçamental (ver Quadro 2.1).

A percentagem relativamente grande da despesa pública no PIB da área do euro reflecte, em particular, as grandes percentagens quer do consumo público, quer das transferências sociais para os particulares. Estas diferenças entre países são em parte causadas pelas 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 idosa do que a dos Estados Unidos, o que afecta a despesa com pensões e saúde. A menos que sejam empreendidas reformas nos Estados-membros afectados, a situação será exacerbada no futuro pelo esperado envelhecimento da população na área do euro.

Relativamente à estrutura da receita pública, a área do euro assenta mais fortemente nas contribuições sociais do que os Estados Unidos ou o 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.

A despesa pública excedeu a receita pública na área do euro no período de 1970 a 2000. Desta forma, o saldo orçamental das administrações públicas registou um défice em cada ano desse período. O défice aumentou para quase 6.0% do PIB em 1993, mas em seguida foi diminuindo gradualmente, para se situar em 0.7% em 2000 (ver Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3



Fontes: Comissão Europeia, OCDE e cálculos do BCE.

Note: Os dados do défice da área do euro para 2000 excluem as receitas de licenças de UMTS.

### Acordos institucionais para finanças públicas sólidas a nível da UE

Apesar de o Tratado instituir 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 (ex-artigo 103.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 (ex-artigo 104.º-C) e num protocolo anexo ao Tratado. Este procedimento estipula as condições que deverão prevalecer de modo a que uma posição orçamental seja considerada sólida. Caso o Conselho da UE decida que existe um défice excessivo num determinado Estado-membro, o procedimento determina que sejam tomadas medidas adicionais, incluindo sanções.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) complementa o procedimento relativo aos défices excessivos. A Resolução do Conselho Europeu sobre o PEC foi adoptada em 17 de Junho de 1997. Com base nesta Resolução, o Conselho adoptou dois Regulamentos: 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”. Estas disposições estabelecem o enquadramento em que os Estados-membros se comprometeram a atingir finanças públicas sólidas a médio prazo. Os Estados-membros comprometeram-se à prossecução do objectivo a médio prazo de alcançar posições orçamentais “perto do equilíbrio ou excedentárias”, cuja finalidade consiste em lhes permitir lidar com flutuações cíclicas normais, mantendo os respectivos rácios do défice em relação ao PIB das administrações públicas abaixo dos 3%.

Num enquadramento de supervisão multilateral, os Estados-membros da área do euro são obrigados a submeter programas de estabilidade ao Conselho

da UE e à Comissão Europeia. Os Estados-membros não participantes devem submeter programas de convergência. Ambos contêm a informação necessária para a avaliação dos ajustamentos orçamentais previstos a médio prazo, de modo a atingir a posição perto 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 I do artigo 103.º (n.º I do ex-artigo 104.º-B) do Tratado estipula: “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 (...). Sem prejuízo das garantias financeiras mútuas para a execução conjunta de projectos específicos, 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 (ex-artigo 104.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 (ex-artigo 104.º-A) 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 anualmente Grandes Orientações de Política Económica (GOPE). Estas Orientações determinam o enquadramento para a definição dos objectivos e orientações da política económica para os Estados-membros e Comunidade Europeia. Até ao presente, dado que todos os Estados-membros enfrentam basicamente os mesmos desafios e necessidades de política

económica, as GOPE 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, assim como de estruturas e instituições, as GOPE contêm também recomendações específicas para os países. Em conformidade com o Tratado, as GOPE deverão respeitar a independência do BCE na prossecução do seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços e não deverão procurar influenciar a sua política monetária.

Dívida bruta das administrações públicas

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, depois de subir rapidamente nas duas décadas anteriores. Desceu ligeiramente a partir de então, para se situar em 70.3% do PIB em 2000. A dívida bruta das administrações públicas nos Estados Unidos foi ligeiramente mais reduzida, situando-se em 57.3% em 2000, enquanto no Japão o rácio da dívida em relação ao PIB foi de 130.4%.

A economia da área do euro é muito menos aberta do que a dos países da área do euro considerados individualmente

## 2.4 Comércio externo

Apesar de a economia da área do euro poder ser significativamente afectada pela evolução da economia global, é muito menos aberta do que as economias dos países da área do euro tomados individualmente. Tal tende a limitar o impacto da evolução da economia 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 2000 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 a maior percentagem (cerca de 75% em 2000) quer das importações, quer das exportações da área do euro. Dentro da categoria dos bens, a rubrica máquinas e material de transporte corresponde a quase metade das exportações. Constitui ainda a maior percentagem das importações de bens da área do euro (ver Quadro 2.3). A segunda componente mais importante é a de outros artigos manufacturados, a qual detém praticamente a mesma percentagem, quer nas importações, quer nas exportações. Em 2000, os produtos químicos representaram 13.6% das exportações de bens, mas apenas 8.5% das importações, enquanto, em contrapartida, as percentagens de matérias-primas e produtos energéticos foram consideravelmente maiores para as importações do que para as exportações. Tal demonstra que a área do euro, reflectindo a divisão internacional do trabalho e a disponibilidade de matérias-primas na área do euro, em termos líquidos, tende a importar matérias-primas e bens intermédios e a especializar-se na exportação de bens transformados.

## Comércio externo de mercadorias da área do euro em 2000 (% do total)

### Quadro 2.3

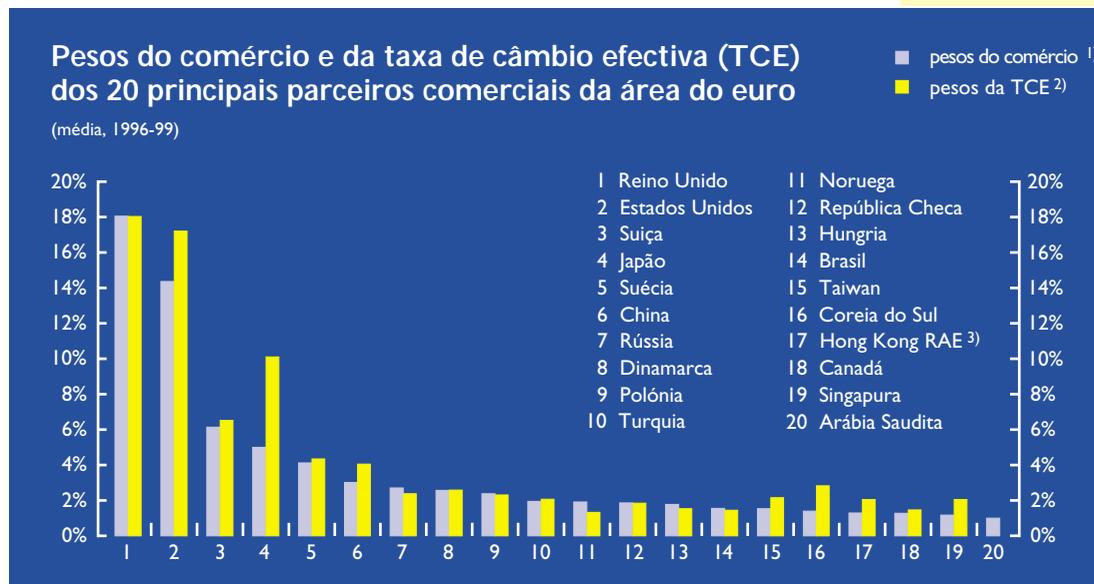
	Exportações	Importações
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>do qual:</i>		
Máquinas e material de transporte	46.6	37.8
Produtos químicos	13.6	8.5
Matérias-primas	2.0	4.8
Produtos energéticos	2.3	14.4
Produtos alimentares, bebidas e tabaco	6.1	5.5
Outros artigos manufacturados	26.6	25.4
Outros	2.9	3.5

Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Relativamente à distribuição geográfica do comércio da área do euro, o Reino Unido, os Estados Unidos, a Suíça e o Japão são, por esta ordem, os maiores parceiros comerciais da área do euro. Para além destas economias, nenhum outro país individual representou mais do que 5% do comércio da área do euro no período de 1996 a 1999 (ver Gráfico 2.4). A Rússia e os países da Europa Central e de Leste em conjunto representaram 12.8% do comércio, enquanto o valor correspondente para a China e o resto da Ásia excluindo o Japão foi também de 12.8%.

Distribuição geográfica do comércio da área do euro

### Gráfico 2.4



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

- Os pesos do comércio são a soma das exportações e importações no total das exportações e importações da área do euro (incluindo a Grécia).
- Os pesos subjacentes ao cálculo dos índices da TCE do euro são pesos no comércio total, isto é, uma média ponderada dos pesos das importações e dos pesos duplos das exportações, com base no comércio da indústria transformadora extra-área do euro. A dupla ponderação das exportações tem em conta efeitos em terceiros mercados, de forma a captar a concorrência enfrentada pelos exportadores da área do euro nos mercados estrangeiros por parte dos produtores nacionais e exportadores de terceiros países.
- Região administrativa especial.

Taxa de câmbio efectiva

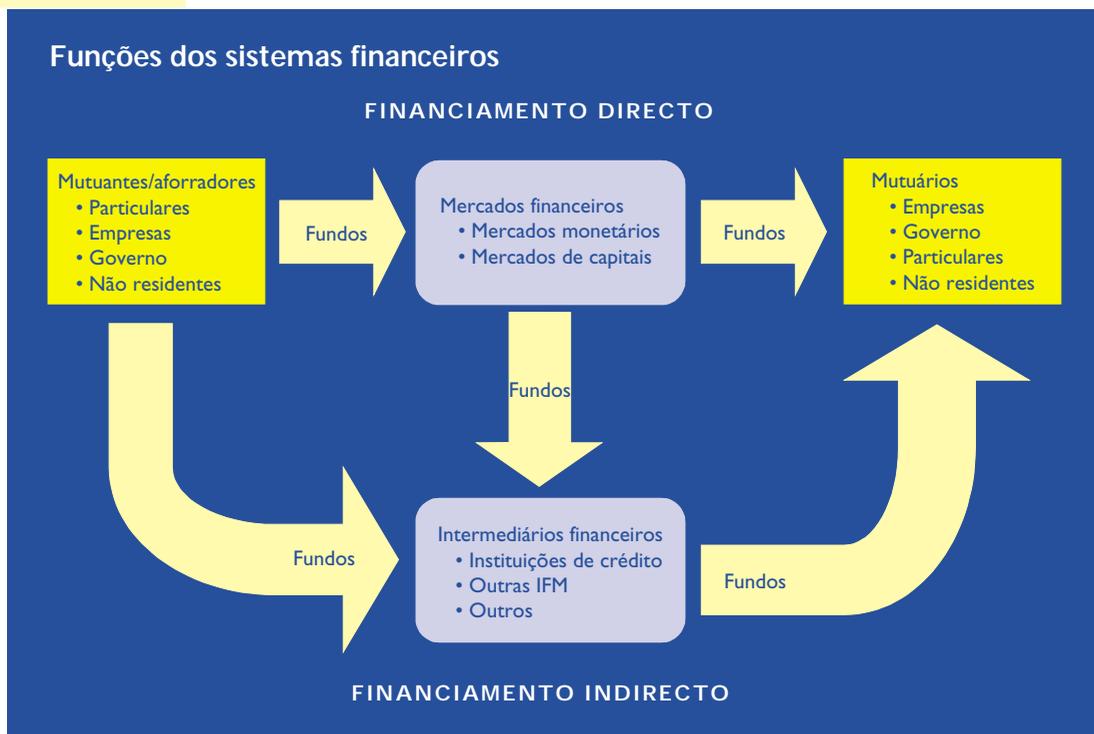
Financiamento indirecto e directo

É de salientar que estas ponderações do comércio bilateral reflectem apenas o comércio efectuado entre a área do euro e os países não pertencentes à área do euro. Não reflectem necessariamente a concorrência que os produtores da área do euro enfrentam nos mercados de exportação, dos exportadores de outros países e produtores internos. Estes “efeitos de terceiro mercado” necessitam de ser tomados em consideração aquando da avaliação da competitividade na área do euro. Estão incluídos nas ponderações da taxa de câmbio efectiva do euro. É de notar que as ponderações das moedas dos Estados Unidos e do Japão são consideravelmente superiores na taxa de câmbio efectiva do euro do que nas ponderações do comércio bilateral destes dois países (ver Gráfico 2.4).

## 2.5 Estrutura financeira

O sistema financeiro desempenha uma função económica essencial de canalização de fundos de entidades que pouparam fundos excedentários, porque gastam menos do que os seus rendimentos, para entidades que têm escassez de fundos, porque desejam gastar mais do que o seu rendimento. Tal é demonstrado esquematicamente no Gráfico 2.5. Os mutuantes ou aforradores mais importantes são os particulares, mas as empresas, o governo e os estrangeiros por vezes também se encontram com excesso de fundos e emprestam-nos. Na área do euro, os principais mutuários são as empresas e o governo, mas os particulares e os não residentes também contraem empréstimos para financiar as suas compras. Os fundos passam dos mutuantes

Gráfico 2.5



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

Antes da descrição mais detalhada 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 dos sectores não financeiros da área do euro, em termos de saldos, em meados de 2000. O saldo dos activos financeiros e das responsabilidades financeiras constituem os “stocks”, no enquadramento trimestral das contas financeiras. Os principais activos financeiros (numerário e depósitos, títulos excepto acções, acções cotadas e provisões técnicas de seguros), constantes do Quadro 2.4, atingiram €14 535 mil milhões (cerca de 230% do PIB anual da área do euro), em meados de 2000. Os títulos, incluindo acções cotadas, representaram perto de metade deste valor; e a rubrica numerário e depósitos cerca de um terço. As provisões técnicas de seguros, ou seja, as provisões de fundos de pensões, companhias de seguros e sociedades não financeiras para cobrir os créditos de detentores de apólices, representaram um quinto dos principais activos financeiros representados no quadro. As principais responsabilidades (empréstimos e títulos, incluindo acções cotadas) constantes do Quadro 2.4 atingiram €15 526 mil milhões (250% do PIB), em meados de 2000. Os títulos, incluindo acções cotadas, compreenderam mais de metade das fontes de financiamento dos sectores não financeiros e os empréstimos cerca de 45%. A maior parte do financiamento (quase 90% das responsabilidades) foi concedido com maturidades superiores a um ano.

## 2.6 Mercados financeiros

Esta secção introduz as principais características dos mercados monetários, de títulos de dívida e de títulos de participação 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 decisões de política monetária, visto que as alterações dos 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 eficaz, 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 da área do euro eficaz.

Principais activos financeiros e disponibilidades financeiras dos sectores não financeiros

Integração do mercado monetário

**Quadro 2.4**
**Investimento financeiro e financiamento dos sectores não financeiros na área do euro em meados de 2000 <sup>1)</sup>**  
 (saldos)

Activos financeiros seleccionados	EUR mil milhões	%
<b>Total</b>	<b>14 535</b>	<b>100.0</b>
<b>Numerário e depósitos</b>	<b>4 897</b>	<b>33.7</b>
Numerário	341	2.3
Depósitos em	4 556	31.3
IFM da área do euro	4 405	30.3
não IFM	150	1.0
<b>Títulos excepto acções</b>	<b>1 592</b>	<b>11.0</b>
Curto prazo	161	1.1
Longo prazo	1 432	9.8
<b>Acções <sup>2)</sup></b>	<b>4 908</b>	<b>33.8</b>
Acções cotadas	2 952	20.3
Participações em fundos de investimento das quais participações em fundos do mercado monetário	1 956	13.5
do mercado monetário	221	1.5
<b>Provisões técnicas de seguros</b>	<b>3 138</b>	<b>21.6</b>
Participação líquida das famílias nas provisões de seguros de vida e nos fundos de pensões	2 829	19.5
Provisões para prémios não adquiridos e provisões para sinistros	309	2.1

Fonte: BCE.

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

2) Excluindo acções não cotadas.

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

Responsabilidades seleccionadas	EUR mil milhões	%
<b>Total</b>	<b>15 526</b>	<b>100.0</b>
<b>Empréstimos</b>	<b>6 951</b>	<b>44.8</b>
a) concedidos por		
IFM da área do euro	6 261	40.3
outros intermediários financeiros	690	4.4
b) concedidos a		
administrações públicas	885	5.7
curto prazo	42	0.3
longo prazo	844	5.4
sociedades não financeiras	2 994	19.3
curto prazo	1 088	7.0
longo prazo	1 905	12.3
particulares <sup>3)</sup>	3 072	19.8
curto prazo	274	1.8
longo prazo	2 798	18.0
<b>Títulos excepto acções</b>	<b>4 003</b>	<b>25.8</b>
Administrações públicas	3 600	23.2
curto prazo	425	2.7
longo prazo	3 175	20.4
Sociedades não financeiras	403	2.6
curto prazo	91	0.6
longo prazo	312	2.0
<b>Acções cotadas</b>		
emitidas por sociedades não financeiras	4 157	26.8
<b>Depósitos</b>		
responsabilidades da administração central	148	1.0
<b>Fundos de pensões</b>		
de sociedades não financeiras	267	1.7

### 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 da transacção financeira estar relacionada com a primeira aquisição da emissão ou com uma troca entre os detentores dos 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**, no qual as sociedades financeiras de corretagem em diferentes locais, detentoras de títulos, estão preparadas para comprar e vender títulos ao balcão a quem estiver disposto a aceitar os seus preços.

Outra classificação está relacionada com a maturidade original do contrato financeiro. Geralmente é feita uma distinção entre a maturidade original do contrato financeiro, até um ano ou superior a um ano (**mercados monetário e de capital**). O mercado monetário difere consideravelmente 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 fornecedor monopolista de moeda do banco central e, em virtude desse monopólio, pode determinar as

condições de refinanciamento às instituições de crédito na área do euro. Tal, por seu lado, influencia as condições de transacção das instituições de crédito e outros participantes de mercado no mercado monetário da área do euro.

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

Finalmente, os **derivados** são contratos financeiros, cujo valor deriva 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 futuros, opções, *swaps* e contratos a prazo sobre 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 são fulcrais para o funcionamento dos mercados financeiros, porque melhoram a fixação dos preços e a afectação dos riscos financeiros.

Papel dos sistemas de pagamentos

Segmentos sem garantia do mercado monetário

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 sistemas de pagamentos dos BCN da UE e do BCE. A direcção, gestão e controlo do TARGET são da competência do Conselho do BCE.

Existem vários segmentos “de pronto pagamento” no mercado monetário da área do euro. O segmento mais importante é o do mercado sem garantia. O mercado sem garantia dedica-se sobretudo à gestão das necessidades de liquidez dos bancos e, deste modo, 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 segmentos de pronto pagamento principais do mercado monetário são o mercado das 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 das operações de reporte varia dentro da área do euro, reflectindo o facto de as garantias subjacentes permanecerem algo fragmentadas entre os países da área do euro. As operações de reporte concentram-se sobretudo em prazos até um mês. As operações de *swaps* contra moedas estrangeiras são normalmente efectuadas com prazos superiores a três meses.

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 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 foi o de mais rápida evolução, dado o seu elevado grau de actividade e liquidez. As transacções sem garantia representaram cerca de metade do total do volume de negócios do mercado de pronto pagamento na área do euro em 2000. O mercado das operações de reporte representou cerca de um terço do total do volume de negócios do mercado de pronto pagamento na área do euro, o qual evoluiu bastante em 1999 e 2000, em parte devido ao forte aumento das operações de reporte transfronteiras. No entanto, vários factores de ordem técnica, tais como diferenças na legislação, documentação e tradições no seio da área do euro, pareceram ter impedido o total desenvolvimento do mercado das operações de reporte a nível da área do euro até ao final de 2000. Entre os segmentos de derivados, a evolução mais rápida em 1999 e 2000 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 também inclui o mercado de títulos de curto prazo. O saldo dos títulos de dívida de curto prazo emitidos por residentes na área do euro totalizou quase 10% do PIB no final de 2000, ou seja, permaneceu praticamente inalterado em relação a 1990 (ver Quadro 2.5). A importância relativa dos tipos de emitentes, no entanto, alterou-se ao longo da década de 90. Em 1990, o emitente mais importante foi o sector público (7.3% do PIB), enquanto que em 2000 o saldo dos títulos de dívida de curto prazo denominados em euros emitidos pelo sector privado, nomeadamente pelas IFM, foi mais elevado do que o emitido pelo sector público (5.3% do PIB, o que compara com 3.8% do PIB).

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 92% do PIB no final de 2000, tendo aumentado de 52% do PIB no final de 1990 (ver Quadro 2.6). O sector público (administração central e outras administrações públicas) é o emitente de títulos de dívida de longo prazo

Segmentos com garantia do mercado monetário

Mercados de derivados

Evolução do mercado monetário em 1999 e 2000

Importância relativa mais reduzida dos títulos de dívida de curto prazo...

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

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

(fim de ano, em EUR mil milhões e em percentagem do PIB entre parênteses rectos)

	1990	1995	1998	1999	2000
Total	469.3 [10.7]	606.1 [11.4]	532.7 [9.1]	585.5 [9.6]	579.0 [9.0]
<i>do qual emitido por:</i>					
IFM	99.6 [2.3]	167.7 [3.2]	165.0 [2.8]	249.3 [4.1]	244.0 [3.8]
Sociedades financeiras não monetárias	4.2 [0.1]	9.6 [0.2]	8.9 [0.2]	6.0 [0.1]	4.5 [0.1]
Sociedades não financeiras	44.4 [1.0]	33.7 [0.6]	46.3 [0.8]	66.8 [1.1]	87.0 [1.4]
Sector público	321.1 [7.3]	395.0 [7.4]	312.5 [5.3]	263.3 [4.3]	244.3 [3.8]

Fonte: BCE.

mais importante em termos de volume. No final de 2000, o saldo dos títulos de dívida de longo prazo denominados em euros, emitidos pelo sector público foi de quase 50% do PIB. O segundo maior grupo de emitentes em termos de saldo, foi o sector das IFM (34% do PIB em 2000). 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 8% do PIB, mas teve um crescimento relativamente rápido desde o início da Terceira Fase da UEM.

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 2000 situaram-se em 101% do PIB na área do euro, o que compara com 147% e 127% do PIB nos Estados Unidos e Japão, respectivamente (ver Quadro 2.7). Quanto ao sector das sociedades não financeiras, o saldo dos títulos de dívida emitidos pelas sociedades não financeiras na área do euro situou-se em 6% do PIB no final de 2000, enquanto totalizou 25% e 16% do PIB nos Estados Unidos e Japão, respectivamente.

Financiamento com títulos de dívida na área do euro menor do que nos Estados Unidos

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

(fim de ano, em EUR mil milhões e em percentagem do PIB entre parênteses rectos)

	1990	1995	1998	1999	2000
Total	2 303.7 [52.4]	4 127.7 [77.7]	5 093.3 [86.8]	5 536.6 [90.5]	5 897.1 [91.7]
<i>do qual emitido por:</i>					
IFM	960.7 [21.8]	1 467.1 [27.6]	1 849.6 [31.5]	2 014.4 [32.9]	2 175.7 [33.8]
Sociedades financeiras não monetárias	52.8 [1.2]	83.2 [1.6]	122.6 [2.1]	194.8 [3.2]	251.3 [3.9]
Sociedades não financeiras	151.5 [3.4]	223.7 [4.2]	225.1 [3.8]	252.0 [4.1]	287.6 [4.5]
Sector público	1 138.7 [25.9]	2 353.6 [44.3]	2 896.1 [49.3]	3 075.8 [50.3]	3 182.4 [49.5]

Fonte: BCE.

**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 2000**

(em percentagem do PIB)

	Total	Emitidos por sociedades financeiras	Emitidos por sociedades não-financeiras	Emitidos pelas administrações públicas
Área do euro	100.7	41.5	5.9	53.3
Estados Unidos <sup>1)</sup>	146.9	85.7	24.6	38.7
Japão	126.5	16.1	16.0	96.0

Fontes: BCE e BPI.

1) Os títulos garantidos pelo Estado como títulos emitidos por empresas patrocinadas pelo Estado ou grupos de hipotecas relacionadas com o Estado, que ascenderam a 43.6% do PIB no final de 2000, são classificados como sendo emitidos por sociedades financeiras.

Apesar do crescimento significativo do mercado de títulos de dívida na área do euro, alguns segmentos de mercado, tais como dívida com uma baixa notação de crédito ou sem notação, permaneceram relativamente subdesenvolvidos. Em comparação com os Estados Unidos, poucas sociedades da área do euro tiveram notações de crédito em 2000, o que restringiu o seu acesso ao mercado de obrigações de empresas.

*Mercado de títulos*

Relativamente ao mercado de títulos, 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 na área do euro aumentou de 21% do PIB no final de 1990 para 93% do PIB no final de 2000 (ver Quadro 2.8). No entanto, permaneceu significativamente mais baixa do que nos Estados Unidos e o desfasamento entre a capitalização do mercado bolsista em termos do PIB nos Estados Unidos e na área do euro aumentou mesmo, de cerca de 30 pontos percentuais em 1990 para 60 pontos percentuais em 2000. Em contrapartida, a capitalização do mercado bolsista no Japão diminuiu de 87% do PIB em 1990 para 68% do PIB em 2000. É de notar que a evolução dos preços das acções teve um impacto significativo sobre estes rácios.

Alguns segmentos do mercado de títulos de dívida na área do euro evoluíram pouco

Crescente capitalização do mercado bolsista na área do euro, mas menor do que nos Estados Unidos

**Capitalização do mercado bolsista área do euro, Estados Unidos e Japão**

(fim de ano, em percentagem do PIB)

**Quadro 2.8**

	1990	1995	1998	1999	2000
Área do euro	21	29	61	90	93
Estados Unidos	54	94	145	180	153
Japão	87	72	56	91	68

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	1999	2000
Área do euro	4 276	3 756	4 775	5 453	6 112
Estados Unidos	6 765	7 369	7 750	7 429	7 657
Japão	1 752	1 865	1 890	1 935	2 096

Fonte: Federação Internacional de Bolsas de Valores.

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

Crescente integração dos mercados bolsistas na área do euro

Definição de instituições de crédito e IFM

Outra indicação da importância do mercado de títulos é dada por estatísticas sobre o número de empresas cotadas. Na área do euro este número aumentou de 4 276 no final de 1990 para 6 112 no final de 2000 (ver Quadro 2.9). Em termos comparativos, o número de empresas cotadas nos Estados Unidos e Japão no final de 2000 foi de 7 657 e 2 096, respectivamente.

Outra diferença entre o mercado de títulos na área do euro e o mercado de títulos nos Estados Unidos e Japão reside no facto de as transacções dos últimos países estarem concentradas em uma ou duas bolsas. Na área do euro, existem geralmente uma ou duas bolsas em cada país. 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 clara indicação da crescente integração dos mercados accionistas na área do euro reside na evolução de um 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 claramente definidas em duas Directivas de Coordenação Bancária<sup>1</sup> 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 particulares e empresas, nomeadamente com base no crédito recebido do banco central, são cruciais para a transmissão dos impulsos da política monetária à economia (ver Secção 3.2). O termo “Instituição Financeira Monetária” foi criado devido ao facto de um número crescente de instituições que não de crédito, principalmente fundos do mercado monetário<sup>2</sup>, estarem a desempenhar actividades e a oferecer produtos tradicionalmente reservados aos bancos.

1 Uma “instituição de crédito” refere-se a qualquer instituição que corresponda à definição contida nas Directivas de Coordenação Bancária 77/780/CEE de 12 de Dezembro de 1977 e 89/646/CEE de 30 de Dezembro de 1989, isto é, “uma empresa cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis, a fim de os aplicar por conta própria mediante a concessão de crédito”.

2 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 primariamente em instrumentos do mercado monetário e/ou em outros instrumentos de dívida transferíveis com uma maturidade residual até e incluindo um ano e/ou em depósitos bancários, e/ou que oferecem uma taxa de remuneração próxima das taxas de juro dos instrumentos do mercado monetário.

As instituições de crédito representavam 82% do conjunto das IFM da área do euro no final de 2000 (ver Quadro 2.10). Os fundos do mercado monetário foram a segunda maior categoria das IFM. No final de 2000, existiam 9 096 IFM na área do euro, reflectindo o grande número de caixas económicas e cooperativas – que operam frequentemente apenas a nível local – e instituições de crédito especializadas em vários países. O número de IFM diminuiu marcadamente entre 1998 e 2000, 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 mensalmente e trimestralmente estatísticas 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 entre IMF numa base por bruto. Inclui actividades transfronteiras entre IMF, quer dentro da área 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).

O gráfico 2.7 mostra a composição do balanço consolidado das IFM da área do euro, incluindo o Eurosistema, no final de 2000. Os depósitos representaram 43% do passivo total, enquanto outras rubricas importantes do passivo foram as responsabilidades para com o exterior e os títulos de dívida, os quais atingiram 17% e 13%, respectivamente, do passivo total das IFM. Os empréstimos representaram a maior percentagem do activo total (68% no final de 2000). O crédito sob a forma de títulos de dívida, acções e outros títulos de participação cobriu 15% do activo total das IFM.

Os depósitos bancários na área do euro ascenderam a 79% do PIB no final de 2000 (ver Quadro 2.12), mais do que nos Estados Unidos (38% do PIB) e

Número de IFM baixou devido à consolidação financeira

Balanço agregado e consolidado das IFM

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

### Número de Instituições Financeiras Monetárias da área do euro (fim de ano)

### Quadro 2.10

	1998	1999	2000
Instituições de crédito	8 320	7 898	7 476
Fundos do mercado monetário	1 516	1 526	1 600
Bancos centrais e outras instituições	20	20	20
<b>Todas as IFM</b>	<b>9 856</b>	<b>9 444</b>	<b>9 096</b>

Fonte: BCE.

### 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 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 mudam ao longo do tempo, nem sempre é claro como o agregado monetário deveria ser definido e quais os activos financeiros que pertencem a uma determinada definição de moeda. Por esse motivo, 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 não só do sector emissor de moeda e do sector detentor de moeda, mas também das categorias de responsabilidades das IFM. O sector emissor de moeda engloba as IFM residentes na área do euro. O sector detentor de moeda inclui todas as Instituições Financeiras não Monetárias residentes na área do euro excluindo o sector da administração central. Apesar de o sector da administração central não ser considerado parte integrante do sector emissor de moeda, as responsabilidades de natureza monetária da administração central são

incluídas como rubrica especial na definição de agregados monetários por serem altamente líquidas.

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 relativamente à liquidez dos activos que incluem. O Quadro 2.11 abaixo estabelece as definições dos agregados monetários da área do euro.

O M1 inclui moeda, ou seja, notas e moedas, assim como saldos que podem ser imediatamente convertidos em moeda ou utilizados para pagamentos escriturais, tais como depósitos à ordem.

O M2 engloba o M1 e ainda depósitos com prazo até dois anos ou com pré-aviso até três meses. Estes depósitos podem ser convertidos em componentes do agregado monetário estreito, podendo aplicar-se algumas restrições, tais como a necessidade de notificação antecipada, sanções e comissões.

O M3 engloba o M2 e os 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 do

#### Quadro 2.11

#### Definições de agregados monetários da área do euro

Passivo <sup>1)</sup>	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 reporte			X
Acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos do mercado monetário			X
Títulos de dívida com prazo até dois anos			X

<sup>1)</sup> Responsabilidades do sector emissor de moeda e responsabilidades da administração central de natureza monetária detidas pelo sector detentor de moeda.

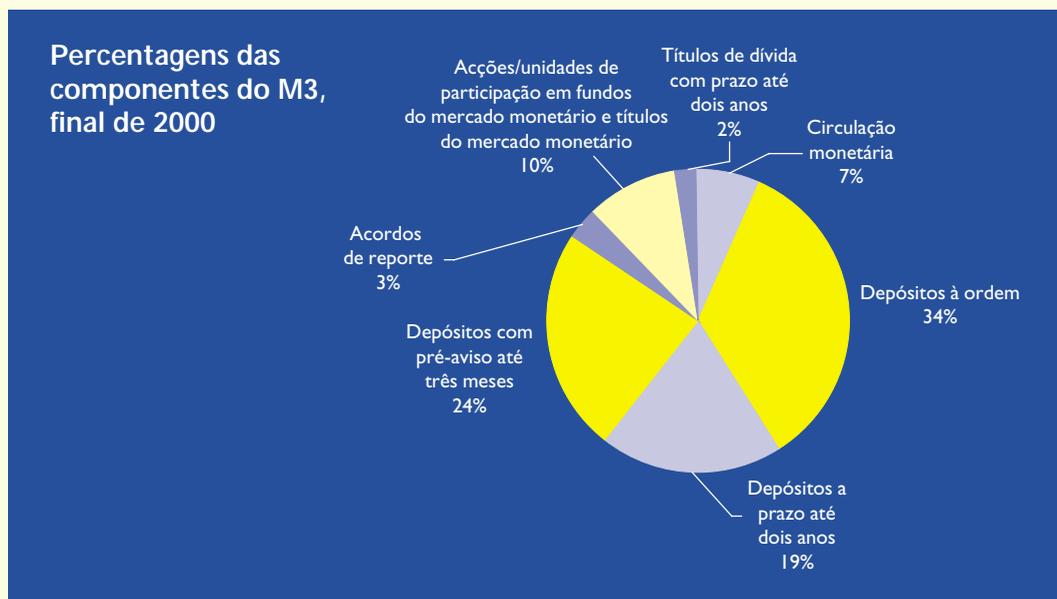
mercado monetário e títulos de dívida com prazo até dois anos. Um elevado grau de liquidez e certeza quanto ao preço fazem destes instrumentos substitutos próximos dos depósitos. Em resultado da sua inclusão, o agregado monetário largo é menos afectado pela substituição entre várias categorias de activos líquidos do que as definições mais estreitas de agregado monetário e é mais estável (ver também Capítulo 3).

As detenções de activos líquidos denominados em moedas estrangeiras por residentes na área do euro podem ser substitutos próximos para activos denominados em euros. Assim, os agregados monetários incluem tais activos se eles

forem detidos por IFM situadas na área do euro.

O Gráfico 2.6 ilustra as percentagens relativas das componentes do M3 em Dezembro de 2000. Os depósitos à ordem representaram a maior percentagem do M3, nomeadamente 34%. A percentagem de depósitos com pré-aviso até três meses no M3 situou-se em 24% e a dos depósitos com prazo até dois anos em 19%. As acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos do mercado monetário atingiram 10% do M3 e a circulação monetária situou-se em 7%. Finalmente, os acordos de recompra e os títulos de dívida emitidos com uma maturidade inicial até dois anos representaram 3% e 2% do M3, respectivamente.

Gráfico 2.6

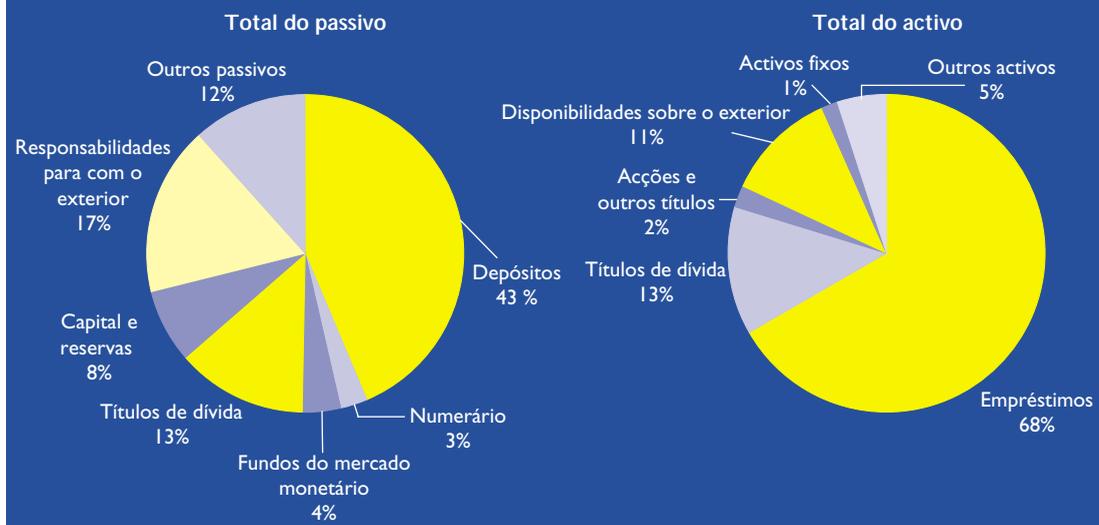


Fonte: BCE.

**Gráfico 2.7**

**Composição do balanço consolidado das IFM da área do euro (incluindo o Eurosistema) no final de 2000**

(percentagens no total do balanço)



Fonte: BCE.

**Quadro 2.12**

**Depósitos e empréstimos bancários na área do euro, Estados Unidos e Japão no final de 2000**

(em percentagem do PIB)

	Depósitos bancários	Empréstimos bancários	Emprest. banc. a sociedades não financeiras
Área do euro	79.1	107.7	41.8
Estados Unidos	37.6	50.8	38.2
Japão	110.7	103.8	72.8

Fontes: BCE, Reserva Federal e Banco do Japão.

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

menos do que no Japão (111% 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 se situou em 51% e 104%, respectivamente. Além disso, quer na área do euro quer nos Estados Unidos, os empréstimos bancários a sociedades não financeiras situaram-se em cerca de 40% do PIB no final de 2000. Em contrapartida, os empréstimos bancários para as sociedades não financeiras no Japão atingiram 73% do PIB no final de 2000.

### *Outros intermediários financeiros*

O financiamento indirecto para os sectores público e privado não é efectuado apenas pelas IFM, mas também por outros intermediários financeiros, tais como companhias de seguros e fundos de pensões, auxiliares financeiros<sup>3</sup>, fundos de investimento mobiliário, corretores de títulos e derivados, e sociedades financeiras conessoras 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 1999, os activos das companhias de seguros, fundos de investimento mobiliário e fundos de pensões na área do euro foram equivalentes a 41% do PIB, enquanto os activos das IFM totalizaram 253% do PIB. No entanto, o montante total de activos destes outros intermediários financeiros na área do euro tem crescido substancialmente.

Manutenção do papel menos importante das Instituições Financeiras não Monetárias

3 *Os auxiliares financeiros englobam todas as sociedades e quase-sociedades financeiras, as quais se ocupam principalmente de actividades financeiras auxiliares, ou seja, actividades estreitamente relacionadas com a intermediação financeira, mas que não são intermediação financeira propriamente dita, por exemplo, corretores de seguros, empréstimos e títulos.*



### 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 secção introdutória centra-se neste objectivo. A segunda secção sintetiza algumas características marcantes do mecanismo de transmissão da política monetária e as respectivas implicações para a condução da política monetária. A estratégia é explicada de forma mais pormenorizada na terceira secção, enquanto a secção final aborda o papel da comunicação na estratégia do BCE.*

#### 3.1 Estabilidade de preços – o objectivo primordial da política monetária única

*Os benefícios da estabilidade de preços*

O objectivo primordial do BCE e da política monetária única pela qual este é responsável é definido pelo Tratado como a manutenção da estabilidade de preços (ver Capítulo I). O Tratado atribui este objectivo ao BCE por razões válidas. Décadas de experiência prática e um grande número de estudos económicos 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. Existem diversas formas pelas quais a estabilidade de preços – no sentido em que evita quer a inflação prolongada quer a deflação prolongada – contribui para alcançar níveis elevados de actividade económica e emprego.

Primeiro, a estabilidade de preços permite que se observem mais facilmente variações nos preços relativos, visto que estas não são encobertas por flutuações no nível global dos preços. Consequentemente, empresas e consumidores podem tomar decisões de consumo e investimento de forma mais informada, permitindo assim 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 potencial produtivo da economia.

Segundo, se se assegurar aos investidores que a estabilidade de preços será mantida no futuro, estes não exigirão um “prémio de risco de inflação” que os compense pelos riscos associados à detenção de activos a longo prazo. Ao reduzir estes prémios de risco da taxa de juro real, a política monetária pode contribuir para a eficiência da afectação de recursos do mercado de capitais e incentivar o investimento, o que, por seu lado, fomenta o crescimento económico.

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

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. A estabilidade de preços elimina os custos reais que advêm quando a inflação agrava o impacto distorcionário dos sistemas fiscais e de segurança social.

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

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

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

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

...reduzir as distorções dos sistemas fiscais...

...e prevenir redistribuições arbitrárias de riqueza

O BCE definiu estabilidade de preços em termos quantitativos

A estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo

Esta definição contribui para a transparência e a responsabilização e fixa as expectativas de inflação

Quinto, a manutenção da estabilidade de preços evita a redistribuição elevada e arbitrária de riqueza e de rendimento que surge tanto em conjunturas inflacionistas como deflacionistas. 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.

#### *A definição do BCE de estabilidade de preços*

Apesar de estabelecer claramente a manutenção da estabilidade de preços como o objectivo primordial do BCE, o Tratado 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%”<sup>1</sup>.

Paralelamente, o Conselho do BCE afirmou também que a estabilidade de preços “deverá ser mantida a médio prazo”, o que reflecte o consenso de que a política monetária não pode regular a evolução dos preços ou da inflação em horizontes curtos de poucas semanas ou meses. Alterações na política monetária apenas afectam os preços com um desfasamento temporal, sendo a magnitude do eventual impacto incerta (ver Secção 3.2). Tal implica que a política monetária não pode compensar todas as perturbações não previstas do nível dos preços. É, portanto, inevitável alguma volatilidade de curto prazo na inflação.

O Conselho do BCE anunciou 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). Segundo, a definição de estabilidade de preços fornece um ponto de referência em relação ao qual o público pode responsabilizar o BCE. Podem ser identificados desvios da evolução dos preços face à estabilidade de preços, sendo que o BCE deverá explicar desvios sustentados face a esta definição e esclarecer de que forma a estabilidade de preços será restabelecida num período de tempo aceitável. Por último, a definição pretende orientar as expectativas da evolução futura dos preços. O compromisso primordial do BCE de manter a estabilidade de preços deverá dar razões ao público e aos mercados financeiros para esperar que, a médio prazo, a inflação se situe dentro do intervalo considerado compatível com a estabilidade de preços. Esta estabilização das expectativas de inflação de mais longo prazo deverá ajudar a impedir que as empresas,

<sup>1</sup> Ver o comunicado do BCE intitulado “Uma estratégia de política monetária para o SEBC orientada no sentido da estabilidade”, de 13 de Outubro de 1998.

organizações sindicais e agentes individuais envolvidos no processo de fixação de salários e preços incorporem nas suas decisões taxas de inflação mais elevadas, o que, por seu lado, dificultaria a manutenção da estabilidade de preços. A definição de estabilidade de preços contribui, por conseguinte, para desenvolver a credibilidade e aumentar a eficiência da política monetária única.

A definição da estabilidade de preços tem diversas características assinaláveis:

Primeiro, nem a inflação prolongada nem a deflação prolongada são consistentes com a definição. A expressão “inferior a 2%” assinala claramente o limite superior para a taxa de inflação medida pelo IHPC que é compatível com a estabilidade de preços. Ao mesmo tempo, a utilização da palavra “aumento” na definição mostra que a deflação, isto é, as descidas no nível do IHPC, é incompatível com a estabilidade de preços.

Segundo, a definição 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 e mantida. Este índice foi harmonizado nos vários países da área do euro e a sua utilização é compatível com o interesse habitual do público relativamente aos preços no consumidor. O IHPC abrange uma parte significativa das despesas de consumo (ver Caixa 3.1).

Terceiro, a definição reconhece implicitamente a existência potencial de imperfeições na medição do nível dos preços quando se utiliza o IHPC. Diversos estudos económicos identificaram enviesamentos na medição de índices de preços no consumidor (IPC). Estes surgem principalmente devido a mudanças dos padrões de despesa e melhorias na qualidade dos bens e serviços incluídos no cabaz usado para definir um determinado índice. Estes enviesamentos de medida nem sempre podem ser totalmente corrigidos na construção de índices de preços no consumidor. É típico que estes dêem origem a que o IPC sobrestime ligeiramente a verdadeira taxa de inflação. O IHPC para a área do euro é um conceito relativamente novo, não existindo dados retrospectivos de longo prazo. Até ao momento, não existe evidência conclusiva quanto à magnitude de um potencial enviesamento no IHPC. O Eurostat, organismo da Comissão Europeia responsável por esta área de estatísticas a nível da UE, tentou evitar um enviesamento de medida no IHPC fixando normas estatísticas adequadas para os institutos nacionais de estatística (por exemplo, para revisões dos pesos da despesa no índice em intervalos de tempo adequados e para a inclusão de novos bens). A possível existência de um pequeno enviesamento de medida positivo na inflação do IHPC e a incerteza relativamente à sua magnitude explicam por que razão o BCE não atribuiu um valor específico para o limite inferior da definição. Ao fixar um limite superior de 2%, o BCE deixou uma margem que abrange todas as estimativas plausíveis do enviesamento de medida do IHPC.

Quarto, ao tornar implicitamente o enviesamento de medida do IHPC, o limite inferior do intervalo considerado compatível com a estabilidade de preços, a definição do BCE apenas permite taxas positivas de inflação “verdadeira”. Cria, assim, uma “margem de segurança”, que ajuda a assegurar que se evitem taxas negativas de inflação “verdadeira”. Evitar a deflação é importante, porque quando ocorre, esta pode enraizar-se, em resultado da ameaça que constitui para a estabilidade financeira.

Características da definição:

“Aumentos... inferiores a 2%”

“IHPC”

Considerar um potencial enviesamento de medida

Margem de segurança face à deflação

## Caixa 3.1

### 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 de harmonização dos índices de preços no consumidor nacionais foi levado a cabo pela Comissão Europeia (Eurostat), em estreita colaboração com os institutos nacionais de estatística. Na sua qualidade de principais utilizadores, o Instituto Monetário Europeu (IME) e, posteriormente, o BCE, 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 cinco componentes principais a partir de 1990. Quatro destas componentes referem-se a preços de bens. Em conjunto, representaram 61.9% do IHPC em 2001, enquanto a componente de serviços representou 38.1% (ver Quadro 3.1). A principal ideia subjacente a esta desagregação consiste em

identificar diferentes factores económicos. Por exemplo, a evolução da componente “produtos energéticos” relaciona-se de perto com 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 com um menor impacto nos preços dos produtos alimentares transformados.

As medidas de harmonização introduzidas para o IHPC nos vários países tiveram por base diversos Regulamentos e Orientações comunitários acordados com os Estados-membros. Estes dizem respeito – nomeadamente – à cobertura das despesas de consumo, padrões iniciais para os procedimentos de ajustamento de qualidade e regras comuns para o tratamento de novos bens e serviços. “Iniciais” refere-se ao facto de se prever uma maior harmonização em diversas áreas. Além disso, chegou-se a acordo quanto a uma classificação harmonizada detalhada para os subíndices, o que permite uma comparação consistente da evolução dos preços em subgrupos pormenorizados de despesas de consumo em toda a área do euro. Foram estabelecidas regras para a frequência com que os pesos das matérias-primas nos IHPC deverão ser revistos. Em Janeiro de 2000 e Janeiro de 2001, foram dados passos importantes no sentido de uma maior harmonização, melhorando a comparabilidade dos métodos de cálculo do IHPC entre os países e alargando igualmente a cobertura das despesas de consumo. O tratamento dos custos de habitação ocupada pelo proprietário, a única rubrica significativa ainda não incluída no índice, esteve em discussão no grupo de trabalho estatístico do Eurostat em 2001.

### Quadro 3.1 Pesos das principais componentes do IHPC aplicáveis a 2001

Índice global	100.0
Preços dos bens	61.9
Prod. alim. não transformados	8.2
Prod. alim. transformados	12.3
Prod. ind. não energéticos	32.1
Produtos energéticos	9.5
Serviços	38.1

Fonte: Eurostat.

Quinto, a estabilidade de preços é avaliada utilizando o IHPC para a área do euro, o que indica que as decisões respeitantes à política monetária única visam a estabilidade de preços no conjunto da área do euro.

A definição do BCE de estabilidade de preços está de acordo com as definições utilizadas pela maioria dos BCN da área do euro no período anterior à transição para a União Monetária. Além disso, quando adoptou as orientações gerais de política económica em Julho de 1995, o Conselho da UE (ECOFIN) indicou que um valor de 2% seria a taxa máxima de inflação compatível com a estabilidade de preços. Convém salientar que a definição do BCE pretende ser uma quantificação duradoura do objectivo primordial da política monetária única.

### 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 acerca da forma como a política monetária afecta a evolução do nível dos preços, dado o estado da economia. 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. O facto de qualquer iniciativa de política monetária levar bastante tempo a afectar a economia e do impacto concreto ser difícil de estimar é já uma certeza, tanto teórica como empírica. Por outras palavras, o impacto da política monetária sobre os preços está sujeito a desfasamentos longos, variáveis e incertos.

#### *Papel e limitações da política monetária*

A longo prazo, a política monetária determina o valor nominal dos bens e serviços – ou seja, o nível geral dos preços. Movimentos no nível de preços indicam de que forma o poder de compra da moeda se alterou ao longo do tempo. A esta conclusão associa-se a afirmação – geralmente aceite entre os economistas – de que a inflação é, em última instância, um fenómeno monetário. Por outras palavras, períodos prolongados de elevado crescimento monetário estão tipicamente associados a uma inflação elevada. Esta relação foi confirmada num grande número de estudos económicos, que abrangeram vários períodos, países e conjuntos de dados. Neste contexto, a “neutralidade” da moeda é um princípio geral subjacente ao pensamento económico padrão, que afirma que alterações na oferta de moeda podem, a longo prazo, ter impacto apenas nas variáveis nominais e não nas reais, isto é, alterações na oferta de moeda não terão um efeito de longo prazo no produto real, no desemprego ou nas taxas de juro reais. O rendimento real é, a longo prazo, essencialmente determinado por factores do lado da oferta (por exemplo, tecnologia, crescimento da população, flexibilidade dos mercados e eficiência do enquadramento institucional da economia). A política monetária só pode, por isso, contribuir para o crescimento de longo prazo com a manutenção da estabilidade de preços (ver Secção 3.1). Contudo, as decisões de política monetária podem influenciar as variáveis reais a curto prazo.

Estas características principais da transmissão da política monetária representam os condicionalismos em que qualquer banco central, incluindo o BCE, tem de funcionar, a fim de alcançar a estabilidade de preços. Os efeitos da política monetária no rendimento real e no nível de preços reflectem-se na forma como o Tratado atribuiu objectivos e responsabilidades às várias autoridades decisoras

Incidência sobre o conjunto da área do euro

Quantificação duradoura do objectivo primordial

Definição do mecanismo de transmissão

A inflação é, em última instância, um fenómeno monetário

Atribuições do Tratado

de política. Visto que a política monetária influencia o nível dos preços a médio prazo, a estabilidade de preços constitui um objectivo exequível para a política monetária única. Pelo contrário, atribuir à política monetária um objectivo para o rendimento real ou o emprego não teria sido acertado, uma vez que a política monetária tem poucas possibilidades de influenciar de forma duradoura variáveis reais. De facto, só através da prossecução da estabilidade de preços é que a política monetária poderá ter efeitos positivos sobre o crescimento económico a longo prazo. É da responsabilidade das políticas orçamentais e estruturais – mas também dos agentes envolvidos no processo de negociação salarial – melhorar o potencial de crescimento da economia.

### *Canais de transmissão da política monetária*

A secção anterior descreveu, em termos gerais, o impacto da política monetária em diversas variáveis macroeconómicas fundamentais. Contudo, é igualmente importante compreender a forma como a política monetária exerce estes efeitos, dado que existem diversos canais de transmissão. Estes encontram-se esquematizados de forma simplificada no Gráfico 3.1.

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 do BCE, especificamente as taxas das operações principais de refinanciamento e das facilidades permanentes (ver Capítulo 4 para uma descrição pormenorizada das operações de política monetária do Eurosistema).

O sistema bancário necessita de moeda emitida pelo banco central (designada por “base monetária”) para fazer face à procura de moeda em circulação, compensar saldos interbancários e responder às necessidades de reservas mínimas que deverão ser depositadas no banco central. Dado deter o monopólio de criação da base monetária, o banco central está em posição de exercer uma influência dominante nas condições do mercado monetário e, por conseguinte, conduzir as taxas de juro do mercado monetário. Por seu lado, alterações nas taxas do mercado monetário afectam outras taxas de juro do mercado, ainda que a diferentes níveis.

O anúncio e a adopção das decisões de política monetária podem afectar as expectativas quanto à trajectória futura da política monetária, o que, por seu lado, influencia as taxas de juro de mais longo prazo, as expectativas de inflação e a fixação de preços e salários, bem como os preços dos activos e a taxa de câmbio.

Como acima mencionado, o nível do produto a longo prazo é independente da massa monetária. Por conseguinte, um crescimento monetário excessivo deve, em última instância, conduzir à inflação. Em termos simples, se existe “demasiado dinheiro para muito poucos bens”, o nível geral dos preços acabará por subir, porque os agentes privados vão querer, a determinada altura, gastar os saldos excedentários. Embora esta descrição seja, obviamente, uma explicação bastante estilizada e simplificada dos mecanismos envolvidos, veicula a essência de uma ideia da transmissão monetária em que as tentativas por parte dos agentes económicos de reduzir as detenções excessivas de moeda originam uma maior procura de bens e, por conseguinte, preços mais elevados para compensar o mercado. Um crescimento monetário elevado pode também influenciar directamente as expectativas de inflação e, por conseguinte, a evolução dos preços. De igual modo, um baixo crescimento monetário pode conduzir a desenvolvimentos dos preços e expectativas deflacionistas. Além disso, o

O processo de transmissão...

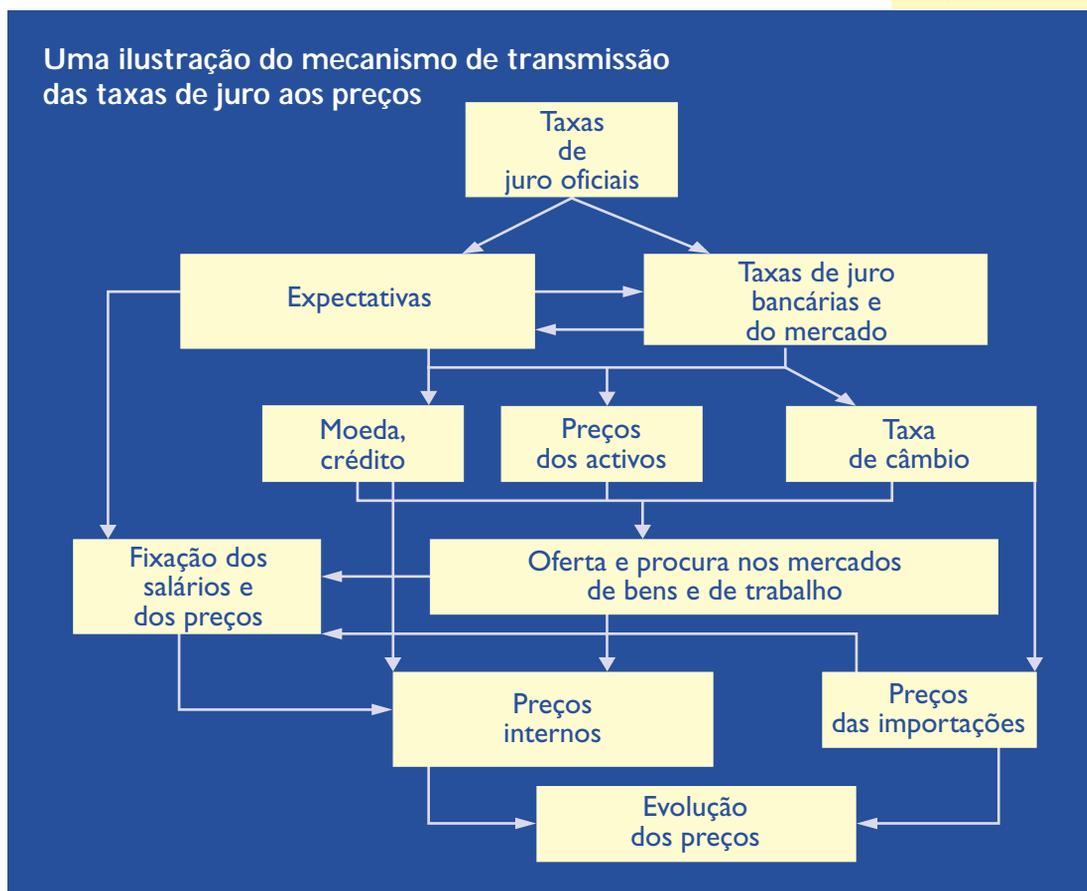
...começa com uma alteração das taxas de juro oficiais...

...que têm impacto nas condições do mercado monetário...

...e influenciam as expectativas

O papel da moeda

### Uma ilustração do mecanismo de transmissão das taxas de juro aos preços



crescimento monetário pode ser reflexo das pressões correntes da procura na economia, tornando a moeda um bom indicador sintético da evolução económica. Por todas estas razões, a evolução dos agregados monetários contém informação útil para a política monetária, podendo apresentar boas propriedades de indicador avançado no que respeita à evolução futura dos preços. Estas propriedades são uma importante razão para atribuir um papel primordial à moeda na condução da política monetária, ainda que a estrutura concreta do mecanismo de transmissão seja, de certa forma, incerta.

A evolução do crédito pode também desempenhar um papel importante no processo de transmissão, uma vez que a disponibilidade e o custo do crédito são um determinante significativo das decisões de investimento empresarial e das decisões de despesa dos consumidores e, por conseguinte, das condições globais de procura. Se as empresas não conseguem obter crédito, têm de recorrer ao financiamento interno, que é frequentemente insuficiente para financiar grandes projectos. Por conseguinte, variações na disponibilidade do crédito em resultado de alterações na política monetária podem actuar como um importante canal de transmissão.

As alterações da política monetária e/ou as expectativas de futuras alterações da política monetária afectam os preços e as taxas de rendibilidade dos activos financeiros. Estes, por seu lado, influenciam as decisões de poupança, despesa e

O papel do crédito

As variações dos preços dos activos e as taxas de rendibilidade...

investimento dos particulares e das empresas e, em última instância, a procura de bens e serviços na economia da área do euro. Por exemplo, tudo o resto constante, taxas de juro mais baixas tendem a tornar mais atractivo para os particulares gastar os seus rendimentos correntes em vez de os poupar, visto que os lucros esperados da poupança são menores. As taxas de juro de mais longo prazo podem ser especialmente importantes, dado que a sua maturidade corresponde ao horizonte de muitas decisões de investimento empresarial e de poupança das famílias, tais como a poupança para a reforma.

...influenciam o comportamento de consumo e de despesa, ...

Em consequência destas alterações no comportamento da despesa e da poupança, 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, surgem pressões ascendentes sobre os preços.

...a fixação de salários e de preços...

Como é evidente, o custo dos factores de produção para a produção também influencia a evolução dos preços. Alterações nos níveis salariais e na produtividade desempenham aqui um papel importante. Por conseguinte, a política monetária também tem um impacto no nível dos preços através dos seus efeitos na formação salarial e na fixação dos preços dos bens intermédios. Os seus efeitos nas expectativas de inflação são importantes neste contexto: se a política monetária conseguir tornar o seu objectivo primordial da estabilidade de preços credível, as expectativas de inflação manter-se-ão firmemente fixas no nível baixo definido como a estabilidade de preços e a fixação de salários e de preços permanecerá de acordo com este objectivo. Se deixar de haver credibilidade, as expectativas de inflação deixam de estar fixas. Desta forma, a política monetária pode ter um efeito poderoso sobre os preços actuais através do seu impacto nas expectativas de inflação. Existe um outro canal mais indirecto: alterações na procura efectiva 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 dos preços no respectivo mercado.

...e também a taxa de câmbio

Alterações nas taxas de juro induzidas por decisões de política monetária podem também afectar a taxa de câmbio, nomeadamente ao influenciar fluxos de capitais internacionais, o que normalmente afecta a inflação de três formas. 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 um 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, tal tenderia a reduzir pressões inflacionistas. A importância destes efeitos da taxa de câmbio dependerá da abertura da economia ao comércio internacional. O canal de taxa de câmbio da transmissão da política monetária é menos importante para uma área de moeda ampla e relativamente fechada como a área do euro do que para uma pequena economia aberta.

O mecanismo de transmissão da política monetária é, por isso, uma teia complexa

de interações económicas. Apesar dos grandes esforços dos economistas nos meios académicos, institutos de investigação e bancos centrais, o mecanismo continua a não ser totalmente compreendido. De facto, o nível de incerteza para o BCE pode até ser relativamente maior do que o que enfrentam muitos outros bancos centrais, dado que o BCE é responsável por uma área monetária totalmente nova. Além disso, as alterações institucionais e comportamentais após a introdução da moeda única no início de 1999 poderão ter alterado as relações entre diferentes variáveis económicas. Com a disponibilização progressiva de mais informação e de resultados de investigações, desenvolver-se-á uma compreensão mais pormenorizada da transmissão da política monetária na área do euro.

### 3.3 A análise dos riscos para a estabilidade de preços na estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade

No contexto da discussão anterior, 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 que – através dos efeitos sobre o nível dos preços via processo de transmissão da política monetária – a estabilidade de preços seja mantida a médio prazo.

A estratégia de política monetária do BCE visa enfrentar este desafio. Tem como objectivo fornecer um enquadramento abrangente em que se podem tomar decisões quanto ao nível adequado das taxas de juro de curto prazo. Em vez de dar relevo a uma situação específica, o BCE adoptou uma estratégia duradoura para assegurar que seja seguida, ao longo do tempo, uma abordagem consistente e sistemática nas decisões de política monetária. Esta consistência contribui para estabilizar as expectativas de inflação e construir a credibilidade do BCE.

O elemento principal da estratégia de política monetária do BCE é a sua definição de estabilidade de preços (ver Secção 3.1). A estratégia garante, assim, que o Conselho do BCE recebe toda a informação e análises relevantes necessárias para a tomada de decisões de política monetária, de forma a assegurar a manutenção da estabilidade de preços de forma sistemática e organizada. Por último, a estratégia deve fornecer um enquadramento que explique as decisões de política monetária ao público de forma clara e transparente.

#### *Características de uma política monetária bem sucedida*

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 mesmo anos. Isto significa que os bancos centrais precisam de apurar qual a orientação de política actualmente necessária de forma a manter a estabilidade de preços no futuro, após o desaparecimento dos desfasamentos na transmissão. Neste sentido, a política monetária deverá ser prospectiva.

Além disso, como referido na Secção 3.2, os desfasamentos na transmissão tornam impossível que a curto prazo a política monetária por si só compense choques não previstos no nível dos preços (por exemplo, os causados por variações dos preços internacionais das matérias-primas). Assim sendo, não se pode evitar uma certa volatilidade a curto prazo nas taxas de inflação. Além disso, devido à

Complexidade do processo de transmissão

O papel de uma estratégia de política monetária

Enquadramento abrangente para as decisões de política monetária

A política monetária deverá ser prospectiva...

...e direccionada para o médio prazo...

complexidade do processo de transmissão, existe sempre um elevado grau de incerteza em torno dos efeitos da política monetária. Por estas razões, é importante que a política monetária tenha uma orientação de médio prazo. Este tipo de orientação evitará um activismo excessivo e a introdução de volatilidade desnecessária (e possivelmente auto-sustentada) na economia real, embora assegure, não obstante, a manutenção da estabilidade de preços a médio prazo. Esta orientação de médio prazo é consistente com a afirmação do BCE de que “a estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo”.

Por último, o BCE está sujeito a uma incerteza considerável, em particular nos primeiros anos da União Monetária, no que diz respeito, nomeadamente, à fiabilidade dos indicadores económicos, à estrutura da economia da área do euro e ao mecanismo de transmissão da política monetária. Contudo, todos os bancos centrais enfrentam um elevado grau de incerteza – é certo que esta não atinge unicamente o BCE. Uma política monetária bem sucedida deve, por conseguinte, ser global, considerando toda a informação relevante, sem assentar num modelo único da economia.

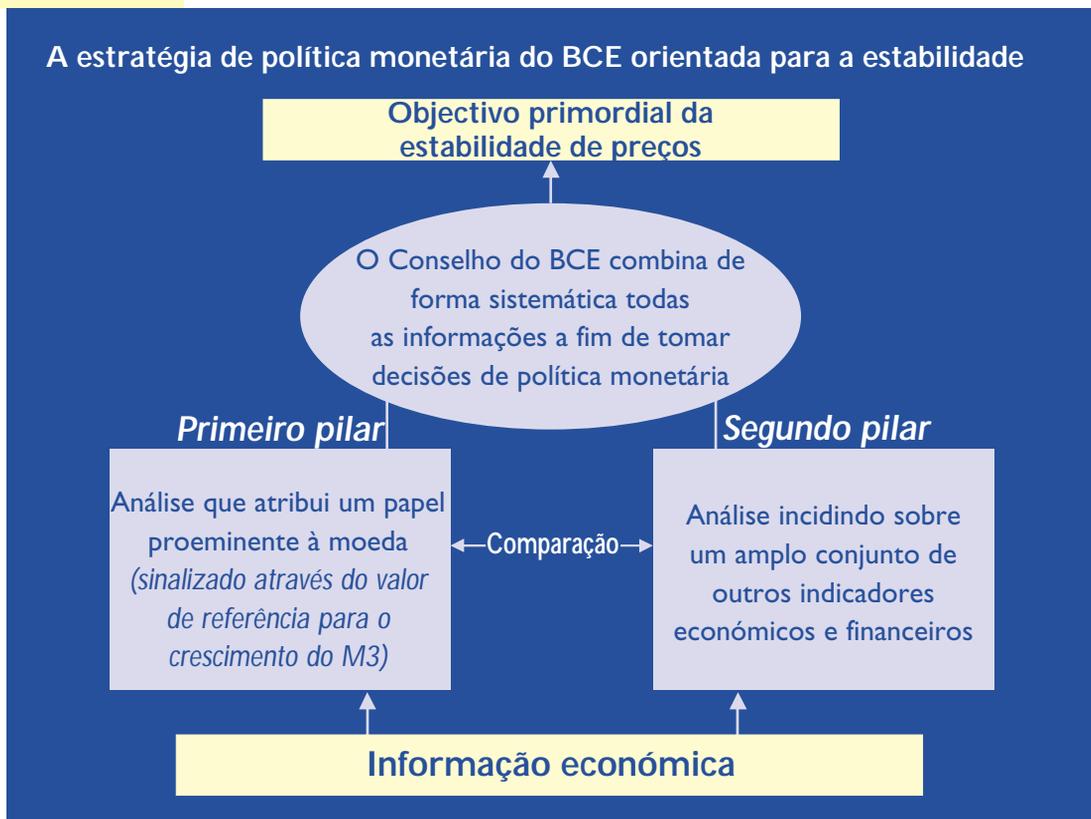
*Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE*

O Conselho do BCE chegou a acordo quanto aos principais elementos da sua estratégia de política monetária orientada para a estabilidade em Outubro de 1998 (para uma discussão das estratégias alternativas possíveis, ver Caixa 3.2).

...enfrentando, assim, um grau considerável de incerteza

O enquadramento de dois pilares...

**Gráfico 3.2**



Para além da definição de estabilidade de preços, a estratégia consiste em dois “pilares”, que organizam a informação e análise subjacentes às discussões de política (ver Gráfico 3.2). Estes dois pilares constituem um enquadramento no qual se pode levar a cabo a avaliação prospectiva da situação económica, com base num conjunto o mais completo possível de informação económica e ferramentas analíticas.

Os dois pilares da estratégia são ferramentas para a condução da análise necessária para orientar as decisões de política monetária, de forma a alcançar o objectivo primordial da estabilidade de preços. Não constituem objectivos distintos em si, nem entre si.

### *O primeiro pilar da estratégia de política monetária*

O primeiro pilar da estratégia do BCE consiste no papel proeminente atribuído à moeda. Como referido na Secção 3.2, existe um consenso generalizado entre os economistas quanto às origens fundamentalmente monetárias da inflação a médio e longo prazo. Uma das regularidades empíricas mais notáveis em macroeconomia é a relação estável de longo prazo entre o nível dos preços e a moeda, particularmente quando a última é medida com base em agregados monetários largos. A evolução monetária contém informação acerca da evolução futura dos preços, podendo, por conseguinte, ajudar na avaliação global dos riscos para a estabilidade de preços. Os agregados monetários e de crédito também podem ter importância no mecanismo de transmissão da política monetária ao nível dos preços. Por todas estas razões, é importante que um banco central acompanhe de perto a evolução monetária e do crédito. Ao atribuir à moeda um papel proeminente na sua estratégia, o BCE sinalizou claramente ao público a sua intenção de levar a cabo este tipo de análise monetária.

O papel proeminente da moeda na estratégia do BCE é sinalizado pelo anúncio de um valor de referência quantitativo para o crescimento do agregado monetário largo M3 (ver Caixa 3.3). A incidência sobre o M3 justifica-se pelas suas propriedades empíricas favoráveis. A maioria dos estudos empíricos para a área do euro confirma a ideia de que existe uma relação estável (de longo prazo) de procura de moeda que liga o M3 ao nível dos preços e a outras variáveis macroeconómicas. O M3 exhibe também propriedades de indicador avançado para a inflação futura, especialmente num horizonte de médio prazo.

O valor de referência não constitui um objectivo monetário. O BCE não tenta manter o crescimento do M3 no valor de referência num determinado momento específico manipulando as taxas de juro. Contudo, desvios do crescimento do M3 face ao valor de referência são rigorosamente analisados no contexto de outros dados económicos, para se obter a informação que estes contêm sobre os riscos para a estabilidade de preços. Qualquer reacção de política monetária pretende fazer face às ameaças à estabilidade de preços identificadas por esta análise abrangente.

Por diversas razões, a política monetária não reage de forma mecânica a desvios do crescimento do M3 em relação ao valor de referência. Primeiro, a relação entre a moeda, os preços e a actividade económica – que pode ser sintetizada como a “velocidade de circulação” da moeda – pode ser mais complexa e menos estável a curto prazo do que em horizontes mais longos. A análise da evolução monetária deve ter em conta estas complexidades. Segundo, alterações da

...é uma ferramenta para a organização da informação

Papel proeminente atribuído à moeda...

...sinalizado pelo anúncio do valor de referência...

...que não constitui um objectivo monetário...

...e não implica reacções mecânicas de política

### 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 de 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 dos 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 num horizonte temporal limitado. Em conjunto, estas condições implicam que o banco central pode usar as alterações das taxas de juro oficiais para orientar 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 a experiência dos bancos centrais nesta abordagem tenha 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, existem algumas incertezas quanto às propriedades empíricas da moeda na área do euro, devido à possibilidade de 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. Poderá, por isso, ser difícil 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 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.

O BCE decidiu não prosseguir este tipo de estratégia por diversas razões. Primeiro, centrar-se inteiramente num valor da previsão de inflação não fornece um enquadramento abrangente e fiável para a identificação da natureza das ameaças à estabilidade de preços. Contudo, a reacção adequada de política monetária dependerá, 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 somente numa previsão de inflação. Segundo, vários aspectos da abordagem típica dos objectivos de inflação – tais como o horizonte fixo (ou seja, dois anos) da previsão em que se baseiam as decisões de política monetária – são algo arbitrários. Terceiro, é difícil integrar a informação relevante para a política monetária contida nos agregados monetários em previsões de inflação com base em modelos macroeconómicos convencionais. Por último, o BCE considerou que seria imprudente tomar por base uma única previsão, dada a incerteza considerável relativamente à estrutura da economia da área do euro. Considerou-se preferível adoptar uma abordagem diversificada para a análise de dados económicos que utilizaria uma variedade de abordagens analíticas.

Uma terceira estratégia consiste no **estabelecimento de objectivos para a taxa de câmbio**, tendo sido prosseguida por diversos

países europeus antes da Terceira Fase da UEM, 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 dos preços através do seu efeito no preço das importações. Para a área do euro, não se considerou adequada uma estratégia de estabelecimento de objectivos de taxa de câmbio, principalmente 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.

estrutura dos sistemas bancários e financeiros podem mudar permanentemente a velocidade de circulação e, por conseguinte, a relação entre a moeda e o nível das transacções económicas. Um desafio importante para a análise monetária levada a cabo pelo BCE consiste em distinguir variações temporárias na velocidade de variações permanentes, para que a informação contida na evolução monetária possa ser adequadamente interpretada.

Por último, a evolução monetária pode ser 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 inclui uma avaliação pormenorizada dos factores especiais que influenciam a moeda. Além disso, pode por vezes haver distorções estatísticas, o que implica que os dados apresentados não estão totalmente de acordo com a definição estatística de agregados monetários. Contudo, estas distorções podem ser frequentemente identificadas e estimadas. Quando a respectiva evidência é fiável, a série monetária publicada pode então ser corrigida.

O valor de referência constitui um importante elemento da estratégia, bem como um compromisso público visível por parte do BCE para atribuir um papel importante à moeda nas decisões de política monetária e para explicar este papel ao público. Porém, devido à necessidade de efectuar uma análise monetária pormenorizada e relativamente complexa, a fim de obter informação relevante para as decisões de política monetária, o BCE não se apoia somente nos desvios do crescimento do M3 em relação ao valor de referência. Muitas outras variáveis monetárias e financeiras são rigorosamente analisadas numa base regular, a nível do primeiro pilar. Por exemplo, estuda-se a evolução das componentes do M3 (como a circulação monetária, os depósitos a prazo, etc.), dado que estas podem dar uma visão mais aprofundada das alterações globais no M3. Neste contexto, os agregados mais estreitos, como o M1, podem conter alguma informação acerca da actividade real. De igual modo, alterações no crédito concedido ao sector privado podem fornecer alguma informação sobre as condições financeiras, bem como informação adicional acerca da moeda através do balanço das IFM. Esta análise ajuda não só a conhecer melhor o comportamento do M3 em relação ao valor de referência, como também a ter uma visão geral das condições de liquidez da economia e as suas consequências em termos dos riscos para a estabilidade de preços.

Identificar “factores especiais” e distorções

Análise das componentes e contrapartidas do M3

### Caixa 3.3

#### 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. O valor de referência 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 o crescimento monetário ( $\Delta M$ ), a inflação ( $\Delta P$ ), o crescimento do PIB real ( $\Delta YR$ ) e variações na velocidade ( $\Delta V$ ). De acordo com esta identidade, geralmente designada por “equação quantitativa”, a variação no *stock* de moeda numa economia é igual à variação nas transacções nominais (aproximada pela variação no PIB real mais a variação no nível dos preços) 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 assegurar um determinado nível de transacções nominais.

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

O valor de referência inclui a definição de

estabilidade de preços como um aumento do IHPC para a área do euro inferior a 2% por ano. Além disso, o cálculo do valor de referência tem tido por base 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 do PIB real para a área do euro, reflectindo estimativas tanto de organizações internacionais como do BCE. Foram empregues diversas abordagens para o cálculo do pressuposto para a velocidade de circulação, tendo em consideração tendências (univariadas) simples, 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 valor de referência do BCE foi fixado em 4½% por ano pelo Conselho do BCE em Dezembro de 1998. Visto não terem surgido novas evidências decisivas que teriam conduzido a uma alteração significativa dos pressupostos subjacentes, o valor de referência foi confirmado nas revisões de Dezembro de 1999 e 2000 do Conselho do BCE.

#### *O segundo pilar da estratégia de política monetária*

A informação necessária para a tomada de decisões adequadas de política monetária deverá ser abrangente e global. Assim, em paralelo com a análise do crescimento monetário em relação ao valor de referência, um vasto conjunto de outras variáveis económicas e financeiras é também rigorosamente analisado enquanto parte do segundo pilar da estratégia. Estas variáveis são também avaliadas pela informação relevante que podem conter para as decisões de política monetária com o objectivo da estabilidade de preços.

A análise a nível do segundo pilar tem como ponto central revelar a influência de uma variedade de factores que normalmente afectam a evolução dos preços a mais curto prazo. Estes factores são relevantes para a política monetária porque se podem enraizar, ameaçando assim as perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo. De acordo com modelos habituais do ciclo económico, esta análise centra-se frequentemente nos efeitos da interacção entre a oferta e a procura e/ou nas pressões dos custos sobre o comportamento da fixação de preços nos mercados do produto, dos serviços e de trabalho.

A análise a nível do segundo pilar...

...centrada na interacção entre oferta e procura nos mercados do produto, dos serviços e de trabalho, ...

Para tomar as decisões adequadas, o Conselho do BCE deverá ter um conhecimento abrangente da situação económica vigente, estando consciente da natureza e magnitude específicas das perturbações económicas que ameaçam 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 uma inflação mais elevada resultante das implicações nos custos do trabalho dos aumentos salariais não justificados pelo crescimento da produtividade. Este último resulta num aumento transitório e de pouca duração da inflação, o qual é rapidamente invertido. Como tal, se este choque não conduzir a expectativas de inflação mais elevadas, não constituirá uma ameaça significativa para a estabilidade de preços a médio prazo. No caso de aumentos salariais excessivos, existe o perigo de se poder criar uma espiral auto-sustentada de custos mais elevados, preços mais elevados e uma procura salarial mais elevada. Para evitar esta espiral, a melhor resposta poderá ser uma forte iniciativa da política monetária para reafirmar o compromisso do banco central de manutenção da estabilidade de preços, ajudando assim a estabilizar as expectativas de inflação.

A nível do segundo pilar, o BCE procede a revisões regulares da evolução das condições globais do produto, 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. A Caixa 3.4 revê a base estatística dos indicadores da evolução económica analisados pelo BCE a nível do segundo pilar e sublinha a importância da disponibilidade de estatísticas de elevada qualidade.

A evolução dos indicadores dos mercados financeiros e dos preços dos activos é também acompanhada de perto. Os movimentos nos preços dos activos podem afectar a evolução dos preços via efeitos rendimento e riqueza. Por exemplo, com a subida dos preços das acções, os particulares detentores de acções enriquecem, podendo optar por gastar mais. Tal contribuirá para a procura por parte dos consumidores, podendo fomentar pressões inflacionistas internas. Pelo contrário, se os preços das acções caírem, os particulares podem reduzir o consumo.

Os preços dos activos e as taxas de rendibilidade financeira podem também ser utilizados 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 expressam implicitamente expectativas quanto à evolução futura das taxas de juro e dos preços. Utilizando uma variedade de técnicas, o BCE pode analisar os preços financeiros para determinar as expectativas implícitas dos mercados sobre os desenvolvimentos futuros.

A evolução da taxa de câmbio também é avaliada de perto devido às suas implicações para a estabilidade de preços. Como discutido na Secção 3.2, os movimentos na taxa de câmbio têm um efeito directo na evolução dos preços através do seu impacto nos 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 parceiros sociais e dos responsáveis pela fixação dos preços, pode existir o potencial para efeitos de segunda ordem com origem na taxa de câmbio. Dever-se-á ter em conta toda esta informação nas decisões de política monetária com vista à estabilidade de preços.

...contribui para revelar a natureza dos choques

Análise de indicadores da actividade económica real, ...

...de indicadores dos mercados financeiros...

...e da evolução da taxa de câmbio

### Estatísticas relacionadas com a evolução económica 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 diferentes sectores da economia. 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, as indicações da evolução dos preços no sector industrial, medida pelos preços no produtor, podem desempenhar um papel importante na sinalização de possíveis variações futuras nos preços no consumidor, dado que as variações nos custos de produção se transmitem aos preços no consumidor. Os custos de trabalho, que constituem um importante elemento dos custos globais de produção, têm um impacto significativo na formação dos preços. As estatísticas dos custos de 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.

Por último, as *estatísticas da balança de pagamentos* (compiladas pelo BCE), juntamente com estatísticas sobre o comércio externo disponibilizadas pelo Eurostat, 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 de perto 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 nos 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 cada país que adoptou o euro, a inflação importada não afecta os preços internos no produtor e no consumidor. (Além disso, os dados da balança de pagamentos relativos a transacções financeiras são indicadores importantes para a análise monetária e financeira).

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 inflação mais elevada e maior volatilidade do crescimento real. A qualidade das estatísticas implica vários aspectos. Primeiro, deverão ser abrangidos *todos os sectores da economia*. Em particular, para além das estatísticas convencionais sobre indústria e comércio, são necessários indicadores para os serviços, sector cada vez mais importante. Segundo, é essencial uma *harmonização* de conceitos e métodos para assegurar que qualquer indicador da área do euro compilado a partir de séries nacionais represente de forma exacta os desenvolvimentos, fornecendo assim informação fiável para as decisões de política monetária. Terceiro, a *actualidade e uma frequência suficientemente elevada* dos dados são essenciais para a condução da política monetária. Só estatísticas atempadas podem fornecer informação sobre o estado actual da economia. Além disso, relativamente à *cobertura geográfica*, dados agregados quer para o conjunto da área do euro, quer para cada país, são da maior importância. Quarto, séries longas de *dados retrospectivos* são fundamentais para a análise econométrica, que contribui 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. Têm sido definidos padrões metodológicos comuns para diversas áreas das estatísticas da área do euro, e foram feitos progressos no que diz respeito tanto à disponibilidade como à actualidade. Neste contexto, foram tomadas diversas iniciativas. Em particular, um Plano de Acção sobre os Requisitos Estatísticos da UEM de Setembro de 2000, estabelecido pela Comissão Europeia (Eurostat) em estreita colaboração com o BCE, pormenorizou as melhorias prioritárias nas estatísticas económicas.

A nível do segundo pilar, os especialistas do Eurosistema preparam projecções macroeconómicas duas vezes por ano. Estas constituem um elemento importante entre as diversas contribuições para as deliberações do Conselho do BCE, embora não incluam o parecer de política do Conselho. As projecções ajudam a sustentar a orientação prospectiva da política monetária, sintetizando uma grande quantidade de informação que, de outra forma, se poderia tornar demasiado volumosa para discussões de política. Fornecem também uma plataforma para a integração da análise económica a nível do segundo pilar de forma coerente e internamente consistente, que procura reflectir a experiência passada e relações económicas fundamentais. Contudo, as projecções são inerentemente incertas e esta incerteza aumenta com a duração do horizonte (de projecção). A fim de reflectir as incertezas em torno destas projecções, o BCE publica as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema sob a forma de intervalos.

A palavra “projecção” é utilizada de forma a sublinhar o facto de que as projecções publicadas são 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 previsões são produzidas em vários bancos centrais, a fim de melhor informar os decisores de política monetária. Por esta razão, deve ser claro que a projecção não será, em geral, o melhor predictor de resultados futuros, em particular em horizontes mais longos. Em vez disso, representa um cenário que, a não ser que seja consistente com a estabilidade de preços, é provável que seja falso 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. Responsáveis pela fixação dos salários e dos preços, bem como empresas e particulares, deveriam apoiar-se na definição quantitativa do BCE de estabilidade de preços como o “melhor predictor” da evolução dos preços a médio prazo.

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 da área do euro. 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 não são uma panaceia. Primeiro, 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. Segundo, a projecção final depende, em larga medida, do enquadramento conceptual subjacente e das técnicas empregues. Qualquer enquadramento deste tipo constitui uma simplificação da realidade, podendo ocasionalmente negligenciar os assuntos principais de relevância para a política

As projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema...

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

...em modelos e na competência técnica dos especialistas...

...não são uma panaceia...

monetária. Terceiro, 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 e de crédito, não é facilmente integrada no enquadramento utilizado para produzir as projecções, ou a informação pode alterar-se depois de as projecções terem sido finalizadas. Quarto, nas projecções incluem-se inevitavelmente opiniões técnicas, podendo haver bons motivos para não se concordar com algumas delas.

Por todas estas razões, as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas desempenham um papel importante, mas limitado, na 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 a nível do primeiro pilar e análises de preços financeiros, indicadores individuais e as previsões de outras instituições a nível do segundo pilar. Assim, o Conselho do BCE não utiliza as projecções macroeconómicas dos especialistas como a principal ferramenta para organizar e comunicar a sua avaliação.

Em Dezembro de 2000, o BCE decidiu publicar as projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema duas vezes por ano no seu Boletim Mensal.

#### *Porquê dois pilares?*

Um reflexo das incertezas sobre a economia em geral e do conhecimento imperfeito da mesma – e do mecanismo de transmissão da política monetária em particular – é o vasto conjunto de modelos do processo de inflação. Estes modelos incorporam diferentes perspectivas sobre o funcionamento da economia e/ou sublinham de diferentes formas os vários canais de transmissão da política monetária discutidos na Secção 3.2. Por exemplo, alguns modelos realçam o papel da moeda no mecanismo de transmissão, enquanto outros sublinham a importância de influências não monetárias, tais como mudanças na relação entre oferta e procura e/ou pressões dos custos sobre o comportamento da fixação de preços nos mercados do produto, dos serviços e de trabalho. Muitos destes modelos captam elementos importantes da realidade, mas nenhum deles parece conseguir descrever a realidade na sua totalidade. Por conseguinte, qualquer modelo único – embora dê potencialmente uma perspectiva útil da evolução económica – é necessariamente incompleto. Nestas circunstâncias, seria pouco prudente assentar exclusivamente numa única abordagem ou num único indicador na tomada de decisões de política monetária.

Dada a multiplicidade de modelos existentes, o BCE decidiu organizar a sua análise em dois pilares. Desta forma, levou em conta o facto de se ter verificado ser extremamente difícil atribuir à moeda um papel proeminente nos modelos convencionais da economia real, apesar do consenso de que a moeda e os preços se relacionam e a evidência empírica de que os agregados monetários podem ser um indicador avançado da evolução dos preços, podendo constituir um canal importante da transmissão da política monetária. Por conseguinte, o primeiro pilar pode ser visto como representando um grupo de modelos e enquadramentos analíticos que incorporam uma ideia da determinação do nível dos preços que confere um papel importante à moeda e que também levam em conta os canais

...desempenham um papel importante, mas limitado

Incerteza quanto ao modelo

Diversidade de modelos

de transmissão da política monetária que atribuem um papel importante à moeda. O segundo pilar abrange um conjunto de modelos alternativos do processo de inflação, especialmente os que sublinham a interação entre a oferta e a procura e/ou as pressões dos custos e os canais de transmissão que operam através destas variáveis.

É avaliada uma variedade de modelos a nível de ambos os pilares. Além disso, estes modelos estão em evolução contínua, visto que a investigação leva à produção de novas ferramentas empíricas e analíticas para a análise da estrutura da economia e do mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro.

Dadas as incertezas que enfrentam, os bancos centrais deverão sempre verificar e comparar os sinais dados pelos diferentes indicadores e avaliar a informação disponível e as consequências das suas acções à luz de um conjunto de modelos plausíveis da economia. Neste contexto, escolhas de política que resultam razoavelmente bem segundo diversos modelos plausíveis e num conjunto de circunstâncias possíveis são frequentemente a melhor escolha a médio prazo.

A estratégia do BCE deverá ser vista neste contexto. Esta constitui um enquadramento que abrange não só toda a informação relevante, como também tem em consideração diversas interpretações desta informação. Assim sendo, a abordagem de dois pilares reduz os riscos de erros de política causados por se considerar demasiado um único indicador, previsão ou modelo. Ao seguir uma abordagem diversificada da interpretação das condições económicas, a estratégia do BCE pode ser encarada como facilitando a adopção de uma política monetária robusta num ambiente incerto.

O Conselho do BCE estabelece os instrumentos de política monetária do Eurosistema de forma a melhor alcançar a concretização do seu objectivo primordial. Consegue-o com base nos sinais relativos aos riscos para a estabilidade de preços dados por ambos os pilares da estratégia. Por conseguinte, a política monetária não reage mecanicamente a desenvolvimentos num único indicador ou previsão, mas, em vez disso, avalia, verifica e integra a informação proveniente de ambos os pilares numa avaliação global da natureza e magnitude dos choques e da situação económica resultante, bem como dos riscos preponderantes para a estabilidade de preços, que incorpora um elemento essencial de parecer de política introduzido pelos próprios membros do Conselho do BCE.

### 3.4 Responsabilização, transparência e comunicação

#### *Independência, responsabilização e transparência dos bancos centrais*

Como explicado no Capítulo I, existem bons motivos para atribuir a tarefa da manutenção da estabilidade de preços – salvaguardando assim o valor da moeda – a um banco central independente, que não se encontra sujeito a potenciais pressões políticas. Ao mesmo tempo, a delegação do poder de decisão a uma instituição independente obriga essa instituição a ser responsável pelo cumprimento do seu mandato. Um banco central independente – como qualquer instituição pública – precisa de explicar as suas decisões ao público e assumir responsabilidade pelas suas acções. A responsabilização impõe disciplina ao banco central para que este desempenhe as suas tarefas da melhor forma possível.

Verificação da  
informação

Política monetária  
robusta

Não existem  
reações mecânicas a  
indicadores ou  
previsões únicos

Independência...

...e responsabilização enquanto complementos naturais

Transparência e responsabilização

Actividades de comunicação do BCE

A apresentação da política monetária ao público...

...deve ter em conta a complexidade do processo de decisão...

Numa sociedade democrática, a responsabilização é um complemento natural à independência do banco central. Um mandato claramente definido e limitado constitui a base para a legitimidade 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.

Os termos “responsabilização” e “transparência” são por vezes utilizados alternadamente. Contudo, é importante fazer uma distinção entre os dois conceitos. Responsabilização significa que o banco central é responsabilizado pelo cumprimento dos seus objectivos. Transparência – em sentido restrito – significa que o banco central fornece informação acerca do processo interno de decisão. De um modo mais geral, a transparência envolve a explicação da forma como a política monetária é utilizada para cumprir o mandato atribuído. Uma estratégia de política monetária contribui para a transparência ao fornecer um enquadramento sistemático quer para o processo interno de decisão, quer para a comunicação externa com o público. Uma maior transparência traduz-se num melhor entendimento da política monetária por parte do público, tendo assim o potencial para aumentar a sua credibilidade e eficácia. Os canais adequados para assegurar a responsabilização de um banco central dependem do enquadramento institucional e do mandato do banco central. Dado o seu estatuto independente, o BCE não pode ser responsabilizado por governos ou parlamentos nacionais. Em vez disso, é responsável perante o público europeu em geral e o Parlamento Europeu, órgão com um mandato europeu e legitimidade democrática directa.

A relação do BCE com o Parlamento Europeu a este nível é definida pelo Tratado e respeita a independência institucional do BCE. O Tratado impõe ao BCE vários requisitos de prestação de informação e estabelece apresentações regulares ao Parlamento Europeu a fim de assegurar a responsabilização (ver Capítulo I). O BCE foi mesmo além dos requisitos formais do Tratado ao adoptar meios adicionais para assegurar a responsabilização e a transparência (ver Caixa 3.5).

### *O papel de comunicação de uma estratégia de política monetária*

A fim de promover um melhor entendimento da política monetária, todo o processo de condução desta política deveria, em princípio, ser revelado ao público de forma compreensível. Contudo, na prática é difícil dar ao público uma descrição totalmente exhaustiva e inteligível de todos os elementos e aspectos do processo interno de condução da política monetária.

Por conseguinte, na apresentação da política monetária ao público, devem ser feitas diversas escolhas. A concepção de uma abordagem eficiente da comunicação requer que se encontre um equilíbrio entre uma abertura relativamente à natureza complexa da condução da política e a simplificação da apresentação deste processo com vista a uma maior clareza. Neste contexto, a escolha de uma estratégia adequada deve reflectir as complexidades e incertezas resultantes da conjuntura económica em que o banco central funciona e do enquadramento de interpretação utilizado pelos diversos segmentos do público com os quais o banco central tem de comunicar. Neste sentido, uma comunicação efectiva requer um enquadramento e língua comuns com os quais tanto o banco central como o público estejam confortáveis.

### Actividades de comunicação do BCE

Indo além das obrigações contidas no Tratado de produzir um Relatório Anual e um relatório numa base trimestral, o BCE publica também um “Boletim Mensal”. Este Boletim Mensal fornece uma avaliação rigorosa da situação económica subjacente às decisões de política, apresentando também artigos sobre determinados assuntos de relevância para a política monetária do BCE. Além disso, o Presidente do BCE comparece trimestralmente perante o Comité de Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu para informar sobre a política monetária do BCE e responder a questões. As transcrições destas audiências são disponibilizadas na página do BCE na Internet. Além disso, o BCE apresenta o seu Relatório Anual ao Parlamento Europeu.

O Presidente e o Vice-Presidente dão uma conferência de imprensa imediatamente após a primeira reunião do Conselho do BCE de cada mês. Na declaração introdutória, o Presidente apresenta a opinião do Conselho do BCE sobre a situação económica e a sua avaliação dos riscos para a estabilidade de preços relevantes para as suas decisões de política monetária, dando informação sobre outras questões discutidas e decisões tomadas pelo Conselho do BCE. Segue-se uma sessão alargada de perguntas e respostas com os jornalistas presentes na conferência de imprensa. As transcrições destas conferências de imprensa são divulgadas na página do BCE na Internet no próprio dia, o que permite que a informação sobre as decisões de política monetária seja apresentada ao público de forma atempada e equitativa.

Os membros do Conselho do BCE assumem um grande número de compromissos públicos. Os discursos dos membros da Comissão Executiva são normalmente disponibilizados na página do BCE na Internet. 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 publicados, logo que seja assegurada a sua fiabilidade, total e atempadamente. 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 a publicação do BCE “Informação estatística recolhida e compilada pelo SEBC”, de Maio de 2000). 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.

Neste contexto, a comunicação externa da estratégia de política monetária do BCE premeia o reflexo fiel da complexidade e incertezas que rodeiam a conjuntura económica, e consequentemente o processo interno de decisão. A apresentação externa da estratégia é relativamente complexa em comparação com estratégias simples do tipo tradicional (como o estabelecimento de objectivos monetários ou o estabelecimento de objectivos para a inflação), mas reflecte de forma adequada a abordagem diversificada da política monetária que o BCE adoptou para o seu processo interno de decisão, em resposta à incerteza quanto à estrutura da economia da área do euro.

...e a incerteza quanto à estrutura da economia da área do euro



## 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, sistemas de reservas mínimas e facilidades permanentes), 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 dois anos da Terceira Fase da UEM.

### 4.1 Princípios gerais e objectivos subjacentes à concepção do quadro operacional

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

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.

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 taxa de juro utilizando os instrumentos de política monetária disponíveis.

Um banco central orienta as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário sinalizando a orientação da sua política monetária e gerindo a situação de liquidez no mercado monetário. O banco central, na sua qualidade de único emissor de notas e de reservas bancárias, é o fornecedor monopolista da base monetária<sup>1</sup>. 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.

O banco central, além de sinalizar as taxas de juro por meio da gestão de liquidez,

O mercado monetário e a transmissão da política monetária

O quadro operacional...

...e a estratégia de política monetária

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

<sup>1</sup> A base monetária na área do euro consiste em moeda (notas e moedas) em circulação, 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 obrigatórias e excedentárias. No sistema de reservas mínimas do Eurosistema, as contrapartes devem deter reservas obrigatórias junto dos BCN (ver Secção 4.4). Para além das reservas obrigatórias, as instituições de crédito detêm geralmente apenas uma quantidade reduzida de reservas excedentárias voluntárias no Eurosistema.

...sinalizar a orientação da política monetária...

...e assegurar um funcionamento regular do mercado monetário

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

...eficiência operacional,...

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

...descentralização da execução,...

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

pode também sinalizar 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 o mercado monetário.

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

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 (...)”.

Além dos princípios estabelecidos no Tratado da União Europeia, é objectivo do quadro operacional prosseguir diversos outros princípios orientadores, o mais importante dos quais é o princípio de eficiência operacional, que tem prioridade sobre os restantes princípios. A eficiência operacional pode ser definida como a capacidade do quadro operacional para permitir que as decisões de política monetária se transmitam às taxas de juro de curto prazo do mercado monetário da forma mais precisa e mais rápida possível. Estas, por sua vez, afectam o nível dos 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 na área do euro são outros princípios importantes do quadro operacional. As instituições de crédito deverão ser tratados com base em princípios de igualdade, independentemente da sua dimensão e da sua 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.

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.

Além disso, o quadro operacional deverá aplicar os princípios de simplicidade, transparência, continuidade, segurança e eficiência de custos. A simplicidade e a transparência asseguram que as intenções subjacentes às operações de política monetária são compreendidas correctamente. O objectivo do princípio de continuidade é evitar grandes alterações 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 se mantenham mínimos, enquanto a eficiência de custos significa a manutenção num nível baixo dos custos operacionais decorrentes do quadro operacional, quer para o Eurosistema quer para as respectivas contrapartes.

## 4.2 Análise geral do quadro operacional do Eurosistema<sup>2</sup>

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. O mais importante é o grupo de operações de mercado aberto. Este termo é utilizado para operações executadas por iniciativa dos bancos centrais, geralmente no mercado monetário. Como se descreve na Secção 2.5, “mercado monetário” refere-se ao mercado no qual a maturidade das transacções é geralmente inferior a um ano. As operações de mercado aberto desempenham um papel importante na orientação das taxas de juro, na sinalização da orientação da política monetária e na gestão da situação de liquidez no mercado monetário.

As operações principais de refinanciamento 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. Estas são operações em que os bancos centrais compram activos ao abrigo de um acordo de reporte ou concedem empréstimos contra activos dados em garantia (ver Caixa 4.2). As operações reversíveis são, portanto, operações de mercado aberto temporárias, que cedem fundos apenas durante um período limitado, previamente especificado. Nas operações principais de refinanciamento são cedidos fundos durante um período de duas semanas, os quais fornecem a maior parte da liquidez ao sistema bancário. A taxa de juro aplicável a estas operações é a taxa de política mais importante do Eurosistema. As operações principais de refinanciamento são descritas em maior pormenor na Secção 4.3.

Com o objectivo de controlar as taxas de juro de curto prazo no mercado monetário e, em particular, restringir a sua volatilidade, o Eurosistema proporciona também facilidade permanente às suas contrapartes. As facilidades permanentes, denominadas facilidade permanente de cedência de liquidez e facilidade permanente de depósito, encontram-se disponíveis para as contrapartes, por iniciativa destas. A facilidade permanente de cedência de liquidez consiste na concessão de empréstimos pelo prazo *overnight* pelos bancos centrais contra activos elegíveis a uma taxa de juro previamente fixada. A taxa de juro destes empréstimos pelo prazo *overnight* é em geral substancialmente mais elevada do que a taxa de mercado correspondente. Como resultado, as instituições de crédito apenas utilizam a facilidade permanente de cedência de liquidez a fim de obter fundos como último recurso. Dado que o acesso à facilidade permanente de cedência de liquidez é apenas limitado pelo montante da garantia disponível, a taxa de juro da facilidade proporciona normalmente um limite máximo para a taxa de juro *overnight* no mercado monetário. A facilidade permanente de depósito, pelo contrário, permite aos bancos efectuar depósitos pelo prazo

Operações de mercado aberto

Operações principais de refinanciamento

Operações reversíveis

Facilidades permanentes

2 A principal descrição do quadro operacional do Eurosistema encontra-se na publicação do BCE intitulada “A política monetária única na Terceira Fase: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema”.

*overnight* junto do banco central a uma taxa de juro pré-determinada. A taxa de juro destes depósitos pelo prazo *overnight* é em geral substancialmente inferior à taxa de mercado correspondente. Assim, as contrapartes apenas efectuam depósitos pelo prazo *overnight* junto do Eurosistema se não puderem utilizar os seus fundos de qualquer outra forma. Da mesma forma que a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez estabelece um limite máximo, a taxa de juro da facilidade permanente de depósito estabelece um limite mínimo para a taxa de juro *overnight* do mercado monetário. Estes instrumentos são examinados em maior pormenor na Secção 4.5.

#### Quadro 4.1 Operações de mercado aberto e facilidades permanentes do Eurosistema

Operações de política monetária	Tipos de transacções <sup>1)</sup>		Prazo	Frequência
	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez		
<b>OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO</b>				
Operações principais de refinanciamento	• Operações reversíveis	–	• Duas semanas	• 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 • 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
<b>FACILIDADES PERMANENTES</b>				
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 Caixa 4.2 para uma descrição dos tipos de transacções de mercado aberto.

## Contrapartes e garantias

### I Contrapartes

O quadro da política monetária do Eurosistema é formulado com o objectivo de assegurar a participação de um vasto leque de contrapartes. As contrapartes das operações de política monetária do Eurosistema devem preencher determinados critérios de elegibilidade, que são definidos tendo em vista garantir igualdade de tratamento entre as instituições em toda a área do euro e assegurar que as contrapartes preencham determinados requisitos operacionais e prudenciais. Os critérios gerais de elegibilidade são uniformes em toda a área do euro.

São elegíveis como contrapartes as instituições de crédito sujeitas ao sistema 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 2000, existiam 7 521 instituições de crédito localizadas na área do euro. Porém, apenas 2 542 preenchiam os critérios operacionais para participação em operações de mercado aberto. 3 059 e 3 599 instituições preenchiam os critérios operacionais de acesso à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito, respectivamente. Não obstante, o número de contrapartes que participam de facto em operações de mercado aberto é normalmente muito inferior ao número de contrapartes elegíveis. Em 1999 e 2000, o número total de contrapartes que participaram nos leilões em operações principais de refinanciamento flutuou entre 400 e 600. Durante o mesmo período, o número habitual de contrapartes que participaram nas operações de refinanciamento de prazo alargado registou uma descida entre 200 e 300.

As instituições de crédito que preenchem os critérios gerais de elegibilidade podem aceder às facilidades permanentes do Eurosistema e participar nas operações de mercado aberto do Eurosistema efectuadas sob a forma de leilões normais através do BCN do Estado-membro no qual estão estabelecidas. Se a instituição (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 apenas podem 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 à cuidadosa preparação e aos eficientes sistemas de informação. 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 artigo 18.º 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. Tal 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 subjacentes 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 que 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.

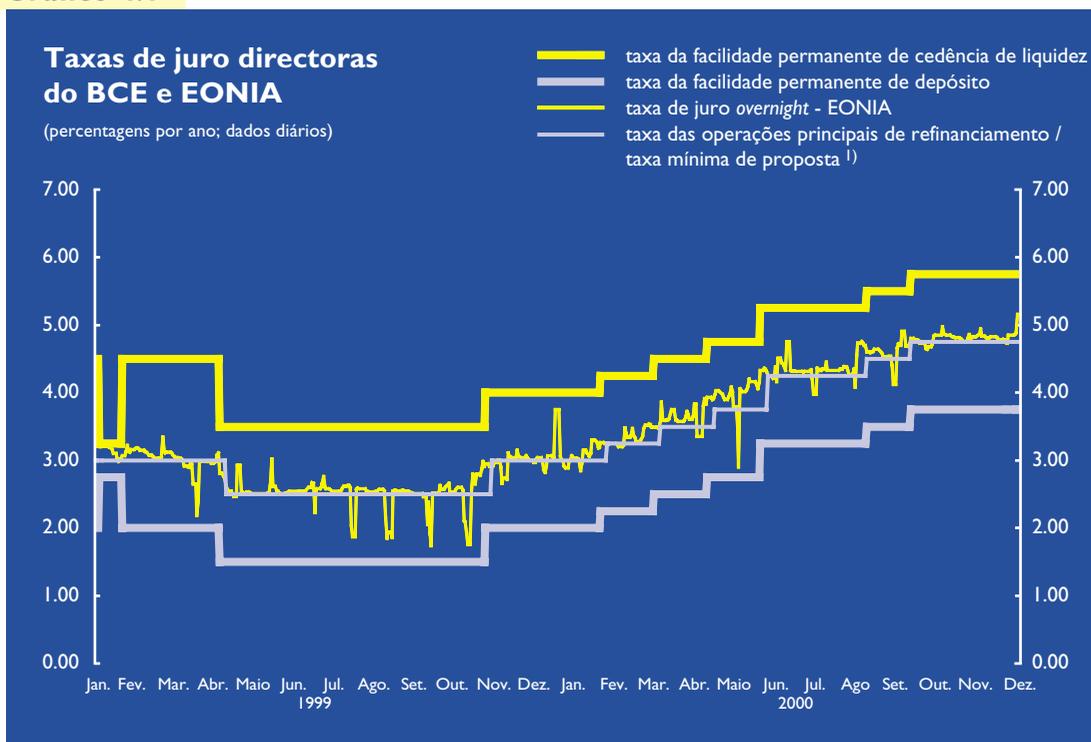
Devido às diferenças na estrutura financeira entre os Estados-membros, é efectuada uma distinção – essencialmente para efeitos internos do Eurosistema – entre duas categorias de activos elegíveis para operações de política monetária. Estas duas categorias de activos são designadas por “Lista 1” e “Lista 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 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 noutro 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.

**Gráfico 4.1**



- 1) Em 8 de Junho de 2000, o BCE anunciou que, a partir da operação a ser liquidada em 28 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento seriam realizadas sob a forma de leilões de taxa variável. A taxa mínima de proposta refere-se à taxa de juro mínima à qual as contrapartes poderão apresentar as suas propostas. Até 28 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento eram realizadas sob a forma de leilões de taxa fixa (ver Secção 4.3).

Corredor de taxas de juro das facilidades permanentes

Ao estabelecer as taxas das facilidades permanentes, o Conselho do BCE determina o corredor dentro do qual poderá flutuar a taxa de juro *overnight* do mercado monetário. O Gráfico 4.1, que mostra a evolução das taxas directoras do BCE desde o início da Terceira Fase da UEM, 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 monetário (EONIA)<sup>3</sup>.

- 3 A taxa de juro *overnight* média do euro (EONIA) é divulgada pela European Banking Federation (EBF). É uma média ponderada de todos os empréstimos *overnight* sem garantia efectuados por um painel dos bancos mais activos no mercado monetário.

Como se pode verificar no Gráfico 4.1, a EONIA tem-se situado próximo da taxa das operações principais de refinanciamento, ilustrando desta forma a importância destas operações como instrumento principal de política monetária do Eurosistema. As flutuações na EONIA verificadas no gráfico reflectem em larga medida condições de liquidez temporariamente restritivas ou amplas no mercado monetário (ver Secção 4.4). O Gráfico 4.1 mostra também que a EONIA revela um padrão de perturbações ocasionais. Estas duas características da EONIA estão relacionadas com o sistema de reservas mínimas do Eurosistema, que é explicado em maior pormenor na Secção 4.4. Por último, a diferença entre as taxas da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito, bem como as diferenças entre as taxas das facilidades permanentes e a taxa das operações principais de refinanciamento foram mantidas inalteradas entre Abril de 1999 e Dezembro de 2000. Porém, como se pode observar no Gráfico 4.1, as diferenças entre as taxas de juro das duas facilidades permanentes podem variar, e o corredor definido pelas taxas das facilidades permanentes tem sido ocasionalmente assimétrico relativamente à taxa de juro das operações principais de refinanciamento.

### 4.3 Operações de mercado aberto

As operações de mercado aberto do Eurosistema podem subdividir-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 4.2).

#### *Operações principais de refinanciamento*

Como se mencionou acima, as operações principais de refinanciamento são as operações de mercado aberto mais importantes conduzidas pelo Eurosistema e desempenham um papel essencial na orientação das taxas de juro, na gestão da situação de liquidez do mercado e na sinalização da orientação da política monetária. Proporcionam também o maior volume de liquidez ao sistema bancário. As operações principais de refinanciamento são realizadas de forma descentralizada pelos BCN.

As operações principais de refinanciamento são operações de cedência de liquidez, conduzidas com uma frequência semanal e um prazo de duas semanas. Estas operações são efectuadas através de leilões normais. No contexto do quadro operacional do Eurosistema, “normal” indica operações de leilão conduzidas de acordo com um calendário pré-anunciado e realizadas num período de 24 horas, contado desde o anúncio do leilão até à comunicação dos resultados. Todas as contrapartes que preenchem 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).

O Eurosistema pode realizar os seus leilões sob a forma de leilões de taxa fixa ou de taxa variável. No primeiro caso, a taxa de juro é previamente especificada 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

EONIA, taxas  
directoras do BCE e  
sistema de reservas  
mínimas

Quatro categorias de  
operações de  
mercado aberto

Funções das  
operações principais  
de refinanciamento

Leilões normais

Leilões de taxa fixa e  
de taxa variável

proposta para os leilões de taxa variável, a fim de sinalizar 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 proporcional 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 pelas propostas com as taxas de juro sucessivamente mais baixas, até que o montante total de liquidez a colocar se esgote. À taxa aceite mais baixa, a “taxa de colocação marginal”, as propostas são satisfeitas proporcionalmente, de acordo com a decisão do BCE quanto ao montante total de liquidez a colocar.

Uma outra distinção é aplicável aos leilões de taxa variável. Nos leilões conduzidos através de um procedimento de “taxa única”, a taxa de colocação marginal é aplicada a todas as propostas satisfeitas. Pelo contrário, se for adoptado um procedimento de “taxa múltipla”, a taxa de juro de colocação é igual à taxa de juro oferecida para o montante de cada proposta individual.

Entre o início de 1999 e Junho de 2000, o Eurosistema conduziu as suas operações principais de refinanciamento sob a forma de leilões de taxa fixa. A partir de 27 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento foram conduzidas sob a forma 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 (ver Gráfico 4.1). Este diferencial, por seu lado, deveu-se em grande parte às expectativas de mercado de novos aumentos nas taxas de juro directoras do BCE, em especial na Primavera de 2000. O diferencial entre as taxas de mercado e a taxa principal de refinanciamento do BCE tornou muito atractivo para os bancos a obtenção de fundos do banco central, levando estes a apresentar propostas muito elevadas. Num leilão de taxa variável, pelo contrário, os bancos não têm incentivo para sobrelicitar, uma vez que apenas pagariam um preço mais elevado caso pretendessem obter mais liquidez.

Depois da passagem 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*

Além das operações principais de refinanciamento semanais, o Eurosistema executa também operações de refinanciamento de prazo alargado mensais com prazo de três meses. Estas operações destinam-se a ceder liquidez a mais longo prazo ao sistema bancário, o que é considerado útil a fim de evitar que toda a liquidez no mercado monetário tenha de ser renovada 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

Procedimentos de taxa única e de taxa múltipla

Utilização dos procedimentos de leilão em 1999 e 2000

Publicação de necessidades de liquidez

Operações de refinanciamento de prazo alargado

refinanciamento de prazo alargado são conduzidas através de leilões normais, de forma descentralizada, podendo nelas participar todas as contrapartes que preenchem 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 têm sido designadas de uma forma que assegura 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 realizadas sob a forma de leilões de taxa variável, com volumes de colocação pré-anunciados. O Conselho do BCE indica com antecedência o volume a colocar nos leilões seguintes e procura satisfazer apenas parte das necessidades totais de liquidez do sistema bancário através destas operações.

Em média, as operações de prazo alargado representaram 26% do saldo das operações de mercado aberto em 1999 e 2000. Nos dois primeiros meses de 1999, as operações de refinanciamento de prazo alargado foram conduzidas sob a forma de leilões de taxa variável, utilizando um procedimento de taxa única. Depois de Março de 1999, aquelas operações foram conduzidas sob a forma de leilões de taxa variável, utilizando um procedimento de taxa múltipla.

#### *Operações ocasionais de regularização*

O Eurosistema pode também realizar operações de mercado aberto numa base *ad hoc*, ou seja, operações ocasionais de regularização. A frequência e maturidade destas operações não são normalizadas. 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 particular para regularizar os efeitos sobre as taxas de juro de flutuações de liquidez inesperadas no mercado monetário. As operações ocasionais de regularização podem tomar a forma de operações reversíveis, transacções definitivas, *swaps* cambiais e constituição de depósitos a prazo fixo, as quais se encontram descritas na Caixa 4.2. Até ao final de 2000, o Eurosistema tinha conduzido apenas duas operações ocasionais de regularização.

Tendo em vista este objectivo, as operações ocasionais de regularização são normalmente realizadas através de leilões “rápidos”. Estes são executados no prazo de uma hora desde o seu anúncio até à certificação 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 um pequeno número de contrapartes sem recorrer a leilão.

A potencial necessidade de acção rápida em caso de evoluções de mercado inesperadas torna desejável que o Eurosistema disponha de 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 se, em circunstâncias excepcionais, as operações ocasionais de regularização bilaterais podem ser realizadas pelo BCE. Por motivos operacionais, apenas um número limitado de contrapartes seleccionadas pode participar nas operações ocasionais de regularização.

Eurosistema como “tomador de taxa”

Cedência de liquidez adicional

Operações ocasionais de regularização

Leilões rápidos e procedimentos bilaterais

Elevado grau de flexibilidade

### Operações estruturais

O quadro operacional permite também ao Eurosistema a possibilidade de conduzir “operações estruturais”. Estas operações destinam-se a ajustar a posição de liquidez estrutural do Eurosistema face ao sistema financeiro, ou seja, o montante de liquidez no mercado a 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 4.2). Até ao final de 2000, o Eurosistema não tinha conduzido qualquer operação estrutural. 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 executadas sob a forma de leilões normais e o seu prazo não deve ser normalizado.

## Caixa 4.2

### Tipos de transacções de mercado aberto

As operações reversíveis são o principal instrumento de mercado aberto do Eurosistema e podem ser utilizadas para todos os tipos de operações de mercado aberto de cedência de liquidez. O Eurosistema dispõe de três outros instrumentos para a condução de operações ocasionais de regularização: transacções definitivas, *swaps* cambiais e constituição de depósitos a prazo fixo. Por último, para 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 reversíveis são também utilizadas para operações principais de refinanciamento e operações de refinanciamento de prazo alargado. Além disso, o Eurosistema efectua também operações estruturais e operações ocasionais de regularização 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 ao juro devido sobre o montante pedido do empréstimo ou do crédito ao longo do prazo da operação, ou seja, o preço de recompra inclui o juro a pagar. A taxa de juro de uma operação reversível sob a forma de empréstimo com garantia é determinada pela

aplicação da taxa de juro específica ao montante do crédito ao longo do prazo da operação.

#### 2 Transacções definitivas

As transacções definitivas de mercado aberto consistem em operações nas quais o Eurosistema compra ou vende no mercado, a título definitivo, activos elegíveis. As transacções definitivas de mercado aberto são executadas apenas para efeitos estruturais e de regularização.

#### 3 Swaps cambiais

Os *swaps* cambiais executados para fins de política monetária consistem na realização simultânea de duas transacções, à vista e a prazo, de euro contra moeda estrangeira. Podem ser utilizados para efeitos de regularização, com o principal objectivo de gerir a situação de liquidez no mercado e de controlar as taxas de juro.

#### 4 Constituição de depósitos a prazo fixo

O Eurosistema pode convidar as contrapartes a constituírem depósitos a prazo fixo, remunerados, junto dos BCN dos Estados-membros onde a contraparte se encontra estabelecida. A constituição de depósitos a prazo fixo está prevista apenas para efeitos de regularização, 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 ajustar a posição estrutural do Eurosistema face ao sector financeiro, com vista à criação ou ao aumento de escassez de liquidez no mercado.

As operações estruturais podem ser realizadas de forma descentralizada e todas as contrapartes que preenchem os critérios gerais de elegibilidade podem ser autorizadas a participar.

#### 4.4 Reservas mínimas

##### Descrição do sistema

O BCE exige que as instituições de crédito mantenham reservas obrigatórias em contas abertas nos BCN: as chamadas reservas “mínimas” ou “obrigatórias”<sup>4</sup>. O montante de reservas obrigatórias 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 aos elementos do seu balanço. O Quadro 4.2 mostra as principais responsabilidades incluídas na base de incidência.

É de salientar que as responsabilidades para com outras instituições de crédito incluídas na lista de instituições sujeitas ao sistema de reservas mínimas do Eurosistema e as responsabilidades para com o BCE e os BCN não são incluídas na base de incidência.

Reservas obrigatórias e base de incidência

##### Responsabilidades das instituições de crédito incluídas na base de incidência (níveis de existências no final de Dezembro de 2000; EUR mil milhões)

#### Quadro 4.2

##### (A) Responsabilidades às quais é aplicado um rácio de reserva positivo

Depósitos (incluindo depósitos à ordem, depósitos a prazo até dois anos e depósitos com pré-aviso até dois anos)	5 711
Títulos de dívida com prazo até dois anos	137
Títulos do mercado monetário	187
<b>Total (A)</b>	<b>6 035</b>

##### (B) Responsabilidades às quais é aplicado 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)	1 274
Títulos de dívida com prazo superior a dois anos	2 234
Acordos de reporte	528
<b>Total (B)</b>	<b>4 036</b>
<b>Total da base de incidência (A)+(B)</b>	<b>10 071</b>

<sup>4</sup> O quadro legal do sistema de reservas mínimas do Eurosistema tem por base o artigo 19.º dos Estatutos do SEBC. Os pormenores do sistema de reservas mínimas encontram-se em diversa legislação, 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.

Rácio de reserva
Dedução fixa
Cláusulas de média e período de constituição de reservas
Remuneração das reservas obrigatórias
Cálculo das reservas obrigatórias

A fim de determinar as reservas obrigatórias de uma instituição, a base de incidência é multiplicada pelo 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 sobre os balanços das instituições de crédito está sujeita a um rácio de reservas 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.

Como se indicou acima, as reservas obrigatórias para cada instituição são calculadas por aplicação dos rácios de reserva à base de incidência. As instituições podem aplicar uma dedução fixa uniforme às suas reservas obrigatórias. No início da Terceira Fase da UEM as instituições foram autorizadas a deduzir €100 000. Esta dedução destina-se a diminuir os custos administrativos decorrentes da gestão de reservas obrigatórias muito reduzidas.

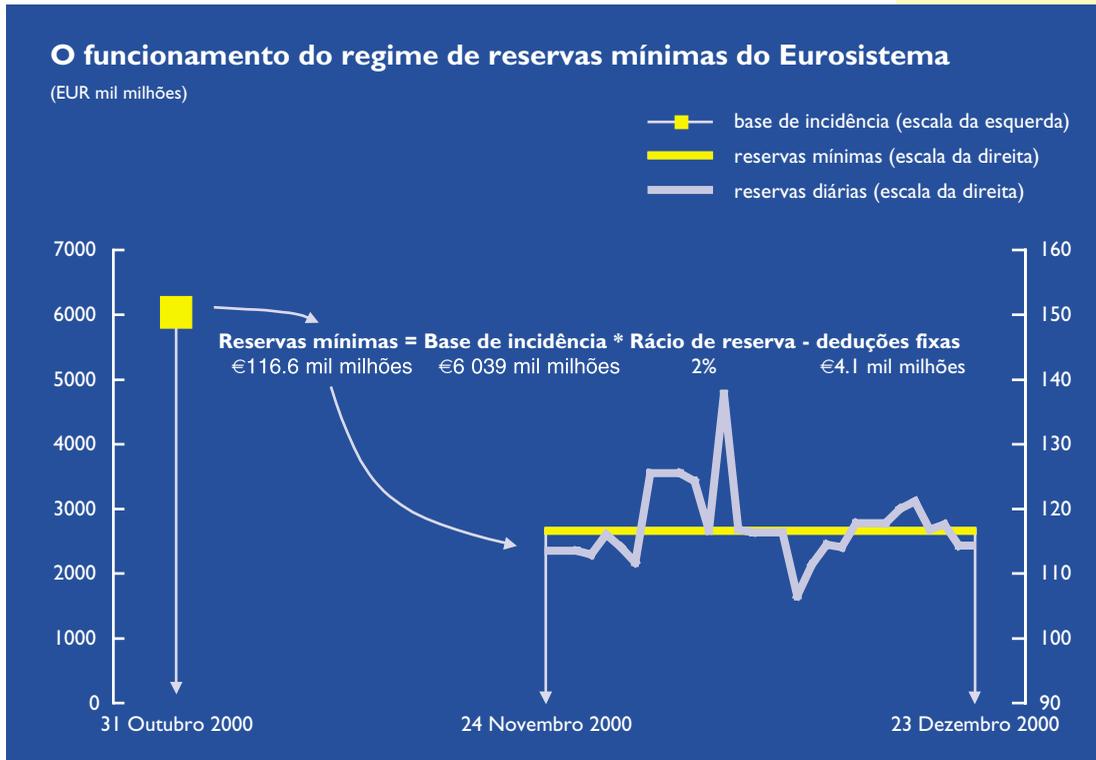
A fim de cumprir as reservas obrigatórias, as instituições de crédito devem deter saldos nas contas correntes abertas nos BCN. A este respeito, o regime de reservas mínimas do Eurosistema permite que as contrapartes utilizem cláusulas de média. Isso significa que o cumprimento das reservas obrigatórias é determinado com base na média de valores diários das contas de reserva detidas pelas contrapartes ao longo de um período de constituição de reservas de um mês. Os períodos de constituição de reservas têm início no dia 24 de cada mês e terminam no dia 23 do mês seguinte.

O Eurosistema pretendeu assegurar que o sistema de reservas mínimas não constituísse um fardo para o sistema bancário na área do euro, nem prejudicasse a afectação eficiente de recursos. Por esta razão, as reservas obrigatórias detidas por instituições de crédito são remuneradas. A remuneração corresponde à média, durante o período de constituição, da taxa marginal (ponderada de acordo com o número de dias de calendário) das operações principais de refinanciamento. Esta taxa situa-se, portanto, muito próximo das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário.

O Gráfico 4.2 mostra um exemplo do cálculo das reservas obrigatórias do Eurosistema para o período de constituição de reservas de 24 de Novembro a 23 de Dezembro de 2000. Neste exemplo, a base de incidência das instituições de crédito é determinada pelas responsabilidades obtidas dos seus balanços em 31 de Outubro de 2000. Aplicando o rácio de reserva de 2% à base de incidência relevante e deduzindo a dedução fixa, são determinadas as reservas obrigatórias para o período de constituição iniciado em 24 de Novembro e terminado em 23 de Dezembro. A linha azul no Gráfico 4.2 indica a forma como as cláusulas de média funcionam no regime de reservas mínimas do Eurosistema. As contas correntes detidas pelas instituições de crédito podem flutuar livremente em torno das reservas obrigatórias, mas as contas correntes médias devem corresponder, pelo menos, às reservas obrigatórias durante todo o período de constituição de reservas. No exemplo, as contas correntes médias detidas pelas instituições de crédito junto do Eurosistema ascendem a €117.2 mil milhões, implicando reservas de €0.6 mil milhões em excesso das reservas obrigatórias de €116.6 mil milhões.

### Funções

A primeira função primordial do sistema de reservas mínimas é a estabilização das taxas de juro do mercado monetário. Esta função é desempenhada pela



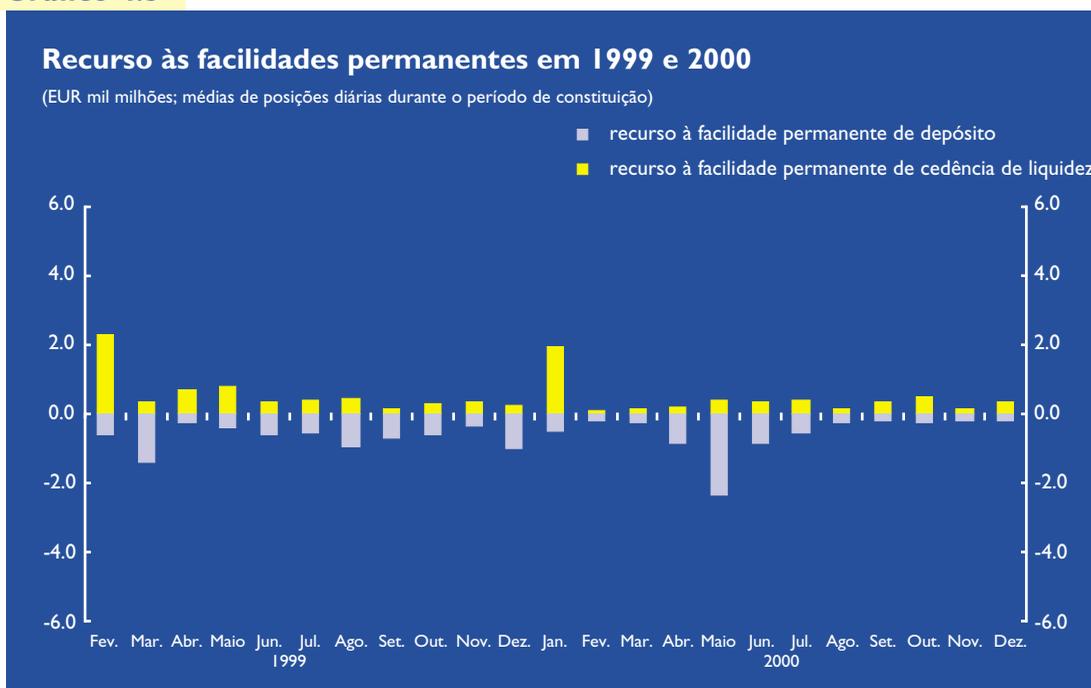
Fonte: BCE.

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 notas), uma vez que os desequilíbrios de reservas transitórios podem ser compensados por desequilíbrios de reservas opostos dentro do mesmo período de constituição. A cláusula de média implica também que as instituições podem aproveitar para emprestar no mercado e registar um défice de reservas sempre que as taxas mais curtas do mercado monetário ultrapassem as taxas esperadas para o resto do período de constituição. No cenário oposto, podem pedir empréstimos no mercado e registar um excesso de reservas. Em teoria, esta “arbitragem intertemporal” deverá assegurar a igualdade ao longo do período de constituição entre o nível verificado e o nível esperado das taxas mais curtas do mercado monetário no final do período de constituição de reservas. Este mecanismo estabiliza a taxa de juro *overnight* durante o período de constituição 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 constituição. 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 no final de cada período de constituição, como se pode verificar no Gráfico 4.1.

Uma segunda função importante atribuída ao regime de reservas mínimas é o alargamento da escassez de liquidez estrutural do sistema bancário. A necessidade das instituições de crédito deterem reservas junto dos BCN contribui para um

Estabilização das  
taxas de juro do  
mercado monetário

### Gráfico 4.3



Fonte: BCE.

Nota: O eixo do x refere-se ao mês em que terminou um período de constituição (note-se que o primeiro período de constituição só terminou em Fevereiro de 1999).

Alargamento da escassez de liquidez estrutural

Facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez

Importantes em circunstâncias excepcionais...

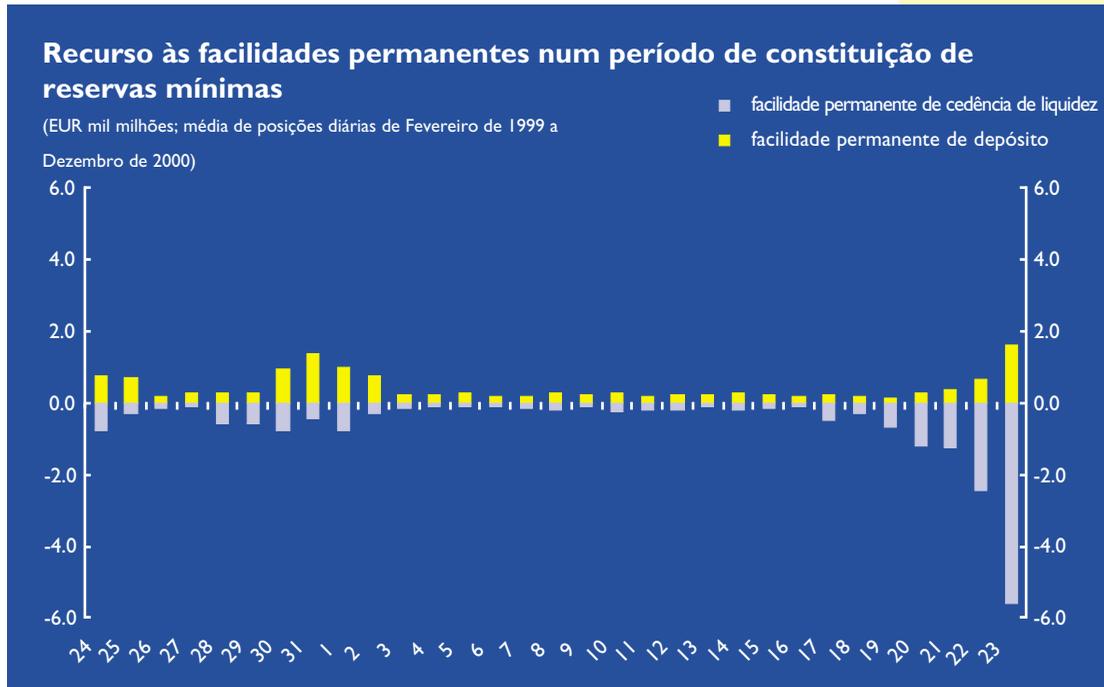
aumento na procura de refinanciamento do banco central, o que, por seu lado, torna mais fácil para o BCE a orientação das taxas do mercado monetário através de operações regulares de cedência de liquidez.

#### 4.5 Facilidades permanentes

Como se mencionou acima, 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 significativamente reduzido devido às taxas 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 em 1999 e 2000 que, em geral, se situou abaixo de €1 000 milhões, revelando que o seu único objectivo é a cedência e absorção de liquidez em circunstâncias excepcionais. A introdução do euro no início de 1999 e a transição para o ano 2000 constituíram exemplos dessas circunstâncias excepcionais e explicam o nível relativamente elevado do recurso à facilidade permanente de cedência de liquidez nos períodos de constituição de reservas que terminaram em Fevereiro de 1999 e em Janeiro de 2000, respectivamente<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> O primeiro período de constituição de reservas foi mais longo do que o normal, decorrendo entre 1 de Janeiro de 1999 e 23 de Fevereiro de 1999.



Fonte: BCE.

O Gráfico 4.4 reflecte o padrão típico de recurso às facilidades permanentes dentro de um período de constituição de reservas. Como se pode observar no gráfico, a utilização das facilidades permanentes é maior no final do período de constituição de reservas<sup>6</sup>. Tal deve-se ao mecanismo de cláusulas de média do sistema de reservas mínimas, que permite às instituições de crédito registar défices e excedentes de liquidez diários e antecipar o cumprimento das reservas obrigatórias ou adiá-lo para o final do período de constituição de reservas. As reservas tornam-se obrigatórias apenas no último dia do período de constituição, quando os défices ou os excedentes de liquidez deixam de poder ser compensados por desequilíbrios opostos dentro do mesmo período de constituição de reservas.

#### 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, assinalar as intenções de política monetária e gerir a liquidez no mercado monetário. O sistema bancário da área do euro – devido à sua necessidade de notas e à obrigação de cumprir as reservas obrigatórias, 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

...e no final do período de constituição de reservas

Eurosistema como cedente de liquidez

<sup>6</sup> O Gráfico 4.4 reflecte também um nível relativamente elevado de recurso à facilidade próximo do final do mês. Porém, este resultado é bastante influenciado pelas circunstâncias especiais que ocorreram durante a transição para o ano 2000.

Balço consolidado do Eurosistema

Activo

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

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

O activo inclui três rubricas principais de cedência de liquidez: “refinanciamento das instituições de crédito”, “facilidade permanente de cedência de liquidez” e “disponibilidades 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 de prazo alargado. As operações ocasionais de regularização e as operações estruturais de cedência de liquidez deveriam ser também incluídas nesta rubrica. A “facilidade permanente de cedência de liquidez”

**Quadro 4.3**

**Estrutura do balanço do banco central**

**Um balanço normalizado do banco central:**

<b>ACTIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
Refinanciamento a instituições de crédito	Contas correntes detidas por instituições de crédito (reservas)
Facilidade perm. de cedência de liquidez	Facilidade permanente de depósito
Dispon. líquidas sobre o exterior	Notas em circulação
	Depósitos do Estado
	Outros factores (líquido)

**Pode ser reorganizado da seguinte forma:**

**CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ ATRAVÉS DE OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA**  
 “refinanciamento a instituições de crédito”  
 mais “facilidade permanente de cedência de liquidez”  
 menos “facilidade permanente de depósito”

**igual a**

**FACTORES AUTÓNOMOS**  
 “notas em circulação”  
 mais “depósitos do Estado”  
 menos “disponibilidades líquidas sobre o exterior”  
 mais “outros factores (líquido)”

**mais**

**RESERVAS**  
 “contas correntes detidas por instituições de crédito”

refere-se ao crédito cedido pelo banco central pelo prazo *overnight* às instituições de crédito com recurso a esta facilidade. As “disponibilidades sobre o exterior” referem-se a moeda estrangeira detida pelo banco central, líquida de quaisquer responsabilidades do banco central denominadas em moeda estrangeira.

O passivo inclui cinco rubricas principais: “contas à ordem detidas por instituições de crédito”, “facilidade permanente de depósito”, “circulação monetária”, “depósitos do Estado” 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 obrigatórias (também referidas apenas como “reservas”). A “facilidade permanente de depósito” refere-se ao total do recurso, pelo prazo *overnight*, a esta facilidade permanente. “Circulação monetária” indica a quantidade de notas colocadas em circulação pelo banco central a pedido das instituições de crédito. Esta é geralmente a maior rubrica do passivo. “Depósitos do Estado” 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.

De um ponto de vista contabilístico, os montantes do activo e do passivo total devem ser sempre iguais. A fim de compreender a forma como um banco central opera, é conveniente separar o balanço em três elementos, como se indica nos três painéis inferiores do Quadro 4.3. Como se verifica no quadro, o montante líquido de liquidez actualmente cedida pelo banco central às instituições de crédito é a soma de dois elementos. O primeiro elemento é constituído pelos “factores autónomos” (a soma de “circulação monetária” mais “depósitos do Estado” menos “responsabilidades líquidas sobre o exterior” mais “outros factores (líquidos)”, que é o efeito líquido das restantes rubricas do balanço que afectam a liquidez do mercado monetário). Estes factores influenciam a liquidez do sistema bancário e são denominados “autónomos” na gíria do banco central, dado que não resultam normalmente da utilização de instrumentos de política monetária<sup>7</sup>. 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 “reservas” é igual à cedência de liquidez através de operações de política monetária (soma do “refinanciamento às instituições de crédito” mais “facilidade permanente de cedência de liquidez” menos “facilidade permanente de depósito”).

Quanto à análise esquemática do balanço do próprio Eurosistema, o Quadro 4.4 mostra os contributos das principais rubricas para a liquidez do sistema bancário entre 24 de Novembro e 23 de Dezembro de 2000. 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, apenas têm normalmente um impacto menor sobre a liquidez do sistema bancário.

A segunda parte do Quadro 4.4. mostra os “factores autónomos”. O efeito de absorção de liquidez dos factores autónomos é principalmente gerado pela

<sup>7</sup> Alguns dos factores autónomos não se encontram sob o controlo das autoridades monetárias (“circulação monetária” e “depósitos do Estado”). Outros factores, tais como “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).

Passivo

Cedência e procura de liquidez

Contributos das principais rubricas

Factores autónomos

**Quadro 4.4****Contribuições para a liquidez do sistema bancário**

(EUR mil milhões; existências médias diárias de 24 de Novembro a 23 de Dezembro de 2000)

	<b>Cedência de liquidez (activo)</b>	<b>Absorção de liquidez (passivo)</b>	<b>Contribuição líquida</b>
<b>Operações de política monetária do Eurosistema</b>			
Oper. principais de refinanciamento	210.4	–	+ 210.4
Operações de refinanciamento de prazo alargado	45.0	–	+ 45.0
Facilidades permanentes	0.4	0.4	+ 0.0
Outras operações <sup>1)</sup>	0.0	0.0	0.0
<b>TOTAL (a)</b>	<b>255.7</b>	<b>0.4</b>	<b>255.4</b>
<b>Factores autónomos que afectam a liquidez do sistema bancário</b>			
Notas em circulação	–	360.4	- 360.4
Depósitos do Estado no Eurosistema	–	61.1	- 61.1
Dispo. líquidas sobre o exterior	394.4	–	+ 394.4
Outros factores (líquido)	–	111.1	- 111.1
<b>TOTAL (b)</b>	<b>394.4</b>	<b>532.6</b>	<b>- 138.2</b>
<b>Reservas = Contas correntes detidas por instituições de crédito no Eurosistema</b>			
Reservas mínimas (c)			116.6
Reservas excedentárias (d)			0.6
<b>TOTAL (a)+(b) = (c)+(d)</b>			<b>117.2</b>

Fonte: BCE.

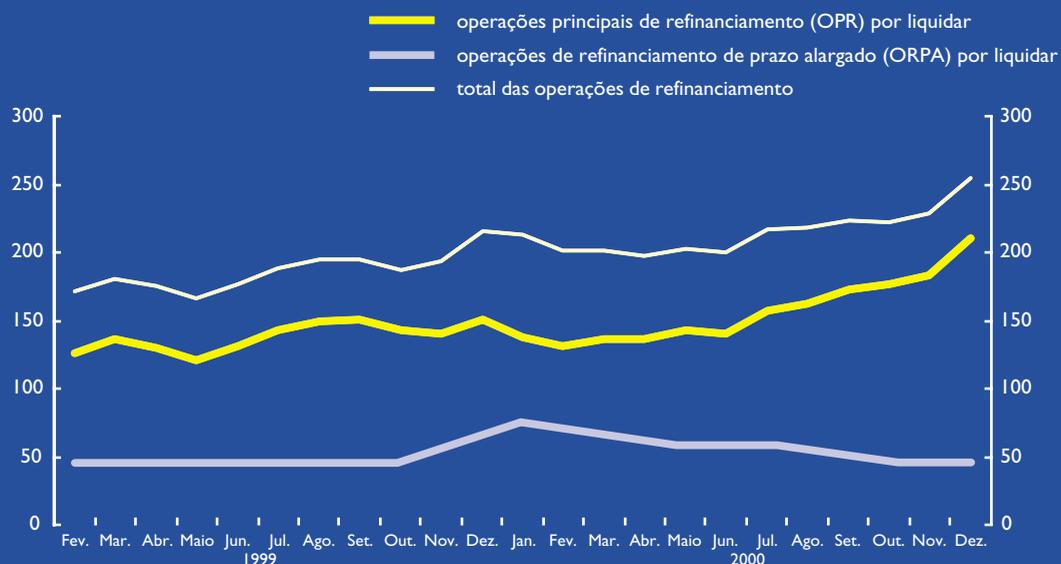
1) Exclui operações definitivas, bem como a emissão de certificados de dívida pelos BCN na Segunda Fase da UEM e por liquidar durante o período considerado no quadro.

circulação monetária e pelos depósitos do Estado no Eurosistema. A circulação monetária absorve a liquidez do sistema bancário visto que tem de ser obtida 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 os activos líquidos sobre o exterior detidos pelo Eurosistema. As aquisições de activos sobre o exterior pelo Eurosistema injectam liquidez no sistema bancário e reduzem a necessidade de realização de operações de política monetária de cedência de liquidez. As reservas obrigatórias têm um efeito de absorção de liquidez que tem uma dimensão idêntica à de todos os factores autónomos no seu conjunto. A diferença entre as contas à ordem detidas por instituições de crédito no Eurosistema e as reservas obrigatórias constitui as “reservas excedentárias”.

**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 constituição)

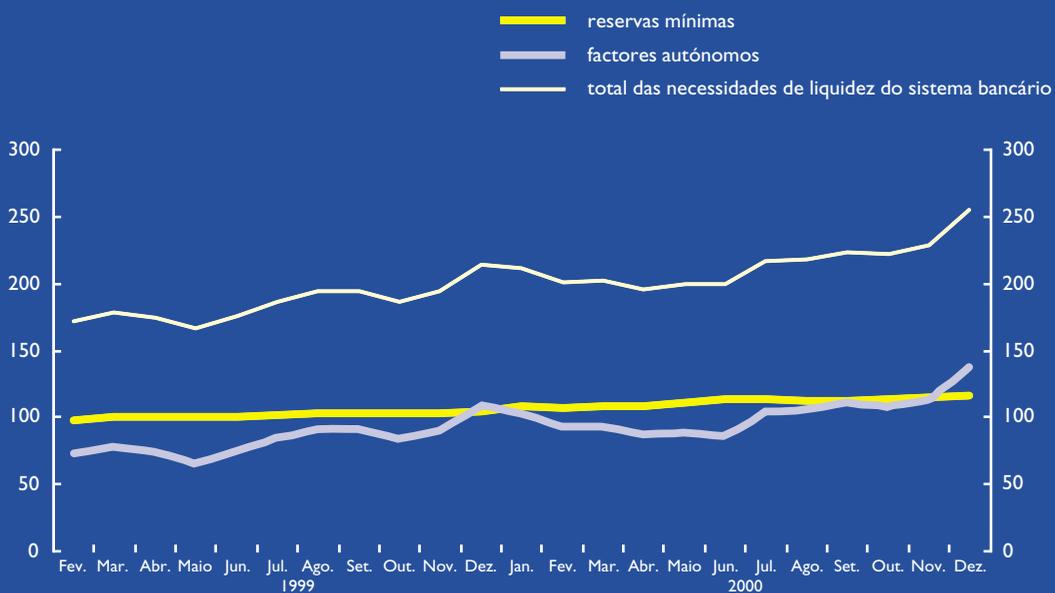


Fonte: BCE.

**Gráfico 4.6**

### Reservas mínimas e factores autónomos

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



Fonte: BCE.

Importância relativa dos factores de cedência de liquidez

Importância relativa dos factores de absorção de liquidez

Baixa volatilidade das taxas de juro de curto prazo

Clara sinalização da orientação da política monetária

Quadro operacional flexível

Os Gráficos 4.5 e 4.6 mostram a forma como os factores de cedência de liquidez e de absorção de liquidez se desenvolveram em 1999 e 2000. O Gráfico 4.5 mostra que grande parte da liquidez foi cedida através das operações 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, esta liquidez oscilou entre € 45 mil milhões e € 75 mil milhões ao longo do período em análise.

O Gráfico 4.6 mostra a evolução dos dois principais factores que criam um défice de liquidez estrutural no sistema bancário. As reservas obrigatórias têm geralmente representado mais de metade das necessidades de liquidez totais do sistema bancário. O efeito de absorção de liquidez total dos factores autónomos aumentou ao longo do tempo, atingindo quase o mesmo nível das reservas obrigatórias no final do período em análise.

#### 4.7 Experiência em 1999 e 2000

O quadro operacional do Eurosistema tem funcionado bem desde o início de 1999. O quadro operacional permitiu ao BCE orientar as condições de liquidez e as taxas de juro de curto prazo de forma regular. A volatilidade das taxas de juro de curto prazo no mercado monetário da área do euro manteve-se mais baixa do que em praticamente qualquer outro mercado monetário nos primeiros dois anos da Terceira Fase da UEM. Esta baixa volatilidade das taxas de curto prazo do mercado monetário foi alcançada quase sem qualquer recurso a operações ocasionais de regularização, ou seja, apenas com uma combinação de um sistema de reservas mínimas com um procedimento de cláusulas de média e operações de mercado aberto semanais. Condições de mercado monetário estáveis são úteis para a transmissão eficiente da política monetária à economia, reflectindo, além disso, um elevado grau de credibilidade das capacidades operacionais e de gestão de liquidez do banco central.

A condução de operações de leilão de taxa fixa nas operações principais de refinanciamento até Junho de 2000 facilitou a clara sinalização da orientação da política monetária. Esta avaliação positiva quanto à clara sinalização é também válida para o procedimento de leilão de taxa variável com uma taxa mínima de proposta aplicado a partir de Junho de 2000. Este sistema funcionou 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 leilões semanais a duas semanas e leilões mensais a três meses – cumpriu os objectivos quer de cedência de liquidez a prazo mais longo às instituições de crédito, quer providenciando ao Eurosistema flexibilidade suficiente para orientar a evolução da liquidez com uma precisão adequada a curto prazo. O quadro operacional tem também revelado um elevado grau de flexibilidade na adaptação aos enquadramentos financeiros em mudança. Tal é sublinhado comparando as medidas relativamente abrangentes tomadas por muito bancos centrais a nível mundial nos preparativos da transição para o novo milénio com as alterações relativamente pouco relevantes efectuadas pelo Eurosistema neste contexto.

## 5 Decisões de política monetária em 1999 e 2000

*O presente capítulo ilustra a forma como a política monetária foi conduzida nos dois primeiros anos da Terceira Fase da UEM. Em Abril de 1999, no contexto de reduzidas pressões inflacionistas, o Conselho do BCE decidiu baixar a sua taxa das operações principais de refinanciamento de 3% para 2.5%. Contudo, depois do Verão de 1999 a situação sofreu uma alteração gradual. O crescimento monetário continuou a ser superior ao valor de referência, verificando-se simultaneamente um aumento das pressões sobre os preços, principalmente devido a influências adversas dos preços do petróleo e da taxa de câmbio do euro. Além disso, o crescimento do PIB em termos reais manteve-se forte. A fim de manter a estabilidade de preços, de Novembro de 1999 a Outubro de 2000, o Conselho do BCE aumentou as suas taxas de juro directoras num total de 225 pontos base.*

### 5.1 Principais desenvolvimentos

#### *Início de 1999*

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, permitindo que o Conselho do BCE mantenha as taxas de juro em níveis muito baixos. A taxa de juro da primeira operação principal de refinanciamento (ver Capítulo 4 para pormenores sobre a execução da política monetária) 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 tinham sido anunciadas oficialmente em 22 de Dezembro de 1998, na sequência de uma redução coordenada das taxas de juro directoras pelos BCN dos países que adoptaram o euro. Esta redução já tinha sido acordada no início de Dezembro de 1998, tendo concluído o processo de convergência das taxas de juro directoras realizado no período que antecedeu a Terceira Fase.

No início da Terceira Fase, como medida temporária destinada a facilitar a transição harmoniosa para o mercado monetário único, o Conselho do BCE adoptou um “corredor estreito” para as taxas de juro de curto prazo. Entre 4 e 21 de Janeiro de 1999, a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito foram fixadas em 3.25% e 2.75%, respectivamente. Estes acordos transitórios expiraram em 22 de Janeiro de 1999, data em que passaram a vigorar as taxas de juro das duas facilidades permanentes, fixadas em Dezembro (ver Gráfico 4.1).

No primeiro trimestre de 1999, a evolução dos preços manteve-se muito moderada. Em Janeiro e Fevereiro, a inflação medida pelo IHPC manteve-se em 0.8%, ou seja, o nível registado em Dezembro de 1998 (ver Gráfico 5.3). Neste contexto de baixa inflação, surgiram sinais de que o abrandamento da actividade económica na área do euro poderia ser mais pronunciado do que o esperado no final de 1998. Este abrandamento resultou principalmente do enfraquecimento da procura externa, resultante da crise asiática no final de 1997 e da quebra na confiança que se seguiu à perturbação nos mercados internacionais após a crise registada na Rússia no Verão de 1998. O crescimento do PIB em termos reais enfraqueceu significativamente no último trimestre de 1998 e o crescimento das exportações tornou-se negativo. Por conseguinte, ficou cada vez mais evidente, no início de 1999, que os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo eram descendentes.

Transferência da política monetária para o BCE

Um corredor estreito para a taxa de juro destinado a facilitar a transição

Riscos descendentes para a estabilidade de preços no início de 1999

Contudo, a reacção da política monetária face a esses riscos descendentes para a estabilidade de preços teve que tomar em consideração o facto de que alguns indicadores pareciam apontar na direcção oposta no início de 1999. Em particular, a média de três meses das taxas de crescimento homólogas do M3 no período de Dezembro de 1998 a Fevereiro de 1999 situou-se acima de 4½%, isto é, o valor de referência para o crescimento do M3 (ver Gráfico 5.1). No início de 1999, o crédito ao sector privado crescia rapidamente, a uma taxa de cerca de 10% por ano, que era difícil de conciliar com os sinais de enfraquecimento da actividade económica (ver Gráfico 5.2). Além disso, apesar do abrandamento económico, a confiança dos consumidores mantinha-se elevada, em termos comparativos. Por último, os preços do petróleo começaram a subir a partir de meados de Fevereiro e o euro depreciou-se, em termos efectivos, nos primeiros meses do ano (ver Gráfico 5.4), dois factores que também exerceram uma certa pressão ascendente sobre os preços.

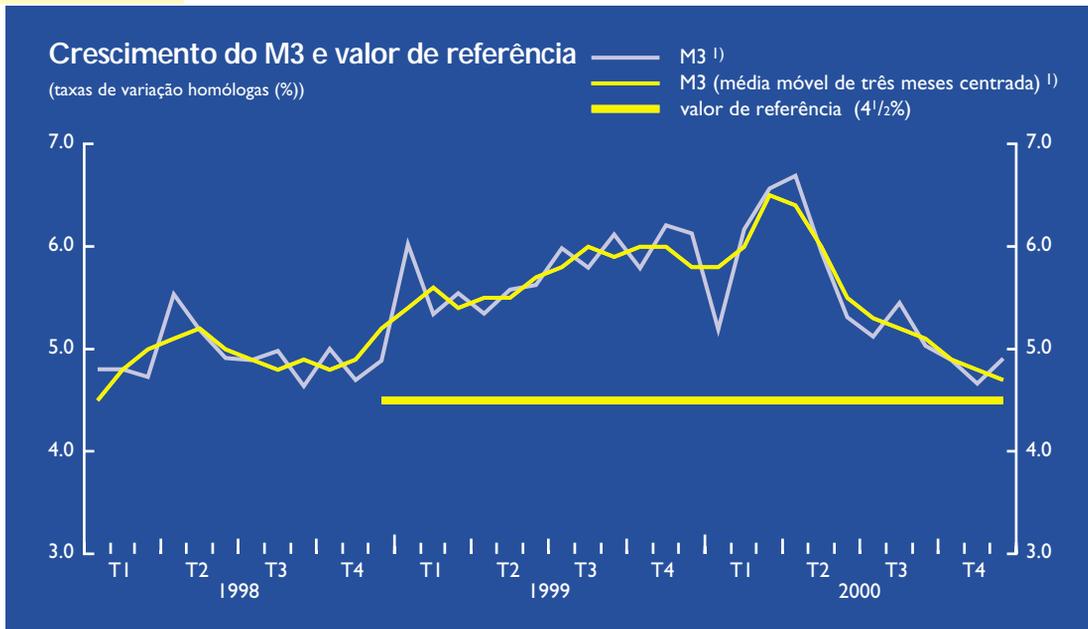
Os dados relativos ao M3 poderão ter sido afectados por factores específicos

Corte na taxa de juro em Abril de 1999

A avaliação da evolução monetária no início de 1999 foi ainda dificultada pela incerteza acerca da forma como os agregados monetários foram afectados durante a transição para a Terceira Fase da UEM. Na verdade, considerou-se provável que o forte crescimento do agregado monetário M3 em Janeiro de 1999 se pudesse ter ficado a dever a factores específicos, tais como as alterações nos sistemas de comunicação de dados estatísticos ou a passagem para um novo regime de reservas mínimas.

Em suma, dada esta incerteza e o pequeno desvio do M3 face ao valor de referência, o Conselho do BCE considerou que a evolução monetária não implicava riscos ascendentes para a estabilidade de preços nessa ocasião. Como tal, numa conjuntura na qual as taxas de inflação se encontravam significativamente abaixo

Gráfico 5.1



Fonte: BCE.

1) Série corrigida de detenções por não residentes na área do euro de acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário.

do limite superior da definição do BCE de estabilidade de preços e considerando as pressões descendentes sobre a evolução futura dos preços, em resultado do enfraquecimento da actividade económica, no dia 8 de Abril de 1999, o Conselho do BCE decidiu baixar a taxa das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base, para 2.5%. Na mesma ocasião, o Conselho do BCE baixou a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez para 3.5% e a taxa da facilidade permanente de depósito para 1.5%, estabelecendo, desta forma, um corredor simétrico para a taxa de juro, em torno da taxa das operações principais de refinanciamento. Estas decisões foram consideradas como uma medida de precaução adequada para manter a estabilidade de preços a médio prazo.

*Segundo semestre de 1999*

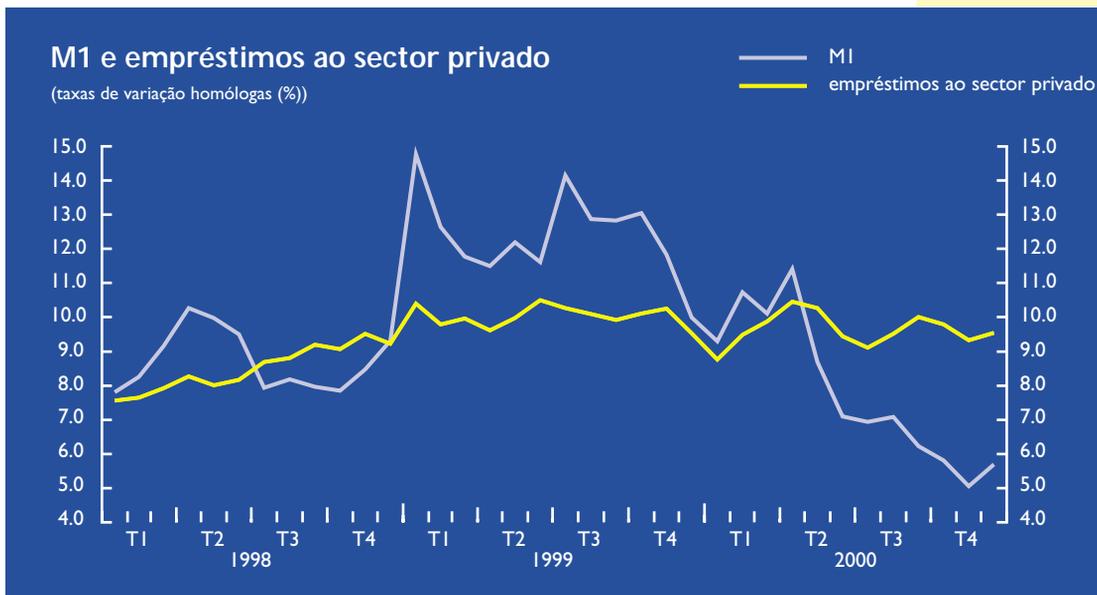
A conjuntura económica mudou gradualmente nos meses seguintes. Durante o Verão de 1999, as informações sobre a actividade económica na área do euro indicavam de forma crescente que os riscos descendentes para a estabilidade de preços estavam a diminuir. A conjuntura externa continuou a melhorar, à medida que a actividade económica em diversas economias dos mercados emergentes mostrava sinais crescentes de estabilizar e até acelerar. A actividade económica nos Estados Unidos dava sinais contínuos de fortalecimento. Em geral, tornou-se gradualmente mais evidente que o crescimento económico na área do euro tinha condições para acelerar significativamente na segunda metade de 1999 e em 2000.

Ao longo de 1999, os agregados monetários e de crédito mostraram que as condições monetárias na área do euro não registavam uma tendência de recuperação. O crescimento do M3, no início do ano, acelerou temporariamente, tendo posteriormente aumentado ao longo do Verão para um valor muito superior ao valor de referência – a média móvel de três meses aumentou progressivamente

Melhoria gradual da conjuntura económica...

...e expansão monetária prolongada...

**Gráfico 5.2**



Fonte: BCE.

para quase 6.0%. Mesmo excluindo a evolução excepcional observada logo no início de 1999, era evidente que a expansão monetária era prolongada. Entretanto, o crédito ao sector privado continuou a expandir-se a uma taxa elevada de cerca de 10%.

A taxa de câmbio efectiva do euro voltou a enfraquecer nos meses de Verão e os preços do petróleo continuaram a aumentar. Em geral, as informações acerca da evolução dos agregados monetários, dos mercados financeiros e de outros indicadores económicos indicavam que já não existiam riscos descendentes para a estabilidade de preços. Com base nessa evidência, tornou-se claro que os factores que tinham desencadeado a redução por precaução da taxa de juro em Abril de 1999 já não eram relevantes. Assim, em 4 de Novembro de 1999, o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de juro directoras em 50 pontos base. A taxa das operações principais de refinanciamento foi então aumentada para 3.0%, enquanto as taxas da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito foram aumentadas para 4.0% e 2.0%, respectivamente.

Esta alteração na orientação da política monetária foi decidida para evitar que as condições de ampla liquidez, indicadas pelo crescimento da moeda e do crédito, se traduzissem em pressões ascendentes sobre os preços a médio prazo e para manter as expectativas inflacionistas num nível seguro, inferior a 2%. A magnitude do aumento destinava-se igualmente a acabar com a incerteza acerca da trajectória a curto prazo da política monetária, contribuindo desse modo para a redução de quaisquer prémios de incerteza nos mercados financeiros na transição para o ano 2000.

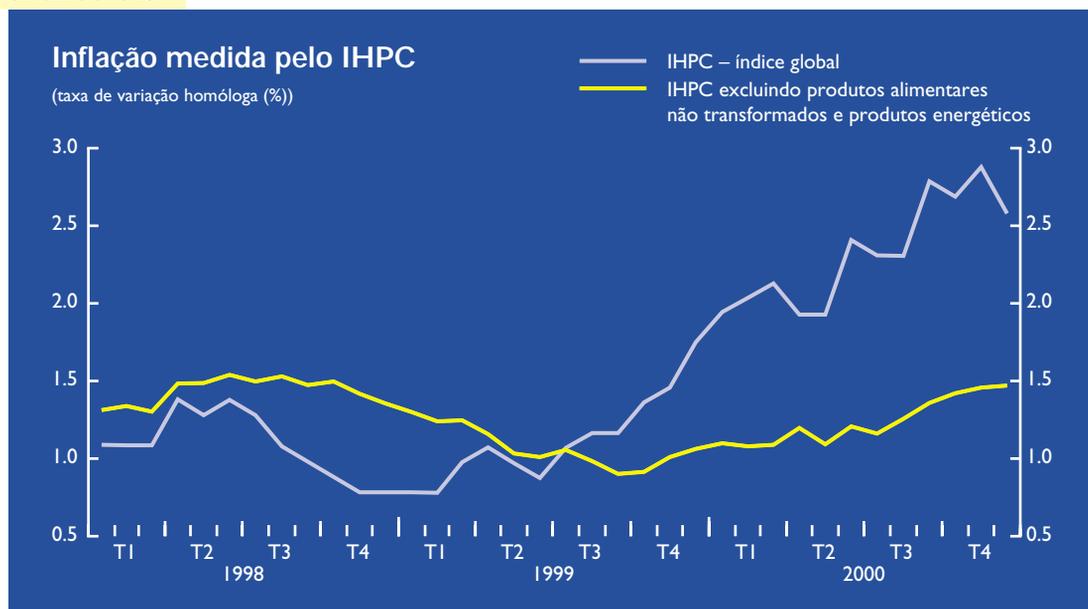
*Primeiro semestre de 2000*

No primeiro semestre de 2000, as informações provenientes das variáveis avaliadas no quadro do primeiro pilar da estratégia de política monetária do BCE indicavam

...levaram a uma subida da taxa de juro em Novembro de 1999...

...que se destinava a manter as expectativas inflacionistas num nível seguro, inferior a 2%

**Gráfico 5.3**



Fonte: Eurostat.

de forma crescente riscos ascendentes para a estabilidade de preços. A média de três meses do crescimento homólogo do M3 durante o último trimestre de 1999 (divulgada no final de Janeiro de 2000) situava-se em cerca de 6%, ou seja, significativamente acima do valor de referência de 4½%, tendo atingido um valor máximo de cerca de 6.5%, na Primavera de 2000. O desvio ascendente prolongado do crescimento do M3 em relação ao valor de referência, numa ocasião em que a inflação se mantinha num nível muito baixo, suscitou preocupação, uma vez que implicava uma acumulação gradual de ampla liquidez no final de 1999 e no primeiro semestre de 2000. Além disso, o elevado crescimento do M3 esteve associado a taxas de crescimento do MI iguais ou superiores a 10%.

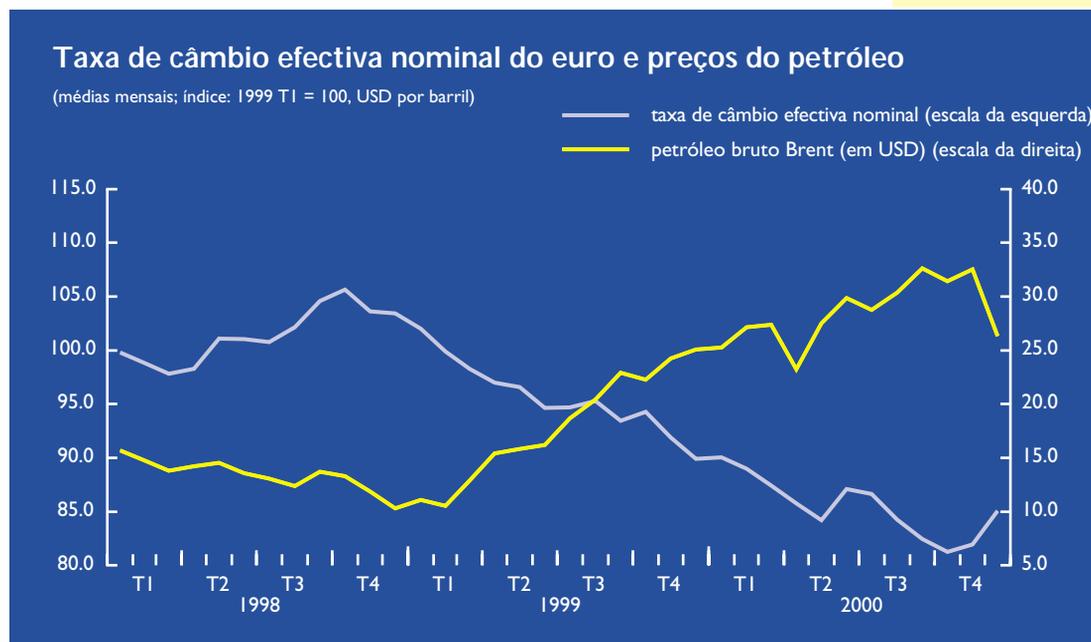
As informações disponíveis no primeiro semestre de 2000 no quadro do segundo pilar da estratégia de política monetária apontavam também cada vez mais no sentido de riscos ascendentes para a estabilidade de preços. Os dados sobre o crescimento do PIB em termos reais e outros indicadores, incluindo a produção industrial e os inquéritos à confiança na indústria e dos consumidores, indicavam que a actividade económica se tinha expandido muito rapidamente no início de 2000, devendo prosseguir na mesma linha (ver Gráfico 5.5). O contexto externo era também favorável ao crescimento na área do euro. A recuperação prosseguia nas economias da Ásia Oriental e da América Latina, enquanto não existiam sinais de abrandamento nos Estados Unidos. Estas expectativas foram concretizadas nos meses seguintes. As previsões externas acerca da actividade económica foram repetidamente revistas em alta, apoiadas por dados e inquéritos sobre a evolução da actividade económica e pela contínua melhoria do enquadramento internacional.

A evolução dos preços das importações implicou pressões crescentes sobre os preços na área do euro. Os preços do petróleo aumentaram de forma quase

O crescimento do M3 acima do valor de referência,...

... a recuperação económica...

Gráfico 5.4



Fontes: Eurostat e Financial Times.

...e a existência de pressões sobre os preços das importações...

...foram contrariados por vários aumentos da taxa de juro

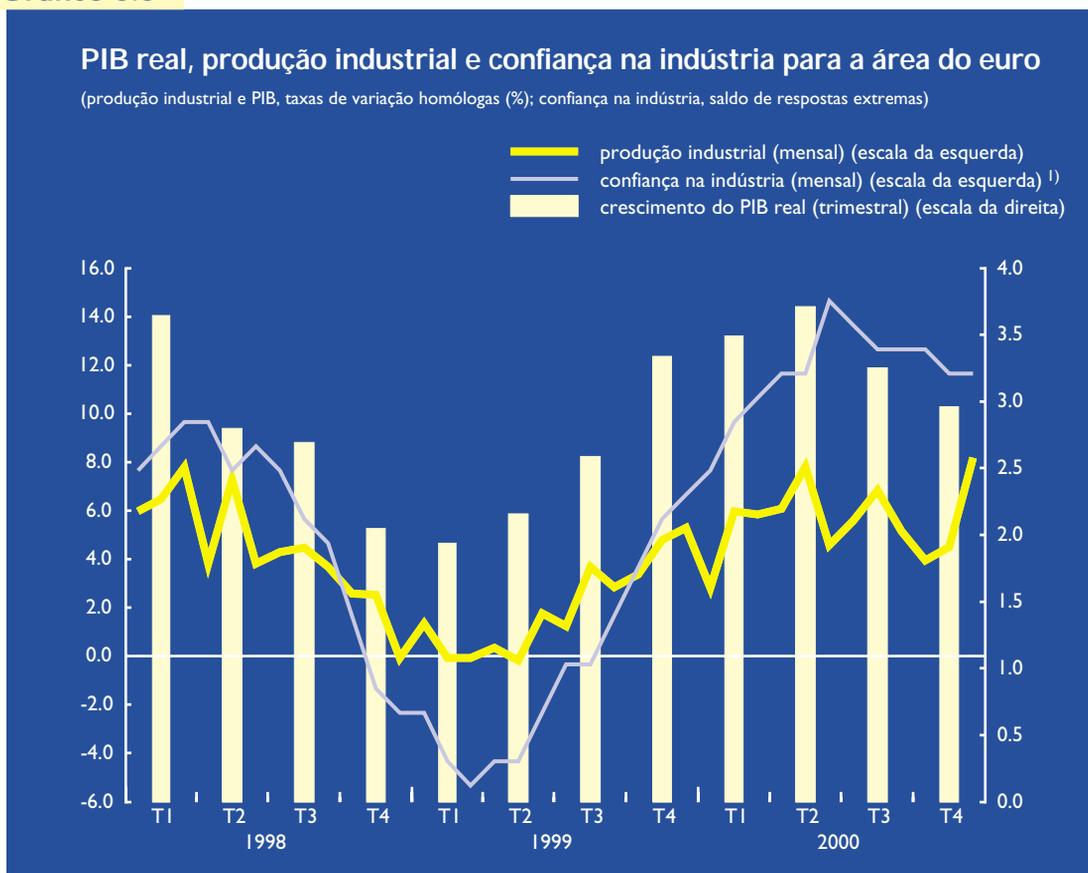
Mudança para leilão de taxa variável

contínua. A taxa de câmbio do euro voltou a depreciar-se durante este período. O Conselho do BCE considerou que uma fase tão prolongada de depreciação, combinada com o aumento significativo dos preços do petróleo, poderia ter consequências inflacionistas a médio prazo num período de forte crescimento económico, uma vez que poderia dar origem a efeitos de segunda ordem sobre os preços no consumidor através de aumentos salariais. Esta observação revelou-se particularmente importante na ocasião, porque a actividade económica na área do euro estava a recuperar fortemente.

Ambos os pilares da estratégia deram ampla evidência de que eram necessários novos aumentos das taxas de juro. O Conselho do BCE decidiu aumentar as suas taxas de juro directoras em 3 de Fevereiro, 16 de Março e 27 de Abril de 2000, em cada ocasião, 25 pontos base. Além disso, em 8 de Junho de 2000, as taxas de juro tiveram um aumento de 50 pontos base.

Com início na operação liquidada em 28 de Junho de 2000, as operações principais de refinanciamento passaram a ser conduzidas como leilões de taxa variável, sendo previamente anunciada a taxa mínima de proposta, que nessa ocasião foi fixada em 4.25%. Esta mudança para leilões de taxa variável pretendeu dar uma

Gráfico 5.5



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

1) Desvios face à média desde Janeiro de 1985.

resposta à elevada sobrelicitação (*overbidding*), verificada no contexto do procedimento de leilão de taxa fixa (ver Capítulo 4). O BCE explicou que a taxa mínima de proposta desempenharia, a partir de então, o papel atribuído à taxa dos leilões de taxa fixa como taxa “principal”, de sinalizar a orientação da política monetária do BCE.

### *Segundo semestre de 2000*

A situação económica alterou-se ligeiramente ao longo do Verão de 2000, embora se tenham continuado a verificar riscos ascendentes para a estabilidade de preços. O crescimento dos agregados monetários abrandou gradualmente, especialmente em relação às componentes mais líquidas do M3, reflectindo a maior restritividade da política monetária. O crescimento total do crédito na área do euro também diminuiu. Estas tendências tornaram-se evidentes ao longo do Verão, quando foram divulgados os dados referentes a Maio de 2000 e meses subsequentes. Contudo, o facto de que o M3 estava a crescer acima do valor de referência ainda constituía motivo de preocupação.

Relativamente ao segundo pilar, a partir de Junho de 2000, os preços do petróleo fizeram com que a inflação medida pelo IHPC na área do euro se situasse acima de 2%, que é o limite superior da definição de estabilidade de preços a médio prazo. As previsões sobre a actividade económica continuaram a ser revistas em alta no terceiro trimestre de 2000. As previsões sobre a inflação que cobrem o período até 2002 foram igualmente revistas em alta pelo menos até ao terceiro trimestre.

Ao longo do Verão de 2000, aumentou a percepção de que os preços do petróleo não desceriam. Tornou-se cada vez mais evidente que a inflação dos preços no consumidor se manteria acima de 2% durante um período mais longo do que o anteriormente previsto, o que aumentou o risco de virem a surgir efeitos de segunda ordem através dos salários. A estas preocupações acresceu o novo enfraquecimento da taxa de câmbio do euro a partir de meados de Junho.

Dado que os riscos para a estabilidade de preços ainda eram ascendentes, o Conselho do BCE decidiu aumentar a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa da facilidade permanente de depósito em 25 pontos base cada, em 31 de Agosto e novamente em 5 de Outubro de 2000. Depois destas decisões, a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento situava-se em 4.75% e as taxas das facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez em 3.75% e 5.75%, respectivamente.

Ao longo do Verão de 2000, a taxa de câmbio do euro afastou-se dos sólidos fundamentos económicos da área do euro. As potenciais implicações para a economia mundial eram evidentes. A depreciação do euro foi abordada a nível do G7 em 22 de Setembro de 2000, por iniciativa do BCE, sob a forma de uma intervenção concertada no mercado cambial por parte das autoridades monetárias dos Estados Unidos, Japão, Reino Unido e Canadá. O BCE voltou a intervir no início de Novembro, tomando medidas para contrariar as ameaças colocadas pela depreciação à estabilidade de preços na área do euro.

No final de 2000, a moderação do crescimento do M3 continuou – o aumento das taxas de juro directoras a partir de Novembro de 1999 parecia ter causado um abrandamento na procura das componentes mais líquidas do M3. Embora o

O crescimento do M3 começou a registar uma moderação, mantendo-se, no entanto, acima do valor de referência

IHPC superior a 2% na área do euro...

...aumentou o risco de efeitos de segunda ordem através dos salários

O Conselho do BCE decidiu voltar a aumentar as taxas de juro

Intervenção nos mercados cambiais

Taxas de juro directoras do BCE inalteradas no final de 2000

O BCE tomou medidas para contrariar os riscos para a estabilidade de preços

As flutuações de curto prazo da inflação não puderam ser evitadas

Expectativas de inflação abaixo de 2% a médio prazo...

...são indicativas da credibilidade do BCE

crescimento do crédito ao sector privado se tenha mantido relativamente elevado, o crescimento do total do crédito a residentes na área do euro diminuiu significativamente entre Abril e Outubro de 2000. Paralelamente, a maior parte dos indicadores sugeria que o crescimento económico na área do euro iria continuar a um ritmo robusto ainda que mais lento. Contudo, a expansão mundial mostrou sinais de moderação, dando origem a alguma incerteza acerca das perspectivas de crescimento na área do euro. Neste contexto, as taxas de juro directoras do BCE não sofreram alteração até ao fim de 2000.

## 5.2 Uma primeira avaliação

O êxito da política monetária do BCE pode apenas ser avaliado em termos da manutenção da estabilidade de preços. A decisão de descer as taxas de juro directoras do BCE em Abril de 1999, foi tomada para contrariar os riscos descendentes para a estabilidade de preços. A decisão de aumentar as taxas de juro directoras do BCE em 225 pontos base entre Novembro de 1999 e Outubro de 2000 foi tomada para contrariar os riscos ascendentes para a estabilidade de preços. Em todas as decisões que tomou, o Conselho do BCE demonstrou a força do seu compromisso para manter a estabilidade de preços a médio prazo. Considerando os desfasamentos na transmissão das decisões de política monetária à evolução dos preços, é ainda muito cedo na data de conclusão da presente publicação para avaliar inteiramente a eficácia das decisões de política monetária tomadas em 1999 e 2000. No entanto, é possível tirar algumas conclusões provisórias.

A inflação medida pelo IHPC manteve-se em níveis baixos em 1999. Em 2000, a maior parte do aumento pronunciado foi causada por uma subida não esperada dos preços das importações, devido principalmente à evolução da taxa de câmbio e dos preços do petróleo. Como foi analisado no Capítulo 3, as flutuações de preços a curto prazo não puderam ser evitadas, uma vez que os efeitos da política monetária levam tempo a influenciar a economia e esta política tem que ser orientada para o médio prazo. Por conseguinte, foi crucial em 2000 que a política monetária tenha evitado quaisquer repercussões das alterações na inflação a curto prazo, induzidas pelos preços do petróleo, nas expectativas da inflação a médio prazo. O Conselho do BCE tinha que demonstrar claramente a sua determinação em actuar no sentido da manutenção da estabilidade de preços a médio prazo.

A evolução das taxas de juro de longo prazo na área do euro em 1999 e 2000 indicou que os mercados financeiros, em geral, esperavam que a evolução dos preços a médio prazo se mantivesse em linha com a definição de estabilidade de preços. Em particular, os dados sobre os mercados obrigacionistas indicaram que as decisões tomadas pelo Conselho do BCE foram consideradas compatíveis com o objectivo de estabilidade de preços. As expectativas de inflação a longo prazo implícitas nas obrigações indexadas francesas mantiveram-se abaixo de 2% em 1999 e 2000. As previsões da inflação, disponíveis nos dois primeiros anos da Terceira Fase, também apontaram para a manutenção de expectativas compatíveis com a estabilidade de preços na área do euro.

Estes são sinais positivos de que o BCE conseguiu afirmar a sua credibilidade durante os dois primeiros anos em que conduziu a política monetária. Apesar das pressões inflacionistas provocadas por grandes choques externos, o BCE conseguiu demonstrar ao público e aos mercados que tencionava honrar o seu compromisso de manutenção da estabilidade de preços a médio prazo.

## Anexo I

### Excertos do Tratado que institui a Comunidade Europeia

#### Parte I

#### Princípios

##### *Artigo 2.º (ex-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 3.º (ex-artigo 3.º)*

1. Para alcançar os fins enunciados no artigo 2.º, a acção da Comunidade implica, nos termos do disposto e segundo o calendário previsto no presente Tratado:
  - a) A proibição entre os Estados-Membros, dos direitos aduaneiros e das restrições quantitativas à entrada e à saída de mercadorias, bem como de quaisquer outras medidas de efeito equivalente;
  - b) Uma política comercial comum;
  - c) Um mercado interno caracterizado pela abolição, entre os Estados-Membros, dos obstáculos à livre circulação de mercadorias, de pessoas, de serviços e de capitais;
  - d) Medidas relativas à entrada e circulação de pessoas de acordo com o disposto no título IV;
  - e) Uma política comum no domínio da agricultura e das pescas;
  - f) Uma política comum no domínio dos transportes;
  - g) Um regime que garanta que a concorrência não seja falseada no mercado interno;
  - h) A aproximação das legislações dos Estados-Membros na medida do necessário para o funcionamento do mercado comum;
  - i) A promoção de uma coordenação entre as políticas de emprego dos Estados-Membros, com o objectivo de reforçar a sua eficácia, mediante a elaboração de uma estratégia coordenada em matéria de emprego;

- j) Uma política social que inclui um Fundo Social Europeu;
- k) O reforço da coesão económica e social;
- l) Uma política no domínio do ambiente;
- m) O reforço da capacidade concorrencial da indústria da Comunidade;
- n) A promoção da investigação e do desenvolvimento tecnológico;
- o) O incentivo à criação e ao desenvolvimento de redes transeuropeias;
- p) Uma contribuição para a realização de um elevado nível de protecção da saúde;
- q) Uma contribuição para um ensino e uma formação de qualidade, bem como para o desenvolvimento das culturas dos Estados-Membros;
- r) Uma política no domínio da cooperação para o desenvolvimento;
- s) A associação dos países e territórios ultramarinos tendo por objectivo incrementar as trocas comerciais e prosseguir em comum o esforço de desenvolvimento económico e social;
- t) Uma contribuição para o reforço da defesa dos consumidores;
- u) Medidas nos domínios da energia, da protecção civil e do turismo.

2. Na realização de todas as acções previstas no presente artigo, a Comunidade terá por objectivo eliminar as desigualdades e promover a igualdade entre homens e mulheres.

#### *Artigo 4.º (ex-artigo 3.º-A)*

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 8.º (ex-artigo 4.º-A)*

São instituídos, de acordo com os procedimentos previstos no presente Tratado, um Sistema Europeu de Bancos Centrais, adiante designado por "SEBC", e um Banco Central Europeu, adiante designado por "BCE", os quais actuarão nos limites das atribuições que lhes são conferidas pelo presente Tratado e pelos Estatutos do SEBC e do BCE, adiante designados por "Estatutos do SEBC", que lhe vêm anexos.

## Parte III

### **Políticas da Comunidade**

## **Título VII (ex-título VI)**

### **A política económica e monetária**

#### Capítulo 1

### **A política económica**

#### *Artigo 98.º (ex-artigo 102.º-A)*

Os Estados-Membros conduzirão as suas políticas económicas no sentido de contribuir para a realização dos objectivos da Comunidade, tal como se encontram definidos no artigo 2.º, e no âmbito das orientações gerais a que se refere o n.º 2 do artigo 99.º Os Estados-Membros e a Comunidade actuarão de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, favorecendo uma repartição eficaz dos recursos, e em conformidade com os princípios estabelecidos no artigo 4.º

#### *Artigo 99.º (ex-artigo 103.º)*

1. Os Estados-Membros consideram as suas políticas económicas uma questão de interesse comum e coordená-las-ão no Conselho, de acordo com o disposto no artigo 98.º
2. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, elabora um projecto de orientações gerais das políticas económicas dos Estados-Membros e da Comunidade e apresentará um relatório ao Conselho Europeu com as suas conclusões.

O Conselho Europeu, deliberando com base no relatório do Conselho, discutirá uma conclusão sobre as orientações gerais das políticas económicas dos Estados-Membros e da Comunidade.

Com base nessa conclusão, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, aprovará uma recomendação que estabeleça essas orientações gerais. O Conselho informará o Parlamento Europeu da sua recomendação.

3. A fim de garantir uma coordenação mais estreita das políticas económicas e uma convergência sustentada dos comportamentos das economias dos Estados-Membros, o Conselho, com base em relatórios apresentados pela Comissão, acompanhará a evolução económica em cada Estado-Membro e na Comunidade e verificará a compatibilidade das políticas económicas com as orientações gerais a que se refere o n.º 2, procedendo regularmente a uma avaliação global da situação.

Para efeitos desta supervisão multilateral, os Estados-Membros enviarão informações à Comissão acerca das medidas importantes por eles tomadas no domínio das suas políticas económicas e quaisquer outras informações que considerem necessárias.

4. Sempre que se verificar, no âmbito do procedimento a que se refere o n.º 3, que as políticas económicas de determinado Estado-Membro não são compatíveis com as grandes orientações a que se refere o n.º 2 ou que são susceptíveis de comprometer o bom funcionamento da União Económica e Monetária, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, pode dirigir as recomendações necessárias ao Estado-Membro em causa. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão, pode decidir tornar públicas as suas recomendações.

O Presidente do Conselho e a Comissão apresentarão um relatório ao Parlamento Europeu sobre os resultados da supervisão multilateral. O Presidente do Conselho pode ser convidado a comparecer perante a competente Comissão do Parlamento Europeu, se o Conselho tiver tornado públicas as suas recomendações.

5. O Conselho, deliberando de acordo com o procedimento previsto no artigo 252.º, pode aprovar as regras do procedimento de supervisão multilateral a que se referem os n.ºs 3 e 4 do presente artigo.

#### *Artigo 100.º (ex-artigo 103.º-A)*

1. Sem prejuízo de quaisquer outros procedimentos previstos no presente Tratado, o Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão, pode decidir das medidas apropriadas à situação económica, em especial em caso de dificuldades graves no aprovisionamento de certos produtos.

2. Sempre que um Estado-Membro se encontre em dificuldades ou sob grave ameaça de dificuldades devidas a ocorrências excepcionais que não possa controlar, o Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão, pode, sob certas condições, conceder ajuda financeira comunitária ao Estado-Membro em questão. Caso essas graves dificuldades sejam devidas a calamidades naturais, o Conselho deliberará por maioria qualificada. O Presidente do Conselho informará o Parlamento Europeu da decisão tomada.

#### *Artigo 101.º (ex-artigo 104.º)*

1. É proibida a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros, adiante designados por "bancos centrais nacionais", em benefício de instituições ou organismos da Comunidade, governos centrais, autoridades

regionais, locais, ou outras autoridades públicas, outros organismos do sector público ou empresas públicas dos Estados-Membros, bem como a compra directa de títulos de dívida a essas entidades, pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais.

2. As disposições do n.º 1 não se aplicam às instituições de crédito de capitais públicos às quais, no contexto da oferta de reservas pelos bancos centrais, será dado, pelos bancos centrais nacionais e pelo BCE, o mesmo tratamento que às instituições de crédito privadas.

#### *Artigo 102.º (ex-artigo 104.º-A)*

1. São proibidas quaisquer medidas não baseadas em considerações de ordem prudencial que possibilitem o acesso privilegiado às instituições financeiras por parte das instituições ou organismos da Comunidade, dos governos centrais, das autoridades regionais ou locais, ou outras autoridades públicas, de outros organismos do sector público ou de empresas públicas dos Estados-Membros.

2. O Conselho, deliberando de acordo com o procedimento previsto no artigo 252.º, estabelecerá, até 1 de Janeiro de 1994, as definições para a aplicação da proibição a que se refere o n.º1.

#### *Artigo 103.º (ex-artigo 104.º-B)*

1. Sem prejuízo das garantias financeiras mútuas para a execução conjunta de projectos específicos, 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. Sem prejuízo das garantias financeiras mútuas para a execução conjunta de projectos específicos, 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.

2. O Conselho, deliberando de acordo com o procedimento previsto no artigo 252.º, pode, se necessário, estabelecer definições para a aplicação das proibições a que se referem o artigo 101.º e o presente artigo.

#### *Artigo 104.º (ex-artigo 104.º-C)*

1. Os Estados-Membros devem evitar défices orçamentais excessivos.

2. A Comissão acompanhará a evolução da situação orçamental e do montante da dívida pública nos Estados-Membros, a fim de identificar desvios importantes. Examinará, em especial, o cumprimento da disciplina orçamental com base nos dois critérios seguintes:

- a) se a relação entre o défice orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto excede um valor de referência, excepto:
  - se essa relação tiver baixado de forma substancial e contínua e tiver atingido um nível que se aproxime do valor de referência;

- ou, em alternativa, se o excesso em relação ao valor de referência for meramente excepcional e temporário e se aquela relação continuar perto do valor de referência;
- b) se a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto excede um valor de referência, excepto se essa relação se encontrar em diminuição significativa e se estiver a aproximar, de forma satisfatória, do valor de referência.

Os valores de referência encontram-se especificados no Protocolo relativo ao procedimento aplicável em caso de défice excessivo, anexo ao presente Tratado.

3. Se um Estado-Membro não cumprir os requisitos constantes de um ou de ambos estes critérios, a Comissão preparará um relatório. O relatório da Comissão analisará igualmente se o défice orçamental excede as despesas públicas de investimento e tomará em consideração todos os outros factores pertinentes, incluindo a situação económica e orçamental a médio prazo desse Estado-Membro.

A Comissão pode ainda preparar um relatório se, apesar de os requisitos estarem a ser preenchidos de acordo com os critérios enunciados, for de opinião de que existe um risco de défice excessivo em determinado Estado-Membro.

4. O Comité a que se refere o artigo 114.º formulará um parecer sobre o relatório da Comissão.

5. Se a Comissão considerar que em determinado Estado-Membro existe ou poderá ocorrer um défice excessivo, enviará um parecer ao Conselho.

6. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, e tendo considerado todas as observações que o Estado-Membro interessado pretenda fazer, decidirá, depois de ter avaliado globalmente a situação, se existe ou não um défice excessivo.

7. Sempre que, nos termos do n.º 6, o Conselho decida que existe um défice excessivo, dirigirá recomendações ao Estado-Membro em causa com o objectivo de pôr fim àquela situação num dado prazo. Sem prejuízo do disposto no n.º 8, essas recomendações não serão tornadas públicas.

8. Sempre que verificar que, na sequência das suas recomendações, não foram tomadas medidas eficazes no prazo estabelecido, o Conselho pode tornar públicas as suas recomendações.

9. Se um Estado-Membro persistir em não pôr em prática as recomendações do Conselho, este pode decidir notificar esse Estado-Membro para, num dado prazo, tomar medidas destinadas a reduzir o défice para um nível que o Conselho considerar necessário para obviar à situação.

Nesse caso, o Conselho pode pedir ao Estado-Membro em causa que lhe apresente relatórios de acordo com um calendário específico, a fim de analisar os esforços de ajustamento desse Estado-Membro.

10. O direito de intentar acções previsto nos artigos 226.º e 227.º não pode ser exercido no âmbito dos n.ºs 1 a 9 do presente artigo.

11. Se um Estado-Membro não cumprir uma decisão tomada nos termos do n.º 9, o Conselho pode decidir aplicar, ou eventualmente intensificar, uma ou mais das seguintes medidas:

- exigir que o Estado-Membro em causa divulgue informações complementares, a determinar pelo Conselho, antes de emitir obrigações e títulos;
- convidar o Banco Europeu de Investimento a reconsiderar a sua política de empréstimos em relação ao Estado-Membro em causa;
- exigir do Estado-Membro em causa a constituição, junto da Comunidade, de um depósito não remunerado de montante apropriado, até que, na opinião do Conselho, o défice excessivo tenha sido corrigido;
- impor multas de importância apropriada.

O Presidente do Conselho informará o Parlamento Europeu das decisões tomadas.

12. O Conselho revogará parte ou a totalidade das decisões a que se referem os n.ºs 6 a 9 e 11 na medida em que considere que o défice excessivo no Estado-Membro em causa foi corrigido. Se o Conselho tiver previamente tornado públicas as suas recomendações, deve, logo que a decisão tomada ao abrigo do n.º 8 tiver sido revogada, fazer uma declaração pública de que deixou de existir um défice excessivo no Estado-Membro em causa.

13. Ao tomar as decisões do Conselho a que se referem os n.ºs 7 a 9, 11 e 12, este delibera sob recomendação da Comissão, por maioria de dois terços dos votos dos seus membros, ponderados nos termos do n.º 2 do artigo 205.º, com exclusão dos votos do representante do Estado-Membro em causa.

14. O Protocolo relativo ao procedimento aplicável em caso de défice excessivo, anexo ao presente Tratado, contém outras disposições relacionadas com a aplicação do procedimento descrito no presente artigo.

O Conselho, deliberando por unanimidade, sob proposta da Comissão, e após consulta do Parlamento Europeu e do BCE, aprovará as disposições apropriadas, que substituirão o referido Protocolo.

Sem prejuízo das demais disposições do presente número, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão, e após consulta do Parlamento Europeu, estabelecerá, até 1 de Janeiro de 1994, regras e definições para a aplicação das disposições do citado Protocolo.

## Capítulo 2

### **A política monetária**

#### *Artigo 105.º (ex-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 106.º (ex-artigo 105.º-A)*

1. O BCE tem o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas de banco na Comunidade. O BCE e os bancos centrais nacionais podem emitir essas notas. As notas de banco emitidas pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais são as únicas com curso legal na Comunidade.

2. Os Estados-Membros podem emitir moedas metálicas, sem prejuízo da aprovação pelo BCE do volume da respectiva emissão. O Conselho, deliberando de acordo com o procedimento previsto no artigo 252.º e após consulta do BCE, pode adoptar medidas para harmonizar as denominações e especificações técnicas de todas as moedas metálicas destinadas à circulação, na medida do necessário para permitir a sua fácil circulação dentro da Comunidade.

*Artigo 107.º (ex-artigo 106.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.
4. Os Estatutos do SEBC constam de um Protocolo anexo ao presente Tratado.
5. Os artigos 5.º-1, 5.º-2, 5.º-3, 17.º, 18.º, 19.º-1, 22.º, 23.º, 24.º, 26.º, 32.º-2, 32.º-3, 32.º-4, 32.º-6, 33.º-1 a) e 36.º dos Estatutos do SEBC podem ser alterados pelo Conselho, deliberando quer por maioria qualificada, sob recomendação do BCE, após consulta da Comissão, quer por unanimidade, sob proposta da Comissão e após consulta do BCE. Em qualquer dos casos é necessário o parecer favorável do Parlamento Europeu.
6. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, quer sob proposta da Comissão e após consulta Parlamento Europeu e do BCE quer deliberando sob recomendação do BCE e após consulta do Parlamento Europeu e da Comissão, adoptará as disposições a que se referem os artigos 4.º, 5.º-4, 19.º-2, 20.º, 28.º-1, 29.º-2, 30.º-4 e 34.º-3 dos Estatutos do SEBC.

*Artigo 108.º (ex-artigo 107.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.

*Artigo 109.º (ex-artigo 108.º)*

Cada um dos Estados-Membros assegurará, o mais tardar até à data da instituição do SEBC, a compatibilidade da respectiva legislação nacional, incluindo os estatutos do seu banco central nacional, com o presente Tratado e com os Estatutos do SEBC.

*Artigo 110.º (ex-artigo 108.º-A)*

1. Para o desempenho das atribuições cometidas ao SEBC, o BCE, de acordo com as disposições do presente Tratado e nas condições definidas nos Estatutos do SEBC:
  - adopta regulamentos na medida do necessário para o exercício das funções definidas no primeiro travessão do artigo 3.º-1, nos artigos 19.º-1, 22.º ou 25.º-2 dos Estatutos do SEBC, e nos casos previstos nos actos do Conselho a que se refere o n.º 6 do artigo 107.º;

- toma as decisões necessárias para o desempenho das atribuições cometidas ao SEBC ao abrigo do presente Tratado e dos Estatutos do SEBC;
  - formula recomendações e emite pareceres.
2. O regulamento tem carácter geral. É obrigatório em todos os seus elementos e directamente aplicável em todos os Estados-Membros.

As recomendações e os pareceres não são vinculativos.

A decisão é obrigatória em todos os seus elementos para os destinatários que designar.

Os artigos 253.º, 254.º e 256.º são aplicáveis aos regulamentos e decisões do BCE.

O BCE pode decidir publicar as suas decisões, recomendações e pareceres.

3. Nos limites e condições fixados pelo Conselho, de acordo com o procedimento previsto no n.º 6 do artigo 107.º, o BCE pode aplicar multas ou sanções pecuniárias temporárias às empresas em caso de incumprimento de obrigações decorrentes dos seus regulamentos e decisões.

#### *Artigo 111.º (ex-artigo 109.º)*

1. Em derrogação do disposto no artigo 300.º, o Conselho, deliberando por unanimidade, sob recomendação do BCE ou da Comissão e após consulta do BCE, numa tentativa para chegar a um consenso com este último, compatível com o objectivo da estabilidade dos preços, e após consulta do Parlamento Europeu, de acordo com os mecanismos processuais referidos no n.º 3, pode celebrar acordos formais relativos a um sistema de taxas de câmbio do ECU em relação às moedas não comunitárias. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação do BCE ou da Comissão e após consulta do BCE, numa tentativa para chegar a um consenso com este último compatível com o objectivo da estabilidade dos preços, pode adoptar, ajustar ou abandonar as taxas centrais do ECU no sistema de taxas de câmbio. O Presidente do Conselho informará o Parlamento Europeu acerca da adopção, ajustamento ou abandono das taxas centrais do ECU.

2. Na falta de um sistema de taxas de câmbio em relação a uma ou mais moedas não comunitárias a que se refere o n.º 1, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, quer sob recomendação da Comissão e após consulta do BCE quer sob recomendação do BCE, pode formular orientações gerais para uma política de taxas de câmbio em relação a essas moedas. Essas orientações gerais não podem prejudicar o objectivo primordial do SEBC de manutenção da estabilidade dos preços.

3. Em derrogação do disposto no artigo 300.º, sempre que a Comunidade tiver de negociar acordos relativos a questões monetárias ou ao regime cambial com um ou mais Estados ou organizações internacionais, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, e após consulta do BCE, decide sobre os mecanismos para a negociação e para a celebração dos referidos acordos. Esses mecanismos devem assegurar que a Comunidade expresse uma posição única. A Comissão será plenamente associada a essas negociações.

Os acordos celebrados de acordo com o presente número vinculam as instituições da Comunidade, o BCE e os Estados-Membros.

4. Sem prejuízo do disposto no n.º 1, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão e após consulta do BCE decide sobre a posição da Comunidade ao nível internacional relativamente às questões que se revistam de especial interesse para a União Económica e Monetária e, deliberando por unanimidade, decide sobre a sua representação de acordo com a repartição de competências previstas nos artigos 99.º e 105.º

5. Sem prejuízo da competência comunitária e dos acordos da Comunidade relativos à União Económica e Monetária, os Estados-Membros podem negociar nas instâncias internacionais e celebrar acordos internacionais.

## Capítulo 3

### Disposições institucionais

#### *Artigo 112.º (ex-artigo 109.º-A)*

1. O Conselho do BCE é composto pelos membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos bancos centrais nacionais.

2. a) A Comissão Executiva é composta pelo Presidente, pelo Vice-Presidente e por quatro vogais.

b) O Presidente, o Vice-Presidente e os vogais da Comissão Executiva são nomeados, de entre personalidades de reconhecida competência e com experiência profissional nos domínios monetário ou bancário, de comum acordo, pelos governos dos Estados-Membros, a nível de chefes de Estado e de Governo, sob recomendação do Conselho e após este ter consultado o Parlamento Europeu e o Conselho do BCE.

A duração do respectivo mandato é de oito anos, não renováveis.

Só nacionais dos Estados-Membros podem ser membros da Comissão Executiva.

#### *Artigo 113.º (ex-artigo 109.º-B)*

1. O Presidente do Conselho e um membro da Comissão podem participar, sem direito de voto, nas reuniões do Conselho do BCE.

O Presidente do Conselho pode submeter moções à deliberação do Conselho do BCE.

2. O Presidente do BCE será convidado a participar nas reuniões do Conselho sempre que este delibere sobre questões relativas aos objectivos e atribuições do SEBC.

3. 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. O Presidente do

BCE apresentará esse relatório ao Conselho e ao Parlamento Europeu, que, com base nesse relatório, pode proceder a um debate de carácter geral.

O Presidente do BCE e os outros membros da Comissão Executiva podem, a pedido do Parlamento Europeu ou por sua própria iniciativa, ser ouvidos pelas competentes comissões do Parlamento Europeu.

#### *Artigo 114.º (ex-artigo 109.º-C)*

1. Com o objectivo de promover a coordenação das políticas dos Estados-Membros na medida do necessário ao funcionamento do mercado interno, é instituído um Comité Monetário de natureza consultiva.

O Comité tem as seguintes funções:

- acompanhar a situação monetária e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade, bem como o sistema geral de pagamentos dos Estados-Membros, e apresentar regularmente o correspondente relatório ao Conselho e à Comissão;
- formular pareceres, quer a pedido do Conselho ou da Comissão quer por iniciativa própria, destinados a estas instituições;
- sem prejuízo do disposto no artigo 207.º, contribuir para a preparação dos trabalhos do Conselho a que se referem os artigos 59.º e 60.º, os n.ºs 2, 3, 4 e 5 do artigo 99.º, os artigos 100.º, 102.º, 103.º e 104.º, o n.º 2 do artigo 116.º, o n.º 6 do artigo 117.º, os artigos 119.º e 120.º, o n.º 2 do artigo 121.º e o n.º 1 do artigo 122.º;
- examinar, pelo menos uma vez por ano, a situação relativa aos movimentos de capitais e à liberdade de pagamentos, tal como resultam da aplicação do presente Tratado e das medidas adoptadas pelo Conselho, devendo este exame englobar todas as medidas respeitantes aos movimentos de capitais e aos pagamentos; o Comité informará a Comissão e o Conselho dos resultados deste exame.

Os Estados-Membros e a Comissão nomearão, cada um, dois membros do Comité Monetário.

2. No início da terceira fase é instituído um Comité Económico e Financeiro. O Comité Monetário a que se refere o n.º 1 é dissolvido.

O Comité Económico e Financeiro tem as seguintes funções:

- formular pareceres, quer a pedido do Conselho ou da Comissão quer por iniciativa própria, destinados a estas instituições;
- acompanhar a situação económica e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e apresentar regularmente o correspondente relatório ao Conselho e à Comissão, nomeadamente sobre as relações financeiras com países terceiros e instituições internacionais;
- sem prejuízo do disposto no artigo 207.º, contribuir para a preparação dos trabalhos do Conselho a que se referem os artigos 59.º e 60.º, os n.ºs 2, 3, 4 e 5 do artigo 99.º, os artigos 100.º, 102.º, 103.º e 104.º, o n.º 6 do artigo 105.º, o n.º 2 do artigo 106.º, os n.ºs 5 e 6 do artigo 107.º, os artigos 111.º e 119.º, os n.ºs 2 e 3 do artigo 120.º, o n.º 2 do artigo 122.º, os n.ºs 4 e 5 do

artigo 123.º, e exercer outras funções consultivas e preparatórias que lhe forem confiadas pelo Conselho;

- examinar, pelo menos uma vez por ano, a situação relativa aos movimentos de capitais e à liberdade de pagamentos, tal como resultam da aplicação do Tratado e das medidas do Conselho, devendo este exame englobar todas as medidas respeitantes aos movimentos de capitais e aos pagamentos; o Comité informará a Comissão e o Conselho dos resultados deste exame.

Os Estados-Membros, a Comissão e o BCE nomearão, cada um, no máximo, dois membros do Comité.

3. O Conselho, deliberando por maioria qualificada sob proposta da Comissão e após consulta do BCE e do Comité a que se refere o presente artigo, estabelecerá disposições pormenorizadas relativas à composição do Comité Económico e Financeiro. O Presidente do Conselho informará o Parlamento Europeu dessa decisão.

4. Além das funções previstas no n.º 2, o Comité, se e enquanto existirem Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação nos termos dos artigos 122.º e 123.º, acompanhará a situação monetária e financeira e o sistema geral de pagamentos desses Estados-Membros e apresentará regularmente o correspondente relatório ao Conselho e à Comissão.

#### *Artigo 115.º (ex-artigo 109.º-D)*

O Conselho ou qualquer dos Estados-Membros pode solicitar à Comissão que apresente uma recomendação ou uma proposta, conforme o caso, relativamente a questões do âmbito de aplicação do n.º 4 do artigo 99.º, do artigo 104.º, com excepção do seu n.º 14, dos artigos 111.º, 121.º, 122.º e dos n.ºs 4 e 5 do artigo 123.º A Comissão analisa esse pedido e apresenta sem demora as suas conclusões ao Conselho.

## Capítulo 4

### **Disposições transitórias**

#### *Artigo 119.º (ex-artigo 109.º-H)*

1. Se algum Estado-Membro se encontrar em dificuldades, ou sob grave ameaça de dificuldades relativamente à sua balança de pagamentos, quer estas resultem de um desequilíbrio global da sua balança quer do tipo de divisas de que dispõe, e se tais dificuldades forem susceptíveis de, designadamente, comprometer o funcionamento do mercado comum ou a progressiva realização da sua política comercial comum, a Comissão procederá imediatamente à análise da situação desse Estado, bem como da acção que ele empreendeu ou pode empreender, nos termos do presente Tratado, recorrendo a todos os meios de que dispõe. A Comissão indicará as medidas cuja adopção recomenda ao Estado em causa.

Se a acção empreendida por um Estado-Membro e as medidas sugeridas pela Comissão não se afigurarem suficientes para remover as dificuldades ou ameaças

de dificuldades existentes, a Comissão recomendará ao Conselho, após consulta do Comité a que se refere o artigo 114.º, a concessão de assistência mútua e os métodos adequados para o efeito.

A Comissão manterá o Conselho regularmente informado da situação e da maneira como esta evolui.

2. O Conselho, deliberando por maioria qualificada, concederá a assistência mútua; adoptará as directivas ou decisões, fixando as condições e modalidades dessa assistência, que pode assumir, designadamente, a forma de:

- a) Acção concertada junto de outras organizações internacionais a que os Estados-Membros podem recorrer;
- b) Medidas necessárias para evitar desvios de tráfego, sempre que o Estado em dificuldades mantenha ou restabeleça restrições quantitativas relativamente a países terceiros;
- c) Concessão de créditos limitados por parte de outros Estados-Membros, sob condição de que estes dêem o seu acordo.

3. Se a assistência mútua recomendada pela Comissão não for concedida pelo Conselho ou se a assistência mútua concedida e as medidas tomadas forem insuficientes, a Comissão autorizará o Estado em dificuldades a tomar medidas de protecção, de que fixará as condições e modalidades.

O Conselho, deliberando por maioria qualificada, pode revogar esta autorização e modificar estas condições e modalidades.

4. Sem prejuízo do disposto no n.º 6 do artigo 122.º, o presente artigo deixa de ser aplicável a partir do início da terceira fase.

#### *Artigo 120.º (ex-artigo 109.º-I)*

1. Em caso de crise súbita na balança de pagamentos e se não for imediatamente tomada uma decisão, na acepção do n.º 2 do artigo 119.º, o Estado-Membro em causa pode, a título cautelar, tomar as medidas de protecção necessárias. Estas devem provocar o mínimo de perturbações no funcionamento do mercado comum e não exceder o estritamente indispensável para sanar as dificuldades súbitas que se tenham manifestado.

2. A Comissão e os outros Estados-Membros devem ser informados destas medidas de protecção, o mais tardar no momento da sua entrada em vigor. A Comissão pode recomendar ao Conselho a concessão de assistência mútua nos termos do artigo 119.º

3. Sob parecer da Comissão e após consulta do Comité a que se refere o artigo 114.º, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, pode decidir que o Estado em causa deve modificar, suspender ou suprimir as medidas de protecção acima referidas.

4. Sem prejuízo do disposto no n.º 6 do artigo 122.º, o presente artigo deixa de ser aplicável a partir do início da terceira fase.

*Artigo 121.º (ex-artigo 109.º-J)*

1. A Comissão e o IME apresentarão relatórios ao Conselho sobre os progressos alcançados pelos Estados-Membros no cumprimento das suas obrigações relativas à realização da União Económica e Monetária. Esses relatórios devem conter um estudo da compatibilidade da legislação nacional de cada Estado-Membro, incluindo os estatutos do seu banco central nacional, com o disposto nos artigos 108.º e 109.º do presente Tratado e nos Estatutos do SEBC. Os relatórios analisarão igualmente a realização de um elevado grau de convergência sustentada, com base na observância, por cada Estado-Membro, dos seguintes critérios:

- a realização de um elevado grau de estabilidade dos preços, que será expresso por uma taxa de inflação que esteja próxima da taxa, no máximo, dos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços;
- a sustentabilidade das suas finanças públicas, que será traduzida pelo facto de ter alcançado uma situação orçamental sem défice excessivo, determinado nos termos do n.º 6 do artigo 104.º;
- a observância, durante pelo menos dois anos, das margens normais de flutuação previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado-Membro;
- o carácter duradouro da convergência alcançada pelo Estado-Membro e da sua participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu deve igualmente reflectir-se nos níveis das taxas de juro a longo prazo.

Os quatro critérios a que se refere o presente número e os respectivos períodos durante os quais devem ser respeitados vêm desenvolvidos num Protocolo anexo ao presente Tratado. Os relatórios da Comissão e do IME devem ter, de igual modo, em conta o desenvolvimento do ECU, os resultados da integração dos mercados, o nível e a evolução da balança de transacções correntes e a análise de evolução dos custos unitários de trabalho e de outros índices de preços.

2. Com base nestes relatórios, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, avaliará:

- relativamente a cada Estado-Membro, se preenche as condições necessárias para a adopção de uma moeda única;
- se a maioria dos Estados-Membros preenche as condições necessárias para a adopção de uma moeda única,

e transmitirá, sob a forma de recomendação, as suas conclusões ao Conselho, reunido a nível de chefes de Estado e de Governo. O Parlamento Europeu será consultado e transmitirá o seu parecer ao Conselho, reunido a nível de chefes de Estado e de Governo.

3. Tendo em devida conta os relatórios a que se refere o n.º 1 e o parecer do Parlamento Europeu a que se refere o n.º 2, o Conselho, reunido a nível de chefes de Estado e de Governo, deliberando por maioria qualificada, o mais tardar até 31 de Dezembro de 1996:

- decidirá, com base nas recomendações do Conselho a que se refere o n.º 2, se a maioria dos Estados-Membros satisfaz as condições necessárias para a adopção de uma moeda única;
- decidirá se é conveniente que a Comunidade passe para a terceira fase; e, em caso afirmativo,
- fixará a data para o início da terceira fase.

4. Se, no final de 1997, não tiver sido fixada a data para o início da terceira fase, esta tem início em 1 de Janeiro de 1999. Até 1 de Julho de 1998, o Conselho, reunido a nível de chefes de Estado e de Governo, e depois de repetido o procedimento previsto nos n.ºs 1 e 2, com excepção do segundo travessão do n.º 2, tendo em conta os relatórios a que se refere o n.º 1 e o parecer do Parlamento Europeu, e deliberando por maioria qualificada, com base nas recomendações do Conselho a que se refere o n.º 2, confirmará quais os Estados-Membros que satisfazem as condições necessárias para a adopção de uma moeda única.

#### *Artigo 122.º (ex-artigo 109.º-K)*

1. Se tiver sido tomada a decisão de fixar a data, de acordo com o disposto no n.º 3 do artigo 121.º, o Conselho, com base nas suas recomendações a que se refere o n.º 2 do artigo 121.º, deliberando por maioria qualificada, sob recomendação da Comissão, decidirá se alguns Estados-Membros e, em caso afirmativo, quais, devem beneficiar de uma derrogação tal como definida no n.º 3 do presente artigo. Esses Estados-Membros serão adiante designados por “Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação”.

Se o Conselho tiver confirmado quais os Estados-Membros que satisfazem as condições necessárias para a adopção de uma moeda única, de acordo com o disposto no n.º 4 do artigo 121.º, os Estados-Membros que não satisfaçam essas condições beneficiarão de uma derrogação tal como definida no n.º 3 do presente artigo. Esses Estados-Membros serão adiante designados por “Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação”.

2. Pelo menos de dois em dois anos, ou a pedido de um Estado-Membro que beneficie de uma derrogação, a Comissão e o BCE apresentarão relatórios ao Conselho, de acordo com o procedimento previsto no n.º 1 do artigo 121.º Após ter consultado o Parlamento Europeu e debatido a questão no Conselho, reunido a nível de chefes de Estado e de Governo, o Conselho, deliberando por maioria qualificada, sob proposta da Comissão, decidirá quais são os Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação que preenchem as condições necessárias com base nos critérios fixados no n.º 1 do artigo 121.º, e revogará as derrogações dos Estados-Membros em causa.

3. A derrogação prevista no n.º 1 implica que os seguintes artigos não sejam

aplicáveis ao Estado-Membro em causa: n.ºs 9 e 11 do artigo 104.º, n.ºs 1, 2, 3 e 5 do artigo 105.º, artigos 106.º, 110.º, 111.º e n.º 2, alínea b), do artigo 112.º A exclusão desse Estado-Membro e do seu banco central nacional dos direitos e obrigações no âmbito do SEBC consta do capítulo IX dos Estatutos do SEBC.

4. Nos n.ºs 1, 2 e 3 do artigo 105.º, nos artigos 106.º, 110.º, 111.º e no n.º 2, alínea b), do artigo 112.º, por “Estados-Membros” deve entender-se “Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação”.

5. Os direitos de voto dos Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação serão suspensos em relação às decisões do Conselho a que se referem os artigos do presente Tratado enumerados no n.º 3. Neste caso, em derrogação do disposto no artigo 205.º e no n.º 1 do artigo 250.º, a maioria qualificada é definida como dois terços dos votos dos representantes dos Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação, ponderados de acordo com o disposto no n.º 2 do artigo 205.º, e é exigida a unanimidade desses Estados-Membros para todos os actos que exijam unanimidade.

6. O disposto nos artigos 119.º e 120.º continua a ser aplicável aos Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação.

#### *Artigo 123.º (ex-artigo 109.º-L)*

1. Imediatamente após ter sido tomada a decisão sobre a data de início da terceira fase, nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 121.º ou, se for esse o caso, imediatamente após 1 de Julho de 1998:

- o Conselho adoptará as disposições a que se refere o n.º 6 do artigo 107.º;
- os governos dos Estados-Membros que não beneficiem de uma derrogação nomearão, de acordo com o procedimento previsto no artigo 50.º dos Estatutos do SEBC, o Presidente, o Vice-Presidente e os vogais da Comissão Executiva do BCE. Se existirem Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação, o número de membros da Comissão Executiva pode ser menor que o previsto no artigo 11.º-1 dos Estatutos dos SEBC, mas em caso algum será inferior a quatro.

Logo que a Comissão Executiva for nomeada, o SEBC e o BCE consideram-se instituídos e devem preparar-se para o seu pleno funcionamento de acordo com as disposições do presente Tratado e dos Estatutos do SEBC. O pleno exercício das suas competências tem início no primeiro dia da terceira fase.

2. Logo que o BCE esteja instituído, assumirá, se necessário, as atribuições do IME. O IME entra em liquidação aquando da instituição do BCE; as modalidades de liquidação constam dos Estatutos do IME.

3. Sem prejuízo do disposto no n.º 3 do artigo 107.º do presente Tratado, se e enquanto existirem Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação, o Conselho Geral do BCE a que se refere o artigo 45.º dos Estatutos do SEBC constitui um terceiro órgão de decisão do BCE.

4. Na data de início da terceira fase, o Conselho, deliberando por unanimidade dos Estados-Membros que não beneficiem de uma derrogação, sob proposta da Comissão, e após consulta do BCE, determina as taxas de conversão às quais as

suas moedas ficam irrevogavelmente fixadas e as taxas, irrevogavelmente fixadas, a que o ECU substitui essas moedas, e o ECU será uma moeda de direito próprio. Esta medida, só por si, não modifica o valor externo do ECU. O Conselho, deliberando segundo o mesmo procedimento, toma igualmente as outras medidas necessárias para a rápida introdução do ECU como moeda única desses Estados-Membros.

5. Se, de acordo com o procedimento previsto no n.º 2 do artigo 122.º, for decidido revogar uma derrogação, o Conselho, deliberando por unanimidade dos Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação e do Estado-Membro em causa, sob proposta da Comissão e após consulta do BCE, fixa a taxa à qual o ECU substitui a moeda do Estado-Membro em causa e toma as outras medidas necessárias para a introdução do ECU como moeda única no Estado-Membro em causa.

*Artigo 124.º (ex-artigo 109.º-M)*

1. Até ao início da terceira fase, cada Estado-Membro tratará a sua política cambial como uma questão de interesse comum. Ao fazê-lo, os Estados-Membros terão em conta a experiência adquirida no âmbito da cooperação no Sistema Monetário Europeu (SME) e com a evolução do ECU, respeitando as competências existentes.

2. A partir do início da terceira fase e enquanto existirem Estados-Membros que beneficiam de uma derrogação, aplica-se à política cambial desses Estados-Membros, por analogia, o disposto no n.º 1.

## Anexo 2

### Protocolo relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu

#### As Altas Partes Contratantes,

Desejando fixar os Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu a que se refere o artigo 8.º do Tratado que institui a Comunidade Europeia,

Acordam nas disposições seguintes, que vêm anexas ao Tratado que institui a Comunidade Europeia.

#### *Capítulo I*

#### **Constituição do SEBC**

##### *Artigo 1.º*

##### **O Sistema Europeu de Bancos Centrais**

1.º-1. O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e o Banco Central Europeu (BCE) são instituídos de acordo com o disposto no artigo 8.º do presente Tratado; exercerão as suas funções e actividades em conformidade com as disposições do Tratado e dos presentes Estatutos.

1.º-2. De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 107.º do presente Tratado, o SEBC é constituído pelo BCE e pelos bancos centrais dos Estados-Membros (bancos centrais nacionais). O Institut Monétaire Luxembourgeois será o Banco Central do Luxemburgo.

#### *Capítulo II*

#### **Objectivos e atribuições do SEBC**

##### *Artigo 2.º*

##### **Objectivos**

De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 105.º do presente Tratado, 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 fixados no artigo 2.º do presente Tratado. O SEBC actuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando uma repartição eficaz dos recursos e observando os princípios definidos no artigo 4.º do presente Tratado.

### *Artigo 3.º*

#### *Atribuições*

3.º-1. De acordo com o disposto no n.º 2 do artigo 105.º do presente Tratado, as atribuições básicas 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 do presente Tratado;
- a detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-Membros;
- a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

3.º-2. De acordo com o disposto no n.º 3 do artigo 105.º do presente Tratado, o terceiro travessão do n.º 1 não obsta à detenção e gestão, pelos governos dos Estados-Membros, de saldos de tesouraria em divisas.

3.º-3. De acordo com o disposto no n.º 5 do artigo 105.º do presente Tratado, 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.

### *Artigo 4.º*

#### *Funções consultivas*

De acordo com o disposto no n.º 4 do artigo 105.º do presente Tratado:

- a) 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 de suas atribuições, mas nos limites e condições definidos pelo Conselho de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º;
- b) O BCE pode apresentar pareceres sobre questões do âmbito das suas atribuições às competentes instituições ou organismos comunitários ou às autoridades nacionais.

### *Artigo 5.º*

#### *Compilação de informação estatística*

5.º-1. Para cumprimento das atribuições cometidas ao SEBC, o BCE, coadjuvado pelos bancos centrais nacionais, coligirá a informação estatística necessária, a fornecer quer pelas autoridades nacionais competentes quer directamente pelos agentes económicos. Para este efeito, o BCE cooperará com as instituições ou organismos comunitários e com as autoridades competentes dos Estados-Membros ou de países terceiros, bem como com organizações internacionais.

5.º-2. Os bancos centrais nacionais exercerão, na medida do possível, as funções descritas no artigo 5.º-1.

5.º-3. O BCE promoverá, sempre que necessário, a harmonização das normas e práticas que regulam a recolha, organização e divulgação de estatísticas nos domínios da sua competência.

5.º-4. O Conselho definirá, de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º, as pessoas singulares e colectivas sujeitas à obrigação de prestar informações.

#### *Artigo 6.º*

##### *Cooperação internacional*

6.º-1. No domínio da cooperação internacional que envolva as atribuições cometidas ao SEBC, o BCE decidirá sobre a forma como o SEBC será representado.

6.º-2. O BCE e, com o acordo deste, os bancos centrais nacionais podem participar em instituições monetárias internacionais.

6.º-3. As disposições dos artigos 6.º-1 e 6.º-2 não prejudicam o disposto no n.º 4 do artigo 111.º do presente Tratado.

### Capítulo III

## **Organização do SEBC**

#### *Artigo 7.º*

##### *Independência*

De acordo com o disposto no artigo 108.º do presente Tratado, no exercício dos poderes e no cumprimento das atribuições e deveres que lhes são cometidos pelo presente Tratado e pelos presentes Estatutos, 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.

#### *Artigo 8.º*

##### *Princípio geral*

O SEBC é dirigido pelos órgãos de decisão do BCE.

#### *Artigo 9.º*

##### *O Banco Central Europeu*

9.º-1. O BCE, que, de acordo com o disposto no n.º 2 do artigo 107.º do presente Tratado, tem personalidade jurídica, goza, em cada um dos Estados-Membros, da mais ampla capacidade jurídica reconhecida às pessoas colectivas pelas legislações nacionais, podendo designadamente adquirir ou alienar bens móveis e imóveis e estar em juízo.

9.º-2. O BCE assegurará que as atribuições cometidas ao SEBC nos n.ºs 2, 3 e 5 do artigo 107.º do presente Tratado sejam executadas, quer através das suas próprias actividades, nos termos dos presentes Estatutos, quer através dos bancos centrais nacionais, nos termos do artigo 12.º-1 e do artigo 14.º

9.º-3. De acordo com o disposto no n.º 3 do artigo 107.º do presente Tratado, os órgãos de decisão do BCE são o Conselho do BCE e a Comissão Executiva.

#### *Artigo 10.º*

##### *O Conselho do BCE*

10.º-1. De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 112.º do presente Tratado, o Conselho do BCE é composto pelos membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos bancos centrais nacionais.

10.º-2. Sem prejuízo do disposto no n.º 3, apenas os membros do Conselho do BCE presentes nas reuniões têm direito de voto. Em derrogação desta norma, o regulamento interno a que se refere o artigo 12.º-3 pode prever que os membros do Conselho do BCE possam votar por teleconferência. Aquele regulamento deve, por outro lado, prever que um membro do Conselho do BCE impedido de votar durante um longo período possa nomear um suplente para o substituir no Conselho do BCE.

Sem prejuízo do disposto no artigo 10.º-3, e no artigo 11.º-3, cada membro do Conselho do BCE dispõe de um voto. Salvo disposição em contrário dos presentes Estatutos, o Conselho do BCE delibera por maioria simples. Em caso de empate, o Presidente tem voto de qualidade.

Para que o Conselho do BCE possa deliberar é necessário um quorum de dois terços dos membros. Na falta de quorum, o Presidente pode convocar uma reunião extraordinária, na qual podem ser tomadas decisões sem o quorum acima mencionado.

10.º-3. Relativamente a quaisquer decisões a tomar nos termos dos artigos 28.º, 29.º, 30.º, 32.º, 33.º e 51.º, os votos dos membros do Conselho do BCE serão ponderados de acordo com as participações dos bancos centrais nacionais no capital subscrito do BCE. A ponderação dos votos dos membros da Comissão Executiva será igual a zero. Uma decisão que exija maioria qualificada considera-se tomada se os votos a favor representarem pelo menos dois terços do capital subscrito do BCE e provierem de pelo menos metade dos accionistas. Em caso de impedimento de um governador, este pode designar um suplente para exercer o seu voto ponderado.

10.º-4. O teor dos debates é confidencial. O Conselho do BCE pode decidir tornar público o resultado das suas deliberações.

10.º-5. O Conselho do BCE reúne pelo menos dez vezes por ano.

## *Artigo 11.º*

### *A Comissão Executiva*

11.º-1. De acordo com o disposto no n.º 2, alínea a), do artigo 112.º do presente Tratado, a Comissão Executiva é composta pelo Presidente, pelo Vice-Presidente e por quatro vogais.

Os seus membros exercem as funções a tempo inteiro. Nenhum membro pode, salvo derrogação concedida, a título excepcional, pelo Conselho do BCE, exercer qualquer outra actividade profissional, remunerada ou não.

11.º-2. De acordo com o disposto no n.º 2, alínea b), do artigo 112.º do presente Tratado, o Presidente, o Vice-Presidente e os vogais da Comissão Executiva são nomeados, de entre personalidades de reconhecida competência e com experiência profissional nos domínios monetário ou bancário, de comum acordo, pelos governos dos Estados-Membros a nível de chefes de Estado e de Governo, sob recomendação do Conselho e após este ter consultado o Parlamento Europeu e o Conselho do BCE.

A sua nomeação é feita por um período de oito anos e o mandato não é renovável.

Só nacionais dos Estados-Membros podem ser membros da Comissão Executiva.

11.º-3. As condições de emprego dos membros da Comissão Executiva, nomeadamente os respectivos vencimentos, pensões e outros benefícios da segurança social, são reguladas por contratos celebrados com o BCE e são fixadas pelo Conselho do BCE, sob proposta de um comité composto por três membros nomeados pelo Conselho do BCE e três membros nomeados pelo Conselho. Os membros da Comissão Executiva não têm direito de voto relativamente aos assuntos referidos no presente número.

11.º-4. Qualquer membro da Comissão Executiva que deixe de preencher os requisitos necessários ao exercício das suas funções ou tenha cometido falta grave pode ser demitido pelo Tribunal de Justiça, a pedido do Conselho do BCE ou da Comissão Executiva.

11.º-5. Cada membro da Comissão Executiva presente nas reuniões tem direito a participar na votação e dispõe, para o efeito, de um voto. Salvo disposição em contrário, a Comissão Executiva delibera por maioria simples dos votos expressos. Em caso de empate, o Presidente tem voto de qualidade. Os mecanismos de votação são especificados no regulamento interno previsto no artigo 12.º-3.

11.º-6. A Comissão Executiva é responsável pela gestão das actividades correntes do BCE.

11.º-7. Em caso de vaga na Comissão Executiva, proceder-se-á à nomeação de um novo membro de acordo com o disposto no artigo 11.º-2.

## *Artigo 12.º*

### *Responsabilidades dos órgãos de decisão*

12.º-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 aprovisionamento 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.

12.º-2. A Comissão Executiva preparará as reuniões do Conselho do BCE.

12.º-3. O Conselho do BCE adoptará um regulamento interno, que determinará a organização interna do BCE e dos seus órgãos de decisão.

12.º-4. O Conselho do BCE exercerá as funções consultivas a que se refere o artigo 4.º

12.º-5. O Conselho do BCE tomará as decisões a que se refere o artigo 6.º

## *Artigo 13.º*

### *O Presidente*

13.º-1. O Presidente ou, na sua ausência, o Vice-Presidente, preside ao Conselho do BCE e à Comissão Executiva do BCE.

13.º-2. Sem prejuízo do disposto no artigo 39.º, o Presidente, ou quem por ele for designado, assegura a representação externa do BCE.

## *Artigo 14.º*

### *Bancos centrais nacionais*

14.º-1. De acordo com o disposto no artigo 109.º do presente Tratado, cada Estado-Membro assegurará, o mais tardar à data da instituição do SEBC, a compatibilidade da respectiva legislação nacional, incluindo os estatutos do seu banco central nacional, com o presente Tratado e com os presentes Estatutos.

14.º-2. Os Estatutos dos bancos centrais nacionais devem prever, designadamente, que o mandato de um governador de um banco central nacional não seja inferior a cinco anos.

Um governador só pode ser demitido das suas funções se deixar de preencher os requisitos necessários ao exercício das mesmas ou se tiver cometido falta grave. O governador em causa ou o Conselho do BCE podem interpor recurso da decisão de demissão para o Tribunal de Justiça com fundamento em violação do presente Tratado ou de qualquer norma jurídica relativa à sua aplicação. Esses recursos devem ser interpostos no prazo de dois meses a contar, conforme o caso, da publicação da decisão ou da sua notificação ao recorrente ou, na falta desta, do dia em que o recorrente tiver tomado conhecimento da decisão.

14.º-3. Os bancos centrais nacionais constituem parte integrante do SEBC, devendo actuar em conformidade com as orientações e instruções do BCE. O Conselho do BCE tomará as medidas adequadas para assegurar o cumprimento das orientações e instruções do BCE e pode exigir que lhe seja prestada toda a informação necessária.

14.º-4. Os bancos centrais nacionais podem exercer outras funções, além das referidas nos presentes Estatutos, salvo se o Conselho do BCE decidir, por maioria de dois terços dos votos expressos, que essas funções interferem com os objectivos e atribuições do SEBC. Cabe aos bancos centrais nacionais a responsabilidade e o risco pelo exercício dessas funções, que não são consideradas funções do SEBC.

#### *Artigo 15.º*

##### *Obrigações de apresentar relatórios*

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

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

15.º-3. De acordo com o disposto no n.º 3 do 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.

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

#### *Artigo 16.º*

##### *Notas de banco*

De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 106.º do presente Tratado, o Conselho do BCE tem o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas de banco na Comunidade. O BCE e os bancos centrais nacionais podem emitir essas notas. As notas de banco emitidas pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais são as únicas com curso legal na Comunidade.

O BCE respeitará, tanto quanto possível, as práticas existentes relativas à emissão e características das notas de banco.

## Capítulo IV

### Funções monetárias e operações asseguradas pelo SEBC

#### *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*

18.º-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.

18.º-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*

19.º-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.

19.º-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.

#### *Artigo 20.º*

##### *Outros instrumentos de controlo monetário*

O Conselho do BCE pode, por maioria de dois terços dos votos expressos, decidir recorrer a quaisquer outros métodos operacionais de controlo monetário que considere adequados, respeitando o disposto no artigo 2.º

O Conselho define, de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º, o âmbito desses métodos caso imponham obrigações a terceiros.

#### *Artigo 21.º*

##### *Operações com entidades do sector público*

21.º-1. De acordo com o disposto no artigo 101.º do presente Tratado, é proibida a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer forma, pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais, em benefício de instituições ou organismos da Comunidade, governos centrais, autoridades regionais, locais ou outras autoridades públicas, outros organismos de sector público ou a empresas públicas dos Estados-Membros; é igualmente proibida a compra directa de títulos de dívida a essas entidades, pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais.

21.º-2. O BCE e os bancos centrais nacionais podem actuar como agentes fiscais das entidades referidas no artigo 21.º-1.

21.º-3. As disposições do presente artigo não se aplicam às instituições de crédito de capitais públicos às quais, no contexto da oferta de reservas pelos bancos centrais, será dado, pelos bancos centrais nacionais e pelo BCE, o mesmo tratamento que às instituições de crédito privadas.

#### *Artigo 22.º*

##### *Sistemas de compensação e de pagamentos*

O BCE e os bancos centrais nacionais podem conceder facilidades e o BCE pode adoptar regulamentos, a fim de assegurar a eficiência e a solidez dos sistemas de compensação e de pagamentos no interior da Comunidade e com países terceiros.

#### *Artigo 23.º*

##### *Operações externas*

O BCE e os bancos centrais nacionais podem:

- estabelecer relações com bancos centrais e instituições financeiras de países terceiros e, quando for caso disso, com organizações internacionais;
- comprar e vender, à vista e a prazo, todos os tipos de activos cambiais e metais preciosos. O termo “activo cambial” inclui os títulos e todos os outros activos expressos na moeda da qualquer país ou em unidades de conta, independentemente da forma como sejam detidos;
- deter e gerir os activos a que se refere o presente artigo;
- efectuar todos os tipos de operações bancárias com países terceiros e com organizações internacionais, incluindo operações activas e passivas.

#### *Artigo 24.º*

##### *Outras operações*

Além das operações decorrentes das suas atribuições, o BCE e os bancos centrais nacionais podem efectuar operações com fins administrativos ou destinadas ao respectivo pessoal.

## Capítulo V

### **A supervisão prudencial**

#### *Artigo 25.º*

##### *Supervisão prudencial*

25.º-1. O BCE pode dar parecer e ser consultado pelo Conselho, pela Comissão e pelas autoridades competentes dos Estados-Membros sobre o âmbito e a aplicação da legislação comunitária relativa à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro.

25.º-2. De acordo com uma decisão do Conselho tomada nos termos do n.º 6 do artigo 105.º do presente Tratado, o BCE pode exercer funções 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.

## Capítulo VI

### **Disposições financeiras do SEBC**

#### *Artigo 26.º*

##### *Contas anuais*

26.º-1. O exercício do BCE e dos bancos centrais nacionais tem início em 1 de Janeiro e termina em 31 de Dezembro.

26.º-2. As contas anuais do BCE são elaboradas pela Comissão Executiva de acordo com os princípios fixados pelo Conselho do BCE. As contas são aprovadas pelo Conselho do BCE, e, em seguida, publicadas.

26.º-3. Para efeitos de análise e de gestão, a Comissão Executiva elaborará um balanço consolidado do SEBC, que incluirá os activos e as responsabilidades, abrangidos pelo SEBC, dos bancos centrais nacionais.

26.º-4. Para efeitos de aplicação do presente artigo, o Conselho do BCE fixará as regras necessárias para a uniformização dos processos contabilísticos e das declarações das operações efectuadas pelos bancos centrais nacionais.

#### *Artigo 27.º*

##### *Auditoria*

27.º-1. As contas do BCE e dos bancos centrais nacionais são fiscalizadas por auditores externos independentes, designados mediante recomendação do Conselho do BCE e aprovados pelo Conselho. Os auditores têm plenos poderes para examinar todos os livros e contas do BCE e dos bancos centrais nacionais, assim como para obter informações completas sobre as suas operações.

27.º-2. O disposto no artigo 248.º-C do presente Tratado é exclusivamente aplicável à análise da eficácia operacional da gestão do BCE.

## *Artigo 28.º*

### *Capital do BCE*

28.º-1. O capital do BCE, operacional no momento da instituição do BCE, é de 5 000 milhões de ECU. Este capital pode ser aumentado por decisão do Conselho do BCE, tomada pela maioria qualificada prevista no artigo 10.º-3, nos limites e condições definidos pelo Conselho de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º

28.º-2. Os bancos centrais nacionais são os únicos subscritores e detentores do capital do BCE. A subscrição é efectuada de acordo com a tabela de repartição estabelecida de acordo com o disposto no artigo 29.º

28.º-3. O Conselho do BCE, deliberando por maioria qualificada, nos termos do artigo 10.º-3, determina o montante e a forma de realização do capital.

28.º-4. Sem prejuízo do disposto no artigo 28.º-5, as participações dos bancos centrais nacionais no capital subscrito do BCE não podem ser cedidas, dadas em garantia ou penhoradas.

28.º-5. Se a tabela de repartição referida no artigo 29.º for adaptada, os bancos centrais nacionais podem transferir entre si as participações de capital necessárias para assegurar que a distribuição dessas participações corresponde à tabela adaptada. O Conselho do BCE determinará os termos e condições dessas transferências.

## *Artigo 29.º*

### *Tabela de repartição para subscrição de capital*

29.º-1. Uma vez instituídos o SEBC e o BCE, de acordo com o procedimento a que se refere o n.º 1 do artigo 123.º do presente Tratado, é fixada a tabela de repartição para subscrição do capital do BCE. A cada banco central nacional é atribuída uma ponderação nesta tabela, cujo valor é igual à soma de:

- 50% da parcela do respectivo Estado-Membro na população da Comunidade no penúltimo ano antes da instituição do SEBC;
- 50% da parcela do respectivo Estado-Membro no produto interno bruto comunitário a preços de mercado verificado nos últimos cinco anos que precedem o penúltimo ano antes da instituição do SEBC.

As percentagens serão arredondadas por excesso para o múltiplo mais próximo de 0,05%.

29.º-2. Os dados estatísticos a utilizar na aplicação deste artigo são facultados pela Comissão de acordo com as regras adoptadas pelo Conselho, nos termos do procedimento previsto no artigo 42.º

29.º-3. As ponderações atribuídas aos bancos centrais nacionais devem ser adaptadas de cinco em cinco anos após a instituição do SEBC, por analogia com o disposto no artigo 29.º-1. A tabela de repartição adaptada produzirá efeitos a partir do primeiro dia do ano seguinte.

29.º-4. O Conselho do BCE tomará quaisquer outras medidas necessárias à aplicação do presente artigo.

#### *Artigo 30.º*

##### *Transferência de activos de reserva para o BCE*

30.º-1. Sem prejuízo do disposto no artigo 28.º, o BCE será dotado pelos bancos centrais nacionais de activos de reserva que não sejam moedas comunitárias, ECU, posições de reserva no FMI nem DSE, até um montante equivalente a 50 000 milhões de ECU. O Conselho do BCE decidirá quanto à proporção a exigir pelo BCE na sequência da sua instituição e quanto aos montantes a exigir posteriormente. O BCE tem o pleno direito de deter e gerir os activos de reserva para ele transferidos e de os utilizar para os efeitos previstos nos presentes Estatutos.

30.º-2. As contribuições de cada banco central nacional são fixadas proporcionalmente à respectiva participação no capital subscrito do BCE.

30.º-3. A cada banco central nacional é atribuído pelo BCE um crédito equivalente à sua contribuição. O Conselho do BCE determina a denominação e remuneração desses créditos.

30.º-4. Além do limite fixado no n.º 1, o BCE pode exigir novas contribuições em activos de reserva, de acordo com o artigo 30.º-2, nos limites e condições definidos pelo Conselho de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º

30.º-5. O BCE pode deter e gerir posições de reserva no FMI e DSE, bem como estabelecer o agrupamento em fundo comum destes activos.

30.º-6. O Conselho do BCE tomará quaisquer outras medidas necessárias à aplicação do presente artigo.

#### *Artigo 31.º*

##### *Activos de reserva detidos pelos bancos centrais nacionais*

31.º-1. Os bancos centrais nacionais podem efectuar as transacções necessárias ao cumprimento das obrigações por eles assumidas para com organizações internacionais de acordo com o artigo 23.º

31.º-2. Todas as restantes operações em activos de reserva que permaneçam nos bancos centrais nacionais após as transferências mencionadas no artigo 30.º, bem como as transacções efectuadas pelos Estados-Membros com os seus saldos de tesouraria em divisas ficam sujeitas, acima de um certo limite, a estabelecer no âmbito do disposto no artigo 31.º-3, à aprovação do BCE, a fim de assegurar a sua compatibilidade com as políticas cambial e monetária da Comunidade.

31.º-3. O Conselho do BCE adoptará orientações com vista a facilitar essas operações.

#### *Artigo 32.º*

##### *Distribuição dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais*

32.º-1. Os proveitos que resultem para os bancos centrais nacionais do exercício das funções do SEBC relativas à política monetária (adiante designados por “proveitos monetários”), serão repartidos no final de cada exercício de acordo com o disposto no presente artigo.

32.º-2. Sem prejuízo do disposto no artigo 32.º-3, o montante dos proveitos monetários de cada banco central nacional é igual ao montante dos respectivos proveitos anuais resultantes dos activos detidos em contrapartida das notas em circulação e das responsabilidades decorrentes dos depósitos constituídos pelas instituições de crédito. Esses activos devem ser individualizados pelos bancos centrais nacionais de acordo com orientações a fixar pelo Conselho do BCE.

32.º-3. Se, após o início da terceira fase, a estrutura das contas dos bancos centrais nacionais não permitir, no entender do Conselho do BCE, a aplicação do artigo 32.º-2, o Conselho do BCE pode decidir por maioria qualificada, e em derrogação do artigo 32.º-2, que os proveitos monetários sejam calculados de acordo com um método alternativo, por um período não superior a cinco anos.

32.º-4. O montante dos proveitos monetários de cada banco central nacional será reduzido no montante equivalente aos juros pagos por esse banco central sobre as responsabilidades decorrentes dos depósitos constituídos pelas instituições de crédito de acordo com o disposto no artigo 19.º

O Conselho do BCE pode decidir que os bancos centrais nacionais sejam indemnizados por custos resultantes da emissão de notas de banco ou, em circunstâncias excepcionais, por perdas derivadas de operações de política monetária efectuadas por conta do SEBC. A indemnização assumirá uma forma que seja considerada adequada pelo Conselho do BCE; estes montantes podem ser objecto de compensação com os proveitos monetários dos bancos centrais nacionais.

32.º-5. O total dos proveitos monetários dos bancos centrais nacionais será repartido entre os bancos centrais nacionais proporcionalmente às participações que tiverem realizado no capital do BCE, sem prejuízo das decisões tomadas pelo Conselho do BCE ao abrigo do disposto no artigo 33.º-2.

32.º-6. A compensação e o pagamento dos saldos resultantes da repartição dos proveitos monetários serão efectuados pelo BCE em conformidade com as orientações fixadas pelo Conselho do BCE.

32.º-7. O Conselho do BCE tomará quaisquer outras medidas necessárias à aplicação do presente artigo.

### *Artigo 33.º*

#### *Distribuição dos lucros e perdas líquidos do BCE*

33.º-1. O lucro líquido do BCE será aplicado da seguinte forma:

- a) Um montante a determinar pelo Conselho do BCE, que não pode ser superior a 20% do lucro líquido, será transferido para o fundo de reserva geral, até ao limite de 100% do capital;
- b) O remanescente do lucro líquido será distribuído aos accionistas do BCE proporcionalmente às participações que tiverem realizado.

33.º-2. Na eventualidade de o BCE registar perdas, estas podem ser cobertas pelo fundo de reserva geral do BCE e, se necessário, por decisão do Conselho do BCE, pelos proveitos monetários do exercício financeiro correspondente, proporcionalmente e até aos montantes repartidos entre os bancos centrais nacionais, de acordo com o disposto no artigo 32.º-5.

## Capítulo VII

### **Disposições gerais**

#### *Artigo 34.º*

##### *Actos jurídicos*

34.º-1. De acordo com o disposto no artigo 110.º do presente Tratado, o BCE:

- adopta regulamentos na medida do necessário para a execução das funções definidas no artigo 3.º-1, primeiro travessão, no artigo 19.º-1, no artigo 22.º ou no artigo 25.º-2, e nos casos que forem previstos no acto do Conselho a que se refere o artigo 42.º;
- toma as decisões necessárias para o desempenho das atribuições cometidas ao SEBC ao abrigo do presente Tratado e dos presentes Estatutos;
- formula recomendações e emite pareceres.

34.º-2. O regulamento tem carácter geral. É obrigatório em todos os seus elementos e directamente aplicável em todos os Estados-Membros.

As recomendações e pareceres não são vinculativos.

A decisão é obrigatória em todos os seus elementos para os destinatários que designar.

Os artigos 253.º, 254.º e 256.º do presente Tratado são aplicáveis aos regulamentos e decisões do BCE.

O BCE pode decidir publicar as suas decisões, recomendações e pareceres.

34.º-3. Nos limites e condições fixados pelo Conselho de acordo com o procedimento previsto no artigo 42.º, o BCE pode aplicar multas ou sanções pecuniárias temporárias às empresas em caso de incumprimento de obrigações decorrentes dos seus regulamentos e decisões.

## *Artigo 35.º*

### *Fiscalização jurisdicional e assuntos afins*

35.º-1. Os actos ou omissões do BCE podem ser fiscalizados ou interpretados pelo Tribunal de Justiça nos casos e nas condições estabelecidos no presente Tratado. O BCE pode instaurar processos nos casos e nas condições estabelecidos no presente Tratado.

35.º-2. Os litígios entre o BCE, por um lado, e os seus credores, devedores ou quaisquer terceiros, por outro, serão resolvidos pelos órgãos jurisdicionais nacionais competentes, sem prejuízo da competência atribuída ao Tribunal de Justiça.

35.º-3. O BCE está sujeito ao regime de responsabilidade previsto no artigo 288.º do presente Tratado. Os bancos centrais nacionais estão sujeitos aos regimes de responsabilidade previstos nas respectivas legislações nacionais.

35.º-4. O Tribunal de Justiça é competente para decidir com fundamento em cláusula compromissória constante de um contrato de direito público ou privado celebrado pelo BCE ou por sua conta.

35.º-5. Qualquer decisão do BCE de intentar uma acção perante o Tribunal de Justiça será tomada pelo Conselho do BCE.

35.º-6. O Tribunal de Justiça é competente para decidir dos litígios relativos ao cumprimento por um banco central nacional das obrigações decorrentes dos presentes Estatutos. Se o BCE considerar que um banco central nacional não cumpriu qualquer das obrigações que lhe incumbem por força dos presentes Estatutos, formulará sobre a questão um parecer fundamentado, depois de dar ao banco central nacional a oportunidade de apresentar as suas observações. Se o banco central nacional em causa não proceder em conformidade com esse parecer no prazo fixado pelo BCE, este pode recorrer ao Tribunal de Justiça.

## *Artigo 36.º*

### *Pessoal*

36.º-1. O Conselho do BCE, sob proposta da Comissão Executiva, definirá o regime aplicável ao pessoal do BCE.

36.º-2. O Tribunal de Justiça é competente para decidir sobre todo e qualquer litígio entre o BCE e os seus agentes nos limites e condições previstos no regime que a estes é aplicável.

## *Artigo 37.º*

### *Sede*

Até ao final de 1992, será tomada uma decisão sobre a localização da sede do BCE. Esta decisão é tomada, de comum acordo, pelos governos dos Estados-Membros a nível de chefes de Estado e de Governo.

*Artigo 38.º*  
*Segredo profissional*

38.º-1. Os membros dos órgãos de decisão e o pessoal do BCE e dos bancos centrais nacionais são obrigados, mesmo após a cessação das suas funções, a não divulgar informações que, pela sua natureza, estejam abrangidas pelo segredo profissional.

38.º-2. As pessoas que tenham acesso a dados abrangidos por legislação comunitária que imponha a obrigação de segredo ficam sujeitas a essa legislação.

*Artigo 39.º*  
*Forma de obrigar o BCE*

O BCE obriga-se perante terceiros pela assinatura do seu Presidente ou de dois membros da Comissão Executiva ou ainda pelas assinaturas de dois membros do pessoal do BCE devidamente autorizados pelo Presidente a assinar em nome do BCE.

*Artigo 40.º (\*)*  
*Privilégios e imunidades*

O BCE goza, no território dos Estados-Membros, dos privilégios e imunidades necessários ao cumprimento da sua missão, nas condições definidas no Protocolo relativo aos Privilégios e Imunidades das Comunidades Europeias anexo ao Tratado que institui um Conselho único e uma Comissão única das Comunidades Europeias.

## Capítulo VIII

### **Alteração dos Estatutos e legislação complementar**

*Artigo 41.º*  
*Procedimento de alteração simplificado*

41.º-1. De acordo com o disposto no n.º 5 do artigo 107.º do presente Tratado, os artigos 5.º-1, 5.º-2, 5.º-3, 17.º, 18.º, 19.º-1, 22.º, 23.º, 24.º, 26.º, 32.º-2, 32.º-3, 32.º-4 e 32.º-6, a alínea a) do artigo 33.º-1 e o artigo 36.º dos presentes Estatutos podem ser alterados pelo Conselho, deliberando quer por maioria qualificada, sob recomendação do BCE e após consulta da Comissão, quer por unanimidade, sob proposta da Comissão e após consulta do BCE. Em qualquer dos casos é exigida a concordância do Parlamento Europeu.

41.º-2. Qualquer recomendação formulada pelo BCE ao abrigo do disposto no presente artigo exige decisão unânime do Conselho do BCE.

*Artigo 42.º*  
*Legislação complementar*

De acordo com o disposto no n.º 6 do artigo 107.º do presente Tratado, imediatamente após a decisão sobre a data de início da terceira fase, o Conselho,

(\*) Com as alterações que lhe foram introduzidas pelo n.º 4 do ponto III do artigo 6.º do Tratado de Amsterdão.

deliberando por maioria qualificada, quer sob proposta da Comissão e após consulta do Parlamento Europeu e do BCE quer sob recomendação do BCE e após consulta do Parlamento Europeu e da Comissão, adoptará as disposições referidas no artigo 4.º, nos artigos 5.º-4, 19.º-2, 20.º, 28.º-1, 29.º-2, 30.º-4 e 34.º-3 dos presentes Estatutos.

## Capítulo IX

### Disposições transitórias e outras relativas ao SEBC

#### Artigo 43.º

##### *Disposições gerais*

43.º-1. Uma derrogação nos termos do n.º 1 do artigo 122.º do presente Tratado implica, no que respeita ao Estado-Membro em causa, a exclusão de quaisquer direitos conferidos ou obrigações impostas nas seguintes disposições dos presentes Estatutos: artigos 3.º, 6.º, 9.º-2, 12.º-1, 14.º-3, 16.º, 18.º, 19.º, 20.º, 22.º, 23.º, 26.º-2, 27.º, 30.º, 31.º, 32.º, 33.º, 34.º, 50.º e 52.º

43.º-2. Os bancos centrais dos Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação nos termos do n.º 1 do artigo 122.º do presente Tratado mantêm em matéria de política monetária os poderes que lhes são atribuídos pela legislação nacional.

43.º-3. De acordo com o disposto no n.º 4 do artigo 122.º do presente Tratado, por “Estados-Membros” deve entender-se “Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação” nas seguintes disposições dos presentes Estatutos: artigos 3.º, 11.º-2, 19.º, 34.º-2 e 50.º

43.º-4. Por “bancos centrais nacionais” deve entender-se “bancos centrais de Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação” nas seguintes disposições dos presentes Estatutos: artigos 9.º-2, 10.º-1, 10.º-3, 12.º-1, 16.º, 17.º, 18.º, 22.º, 23.º, 27.º, 30.º, 31.º, 32.º, 33.º-2 e 52.º

43.º-5. Por “accionistas” deve entender-se, no artigo 10.º-3 e no artigo 33.º-1, “bancos centrais dos Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação”.

43.º-6. Por “capital subscrito do BCE” deve entender-se, no artigo 10.º-3 e no artigo 30.º-2, “capital do BCE subscrito pelos bancos centrais dos Estados-Membros que não beneficiam de uma derrogação”.

#### Artigo 44.º

##### *Atribuições transitórias do BCE*

O BCE assumirá as atribuições do IME que, em virtude das derrogações de que beneficiem um ou mais Estados-Membros, devam ainda ser desempenhadas na terceira fase.

O BCE dará o seu parecer na preparação da revogação das derrogações referidas no artigo 122.º do presente Tratado.

#### *Artigo 45.º*

##### *Conselho Geral do BCE*

45.º-1. Sem prejuízo do disposto no n.º 3 do artigo 107.º do presente Tratado, é constituído um Conselho Geral do BCE como terceiro órgão de decisão do BCE.

45.º-2. O Conselho Geral é composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos Governadores dos bancos centrais nacionais. Os vogais da Comissão Executiva podem participar, sem direito de voto, nas reuniões do Conselho Geral.

45.º-3. As funções do Conselho Geral são as enumeradas *in extenso* no artigo 47.º dos presentes Estatutos.

#### *Artigo 46.º*

##### *Regulamento Interno do Conselho Geral*

46.º-1. O Presidente ou, na sua ausência, o Vice-Presidente do BCE preside ao Conselho Geral do BCE.

46.º-2. Nas reuniões do Conselho Geral podem participar, sem direito de voto, o Presidente do Conselho e um membro da Comissão.

46.º-3. O Presidente preparará as reuniões do Conselho Geral.

46.º-4. Em derrogação do disposto no artigo 12.º-3, o Conselho Geral aprova o seu Regulamento Interno.

46.º-5. O BCE assegurará o Secretariado do Conselho Geral.

#### *Artigo 47.º*

##### *Funções do Conselho Geral*

47.º-1. O Conselho Geral deve:

- desempenhar as atribuições referidas no artigo 44.º;
- contribuir para as funções consultivas a que se referem os artigos 4.º e 25.º-1.

47.º-2. O Conselho Geral colaborará:

- na compilação da informação estatística referida no artigo 5.º;
- na elaboração dos relatórios do BCE referidos no artigo 15.º;
- na fixação das regras necessárias ao cumprimento do disposto no artigo 26.º, como referido no artigo 26.º-4;
- na tomada de quaisquer outras medidas necessárias ao cumprimento do disposto no artigo 29.º, como referido no seu n.º 4;
- na definição do regime aplicável ao pessoal do BCE a que se refere o artigo 36.º

47.º-3. O Conselho Geral colaborará na preparação necessária para a fixação irrevogável das taxas de câmbio das moedas dos Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação em relação às moedas ou moeda dos Estados-Membros que

não beneficiem de uma derrogação, tal como previsto no n.º 5 do artigo 123.º do presente Tratado.

47.º-4. O Conselho Geral será informado pelo Presidente do BCE das decisões do Conselho do BCE.

#### *Artigo 48.º*

##### *Disposições transitórias relativas ao capital do BCE*

De acordo com o disposto no artigo 29.º-1, a cada banco central nacional é atribuída uma ponderação na tabela de repartição para subscrição do capital do BCE. Em derrogação do artigo 28.º-3, os bancos centrais dos Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação não são obrigados a realizar o capital que tenham subscrito, a menos que o Conselho Geral, deliberando por uma maioria que represente, no mínimo, dois terços do capital subscrito do BCE e, pelo menos, metade dos accionistas, decida que dele terá de ser realizada uma percentagem mínima como contribuição para cobertura dos custos de funcionamento do BCE.

#### *Artigo 49.º*

##### *Realização diferida do capital, das reservas e das provisões do BCE*

49.º-1. Os bancos centrais dos Estados-Membros cuja derrogação tenha sido revogada devem realizar a participação no capital do BCE que tenham subscrito nos mesmos termos que os outros bancos centrais dos Estados-Membros que não beneficiem de uma derrogação e devem transferir para o BCE activos de reserva, de acordo com o disposto no artigo 30.º-1. O montante a transferir será calculado multiplicando o valor em ECU, às taxas de câmbio correntes, dos activos de reserva que já tenham sido transferidos para o BCE nos termos do artigo 30.º-1, pelo quociente entre o número de acções já pagas pelo banco central nacional em causa e o número de acções já pagas pelos restantes bancos centrais nacionais.

49.º-2. Além do pagamento a efectuar em cumprimento do disposto no artigo 49.º-1, o banco central em causa deve contribuir para as reservas do BCE, para as provisões equivalentes a reservas e para o montante ainda a afectar às reservas e provisões correspondente ao saldo da conta de lucros e perdas apurado em 31 de Dezembro do ano anterior à revogação da derrogação. O valor da contribuição será calculado multiplicando o montante das reservas, tal como acima definidas e tal como constam do balanço aprovado do BCE, pelo quociente entre o número de acções subscritas pelo banco central em causa e o número de acções já pagas pelos restantes bancos centrais.

#### *Artigo 50.º*

##### *Nomeação inicial dos membros da Comissão Executiva*

Aquando da instalação da Comissão Executiva do BCE, o Presidente, o Vice-Presidente e os vogais da Comissão Executiva serão nomeados de comum acordo pelos governos dos Estados-Membros, a nível de chefes de Estado e de Governo, sob recomendação do Conselho e após consulta do Parlamento Europeu e do Conselho do IME. O Presidente da Comissão Executiva é nomeado por um período de oito anos. Em derrogação do disposto no artigo 11.º-2, o Vice-

-Presidente é nomeado por um período de quatro anos e os vogais são nomeados por períodos de cinco a oito anos. Essas nomeações não são renováveis. O número de membros da Comissão Executiva pode ser menos que o previsto no artigo 11.º-1, mas em caso algum será inferior a quatro.

*Artigo 51.º*

*Derrogação do artigo 32.º*

51.º-1. Se, após o início da terceira fase, o Conselho do BCE decidir que do cumprimento do disposto no artigo 32.º dos presentes Estatutos resultam significativas alterações nas posições relativas dos bancos centrais nacionais no que se refere aos proveitos, o montante dos proveitos a distribuir ao abrigo do referido artigo deve ser reduzido numa percentagem uniforme não superior a 60% no primeiro exercício subsequente ao início da terceira fase e decrescente de pelo menos 12% em cada um dos exercícios seguintes.

51.º-2. O disposto no artigo 51.º-1 será aplicável, no máximo, durante cinco exercícios completos após o início da terceira fase.

*Artigo 52.º*

*Câmbio de notas de banco denominadas em moedas da Comunidade*

Após a fixação irrevogável das taxas de câmbio, o Conselho do BCE tomará as providências necessárias para garantir que as notas de banco denominadas em moedas com taxas de câmbio irrevogavelmente fixadas sejam cambiadas pelos bancos centrais nacionais ao seu valor facial.

*Artigo 53.º*

*Aplicabilidade das disposições transitórias*

Se existirem Estados-Membros que beneficiem de uma derrogação, e enquanto essa situação se mantiver, são aplicáveis os artigos 43.º a 48.º

## Glossário

**Acordo de reporte (*repurchase agreement*):** acordo segundo o qual um activo é vendido, ficando o vendedor simultaneamente com o direito e a obrigação de o recomprar a um preço especificado numa data futura ou a pedido. Um acordo deste tipo é semelhante a um empréstimo com garantia, excepto no que se refere à propriedade do título que não é mantida pelo vendedor. O Eurosistema utiliza nas suas **operações reversíveis** acordos de reporte com prazo fixado. As operações de reporte estão incluídas no **M3** nos casos em que o vendedor é uma **Instituição Financeira Monetária (IFM)** e a **contraparte** é uma instituição financeira não monetária residente na **área do euro**. De acordo com o Regulamento do BCE relativo ao balanço consolidado do sector das IFM (BCE/1998/16), as **operações de reporte (repos)** são classificadas no passivo como depósitos, visto não serem negociáveis. Contudo, as operações de reporte não são incluídas no M2, dado que possuem um grau de substituíbilidade mais elevado com os títulos de curto prazo do que com os **depósitos com prazo fixo** ou os **depósitos com pré-aviso**. Além disso, têm carácter grossista, enquanto os depósitos bancários tradicionais têm carácter retalhista.

**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*):** podem ser definidos como a soma da **circulação monetária** acrescida de algumas responsabilidades das **Instituições Financeiras Monetárias (IFM)** com um nível elevado de liquidez, num sentido lato. O agregado monetário estreito M1 foi definido pelo Eurosistema como circulação monetária mais detenções por residentes na **área do euro** (excepto administração central) de **depósitos à ordem** em IFM da área do euro. O agregado monetário M2 compreende o M1 mais **depósitos a prazo** até dois anos e **depósitos com pré-aviso** até três meses. O agregado monetário largo M3 inclui o M2 mais **acordos de reporte**, acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos do mercado monetário e 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**).

**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 Banco Central Europeu (BCE)**.

**Balanço consolidado das IFM (*consolidated MFI balance sheet*):** o balanço consolidado do sector das **Instituições Financeiras Monetárias (IFM)** obtém-se compensando as posições intra-IFM no balanço agregado das IFM (empréstimos inter-IFM e depósitos de fundos do mercado monetário em IFM, por exemplo). Fornece informações sobre os activos e os passivos do sector das IFM para com os residentes na **área do euro** não pertencentes

a este sector (as **administrações públicas** e outros residentes na área do euro) e para com não residentes na área do euro. O 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, nos termos dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, que através dos bancos centrais nacionais.

**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**.

**Circulação monetária (*currency in circulation*):** inclui tanto notas como moedas em circulação normalmente utilizadas para efectuar pagamentos. Inclui notas emitidas pelo **Eurosistema**, bem como as moedas emitidas por alguns bancos centrais nacionais do Eurosistema e pela administração central. A circulação monetária incluída no M3 é um conceito líquido, ou seja, refere-se apenas a notas e moedas em circulação detidas fora do sector das **Instituições Financeiras Monetárias (IFM)**, como demonstrado no **balanço consolidado das IFM** (o que implica que a moeda emitida mas detida pelas IFM – designada por “valores em caixa” (*vault cash*) – foi subtraída). A circulação monetária não inclui o *stock* de notas próprio do banco central (já que não estão emitidas), nem moedas comemorativas, que não são normalmente utilizadas para efectuar pagamentos.

**Comissão Europeia (Comissão das Comunidades Europeias) (*European Commission (Commission of the European Communities)*):** instituição da Comunidade Europeia que assegura a aplicação das disposições do **Tratado**, dispõe de poder de iniciativa para as políticas da Comunidade, propõe legislação comunitária e exerce poderes em áreas específicas. Na área da política económica, a Comissão formula recomendações respeitantes às orientações gerais de política económica 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 quatro outros membros, nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos **Estados-membros** que tenham adoptado o euro.

**Comité Económico e Financeiro (*Economic and Financial Committee*):** 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. Um dos dois membros nomeados por cada Estado-membro é seleccionado de entre os altos funcionários da respectiva administração nacional e o outro de entre altos funcionários do respectivo banco central nacional. O n.º 2 do artigo 114.º do **Tratado** contém uma lista das atribuições do Comité Económico e Financeiro, as quais incluem o acompanhamento da situação económica e financeira dos Estados-membros e da Comunidade.

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

**Conselho da UE (*EU Council*):** instituição da Comunidade Europeia. É composto 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 das 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*):** um dos órgãos governativos do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto pelos membros da **Comissão Executiva** do BCE e pelos Governadores dos bancos centrais nacionais dos **Estados-membros** que tenham adoptado o **euro**.

**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 do Presidente da **Comissão Europeia** (ver também **Conselho da UE**).

**Conselho Geral (*General Council*):** um dos órgãos governativos do **Banco Central Europeu (BCE)**. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos Governadores de todos os 15 bancos centrais nacionais da UE.

**Contraparte (*counterparty*):** a parte oposta numa transacção financeira (por exemplo, em qualquer transacção com o 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 ou 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, outros títulos de participação e títulos de dívida, incluindo títulos do mercado monetário. Dado que os títulos podem ser vistos como uma fonte alternativa de fundos para 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 I 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 participação na **União Económica e Monetária (UEM)**. 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. Os relatórios apresentados em conformidade com o n.º I do artigo 121.º pela **Comissão Europeia** e pelo **IME** em 1998 examinaram se cada **Estado-membro** tinha alcançado um elevado grau de convergência sustentável, com base no cumprimento destes critérios.

**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 M3).

**Depósitos com prazo fixo (*deposits with an agreed maturity*):** esta categoria de instrumento compreende principalmente os depósitos a prazo com um determinado vencimento, que podem, dependendo das práticas nacionais, não ser convertíveis antes do vencimento ou ser convertíveis mas sujeitos a uma penalização. Compreendem ainda alguns instrumentos de dívida não negociáveis, tais como certificados de depósito (a retalho) não negociáveis. Os depósitos a prazo até dois anos estão incluídos no M2 (e, consequentemente, no M3), enquanto os depósitos com prazo superior a dois anos estão incluídos nas responsabilidades financeiras (não monetárias) a mais longo prazo do sector das **Instituições Financeiras Monetárias (IFM)**.

**Depósitos com pré-aviso (*deposits redeemable at notice*):** esta categoria de instrumento compreende os depósitos de poupança relativamente aos quais o detentor tem de respeitar um período fixo de pré-aviso antes de poder levantar fundos. Em alguns casos, existe a possibilidade de levantar 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 pertencem ao M2 (e, consequentemente, ao M3), enquanto os depósitos com um pré-aviso mais alargado pertencem às responsabilidades financeiras (não monetárias) a mais longo prazo do sector das **Instituições Financeiras Monetárias (IFM)**.

**Desvio do produto (*output gap*):** diferença entre os níveis observados e potenciais do produto de uma economia expressa em percentagem do produto potencial. A taxa de crescimento do produto potencial pode ser considerada a taxa de crescimento do produto real que pode ser sustentada a médio e longo prazo, o que, na prática, pode ser semelhante à taxa da tendência de crescimento da economia. É muito difícil estimar, em tempo real, o produto potencial e, por conseguinte, também o desvio do produto.

**ECU (Unidade de Conta Europeia) (*ECU (European Currency Unit)*):** anteriormente à Terceira Fase da UEM, o ECU foi 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 oficial serviu como numerário do MTC e como activo de reserva para os bancos centrais.

**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 a particulares, a sociedades não financeiras e ao Estado. Os empréstimos a particulares 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 vigente no mercado interbancário *overnight* do euro. É calculada como uma média ponderada das taxas de juro dos contratos *overnight* sem garantia dos depósitos denominados em euros, comunicada por um painel de bancos contribuintes.

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

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

**Estabelecimento de objectivos para a taxa de câmbio (*exchange rate targeting*):** estratégia de política monetária com vista à manutenção da estabilidade de preços incidindo numa taxa de câmbio 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 **Banco Central Europeu (BCE)**. 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. O Conselho do BCE anunciou que, de acordo com esta definição, a estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo. A definição estipula um limite superior para a taxa de inflação medida e, ao mesmo tempo, o uso da palavra “aumento” assinala que a deflação, ou seja, descidas prolongadas no nível do IHPC, não é considerada compatível com a estabilidade de preços.

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

**Estratégia de dois pilares (*two-pillar strategy*):** a estratégia de política monetária do **Banco Central Europeu (BCE)** assenta na definição quantitativa de **estabilidade de preços** e em dois enquadramentos analíticos (“pilares”) que contribuem para a avaliação dos riscos para a estabilidade de preços no futuro. O primeiro pilar atribui um papel proeminente à moeda – a evolução monetária e do crédito é rigorosamente analisada pelo seu conteúdo informativo. Inclui um valor de referência para o crescimento monetário e diversos modelos nos quais a evolução monetária e do crédito desempenham um papel importante na determinação ou projecção da evolução dos preços. O segundo pilar consiste na análise de um vasto conjunto de outras variáveis económicas e financeiras. Inclui vários modelos nos quais as pressões dos custos e a relação entre oferta e procura nos mercados de bens, serviços e de trabalho determinam a evolução dos preços.

**EURIBOR (taxa interbancária de oferta do euro) (*EURIBOR (euro interbank offered rate)*):** taxa à qual um banco principal está disposto a conceder empréstimos em euro 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 três casas decimais.

**Euro (*euro*):** designação da moeda europeia adoptada pelo **Conselho Europeu** na reunião de Madrid de 15 e 16 de Dezembro de 1995 e usada em substituição do termo genérico **ECU (Unidade de Conta Europeia)** utilizado no **Tratado**.

**Eurosistema (*Eurosystem*):** 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). Actualmente, fazem parte do

Eurosistema 12 bancos centrais nacionais. O Eurosistema é governado pelo **Conselho do BCE** e pela **Comissão Executiva do BCE**.

**Eurostat (Eurostat)**: Instituto de Estatísticas das Comunidades Europeias. O Eurostat faz parte da **Comissão Europeia** e é responsável pela produção das estatísticas comunitárias. Recolhe e processa sistematicamente os dados, produzidos principalmente pelas autoridades nacionais, no âmbito de programas completos de estatísticas comunitárias de cinco anos.

**Facilidade permanente (standing facility)**: facilidade do banco central à qual as **contrapartes** têm acesso por sua própria iniciativa. O Eurosistema disponibiliza duas facilidades permanentes pelo prazo *overnight*: a **facilidade permanente de cedência de liquidez** e a **facilidade permanente de depósito**.

**Facilidade permanente de cedência de liquidez (marginal lending facility)**: facilidade permanente do Eurosistema que as **contrapartes** podem utilizar para receber crédito pelo prazo *overnight* de um banco central nacional a uma taxa de juro fixada antecipadamente contra activos elegíveis (ver **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 **taxas de juro directoras do BCE**).

**Garantias (collateral)**: activos usados como caução de reembolso em operações de empréstimos (por exemplo, pelo banco central às **instituições de crédito**), bem como activos vendidos (por exemplo, aos bancos centrais por instituições de crédito) em **operações de reporte**.

**Independência dos bancos centrais (central bank independence)**: tanto o artigo 108.º (ex-artigo 107.º) do **Tratado** como o artigo 7.º dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu estabelecem o princípio de independência do banco central. No exercício dos seus poderes e no cumprimento das atribuições e deveres que lhes foram conferidos, o **Banco Central Europeu (BCE)**, os bancos centrais nacionais (BCN) 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 outro órgão. Ao mesmo tempo, as instituições e organismos comunitários dos Estados-membros comprometem-se a respeitar este princípio e a não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE ou dos BCN.

**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)*):** o IHPC foi desenvolvido pela Comissão Europeia (Eurostat), em estreita colaboração com os institutos nacionais de estatística e o **Instituto Monetário Europeu (IME)** e posteriormente o **Banco Central Europeu (BCE)**. O IHPC é a medida de preços utilizada pelo BCE para definir a **estabilidade de preços** em termos quantitativos.

**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. De acordo com esta definição, uma instituição de crédito é (a) uma empresa cuja actividade principal consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder créditos por sua própria conta, ou (b) uma instituição de moeda electrónica, segundo a Directiva 2000/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Setembro de 2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial.

**Instituições Financeiras Monetárias (IFM) (*Monetary Financial Institutions (MFIs)*):** instituições financeiras que constituem o sector emitente de moeda da **área do euro**. Incluem os bancos centrais, as **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, após a criação do **Banco Central Europeu (BCE)**, em 1 de Junho de 1998.

**Investimento (*investment*):** formação bruta de capital fixo, tal como definida no **Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95)**.

**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:** ver **agregados monetários**.

**Mecanismo de transmissão (*transmission mechanism*):** processo através do qual as decisões de política monetária afectam a economia em geral e o nível dos preços em particular. Inclui uma variedade de canais de transmissão complexos e frequentemente interligados.

**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 de garantia de taxas.**

**Mercado de títulos (*equity market*):** mercado em que os títulos de participação são emitidos e transaccionados. Os títulos representam uma percentagem de propriedade de uma empresa. A principal diferença entre título de participação e título de dívida consiste no facto de o primeiro não necessitar de ser reembolsado pelo emitente.

**Mercado de títulos de dívida (*debt securities market*):** mercado em que os instrumentos de dívida são emitidos e transaccionados. Um título de dívida representa uma promessa de efectuar pagamentos regulares por um determinado período de tempo.

**Mercado monetário (*money market*):** mercado no qual fundos de curto prazo são captados, investidos e transaccionados utilizando instrumentos cujo prazo original é, em geral, inferior a um ano.

**Mercado obrigacionista (*bond market*):** mercado em que os títulos de dívida de mais longo prazo são emitidos e transaccionados. Ver **mercado de títulos de dívida.**

**Mercados financeiros (*financial markets*):** mercados nos quais uma entidade que se encontra numa situação excedentária de fundos empresta 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 da política cambial entre a **área do euro** e os **Estados-membros da UE** que não pertencem à 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 da UE 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. Alterações na oferta de moeda não terão, por conseguinte, qualquer efeito de longo prazo em variáveis como o produto real, o desemprego ou as 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, obrigações ou acções) 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, envolvendo uma das seguintes transacções: (i) compra ou venda definitiva de activos (à vista ou a prazo); (ii) compra ou venda de activos através de **acordo de reporte**; (iii) operações activas ou passivas garantidas por activos subjacentes (**garantia**); (iv) emissão de certificados de dívida do banco central; (v) constituição de depósitos com 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 com um prazo de três meses.

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

**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 nos mercados.

**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 e com um prazo de duas semanas.

**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 **garantia**.

**Orientações Gerais de Política Económica (OGPE) (*Broad Economic Policy Guidelines (BEPGs)*):** adoptadas uma vez por ano 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*):** consiste em 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 numa Resolução do **Conselho Europeu** relativa ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, adoptada na Cimeira de Amsterdão a 17 de Junho de 1997. O Pacto constitui um meio de salvaguardar a solidez das finanças públicas na Terceira Fase da **União Económica e Monetária (UEM)** por forma a reforçar as condições para a **estabilidade de preços** e para um forte crescimento sustentável conducente à criação de emprego. Mais precisamente, posições orçamentais próximas do equilíbrio ou excedentárias são exigidas como o objectivo a médio prazo que 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 apresentarão **programas de estabilidade**, enquanto os países não participantes continuarão a ter programas de convergência.

**Parlamento Europeu (*European Parliament*):** composto por representantes dos cidadãos dos **Estados-membros**. Faz 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 sobre a política monetária e audições perante os comités parlamentares competentes).

**Período de constituição (*maintenance period*):** período durante o qual se calcula o cumprimento das **reservas mínimas** por parte das **instituições de crédito**. O período de constituição de reservas mínimas do **Eurosistema** é de um mês, tendo início no dia 24 de cada mês e terminando no dia 23 do mês seguinte.

**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*):** procedimento definido no artigo 104.º do **Tratado** e especificado no Protocolo N.º 20 relativo ao procedimento dos défices excessivos. O artigo 104.º impõe aos **Estados-membros** a manutenção de disciplina orçamental, define as condições que deverão prevalecer de forma a que uma situação orçamental seja considerada satisfatória e regulamenta as posições a tomar no caso de incumprimento destas condições. Em particular, especifica os **critérios de convergência** orçamental (**rácio do défice orçamental** e **rácio da dívida pública**), o procedimento conducente e subsequente a uma decisão do **Conselho da UE** da existência de um défice excessivo num determinado Estado-membro, incluindo outras actuações a levar a cabo no caso de persistência de uma situação de défice excessivo. O **Pacto de Estabilidade e Crescimento** inclui ainda disposições que têm como objectivo clarificar e acelerar a adopção do procedimento relativo aos défices excessivos.

**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 e a remuneração da detenção de moeda.

**Programas de estabilidade (*stability programmes*):** os **Estados-membros** que tenham adoptado a moeda única devem fornecer planos governamentais a médio prazo, incluindo as suas hipóteses no que respeita à evolução de variáveis económicas fundamentais, para o cumprimento do objectivo a médio prazo de uma posição orçamental próxima do equilíbrio ou excedentária, tal como é referido no **Pacto de Estabilidade e Crescimento**. Estes programas salientam 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**. Os seus relatórios servem de base à avaliação pelo Conselho **ECOFIN**, realçando, em particular, o facto de o objectivo orçamental a médio prazo no programa fornecer ou não uma margem de segurança adequada por forma a evitar um défice excessivo. Os países que ainda não tenham adoptado 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. As projeções da área do euro são obtidas de um modo consistente com as projeções de cada país, sendo parte integrante do segundo pilar da estratégia de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) e um dos vários elementos considerados pelo Conselho do BCE para a avaliação dos riscos para a estabilidade de preços.

**Rácio da dívida (*debt ratio*):** objecto de um dos critérios de convergência orçamental estabelecidos 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 dívida global bruta, em valor nominal, existente no final do exercício, e consolidada pelos diferentes sectores das administrações públicas. As administrações públicas encontram-se definidas no Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95).

**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 de convergência orçamental 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. As administrações públicas encontram-se definidas no Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95).

**Reservas mínimas (*reserve requirement*):** montante mínimo de reservas que uma instituição de crédito é obrigada a constituir no 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 da 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*):** princípio segundo o qual uma autoridade com poder de decisão é responsabilizada pelas suas acções.

**Sistema de Transferências Automáticas Transeuropeias de Liquidações pelos Valores Brutos em Tempo Real (TARGET) (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET)*):** sistema de pagamentos composto por um sistema de

liquidação por bruto em tempo real (SLBTR) em cada um dos 15 Estados-membros e pelo mecanismo de pagamentos do **Banco Central Europeu (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.

**Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) (*European System of Central Banks (ESCB)*)**: o SEBC é constituído pelo **Banco Central Europeu (BCE)** e pelos bancos centrais nacionais dos 15 Estados-membros, ou seja, inclui, para além dos membros do **Eurosistema**, os bancos centrais nacionais dos Estados-membros que ainda não tenham adoptado 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 é a versão comunitária do Sistema de Contas Nacionais das Nações Unidas. 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)*)**: um 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** foi estabelecido.

**Swap cambial (*foreign exchange swap*)**: duas transacções simultâneas à vista e a prazo de uma moeda contra outra. O **Eurosistema** poderá executar operações de política monetária 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 um dado montante de **euros** contra uma moeda estrangeira e, simultaneamente, vendem ou compram aquele montante em data valor futura fixada.

**Swap**: acordo de câmbio de fluxos de tesouraria futuros de acordo com uma fórmula pré-acordada (ver *swap cambial*).

**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 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 a que as **contrapartes** podem apresentar propostas em leilões de taxa variável (ver **taxas de juro directoras do BCE**).

**Taxas de câmbio efectivas reais (*real effective exchange rates*):** ver **taxas de câmbio efectivas (nominais/reais)**.

**Taxas de câmbio efectivas (nominais/reais) (*effective exchange rates (nominal/real)*):** as taxas de câmbio efectivas nominais consistem numa média ponderada de taxas de câmbio bilaterais seleccionadas. A taxa de câmbio efectiva nominal do euro calculada pelo **Banco Central Europeu (BCE)** é uma média ponderada geométrica das taxas de câmbio do euro face às moedas de 13 parceiros comerciais da **área do euro**. Os pesos reflectem as quotas de comércio dos respectivos países no comércio da área do euro. As taxas de câmbio efectivas reais são taxas de câmbio efectivas nominais corrigidas das diferenças entre preços e custos externos e internos. Constituem, pois, medidas da competitividade dos preços e dos custos. A taxa de câmbio efectiva real para o euro é calculada com base em índices de preços no consumidor (por exemplo, o **Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)** para a área do euro e outros Estados-membros da UE).

**Taxas de câmbio efectivas nominais (*nominal effective exchange rates*):** ver **taxas de câmbio efectivas (nominais/reais)**.

**Taxas de juro de longo prazo harmonizadas (*harmonised long-term interest rates*):** o Protocolo N.º 21 relativo aos **critérios de convergência** a que se refere o artigo 121.º (ex-artigo 109.º-J) do **Tratado** estipula que a convergência das taxas de juro seja calculada com base em taxas de juro sobre obrigações do Estado a longo prazo ou outros títulos semelhantes, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais. O **Instituto Monetário Europeu (IME)** levou a cabo, por conseguinte, um trabalho conceptual sobre a harmonização de estatísticas de taxas de juro de longo prazo e recolheu os dados dos bancos centrais nacionais em nome da **Comissão Europeia (Eurostat)**. Esta tarefa foi assumida pelo **Banco Central Europeu (BCE)**.

**Taxas de juro directoras do BCE (*key ECB interest rates*):** taxas de juro que determinam a orientação da política monetária do **Banco Central Europeu (BCE)**, fixadas pelo **Conselho do 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**.

**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 institui 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 institui 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, introduzirá novas alterações ao Tratado que institui a Comunidade Europeia e ao Tratado da União Europeia, após a sua ratificação e entrada em vigor.

**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 monetário 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 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 pública** (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** atribui à moeda um papel proeminente na condução da política monetária única, implicando a análise detalhada dos **agregados monetários** e das suas contrapartidas, no que respeita ao seu conteúdo informativo sobre a evolução futura dos preços. Tal é assinalado através do anúncio de um valor de referência para a taxa de crescimento do agregado monetário **M3**. O valor de referência é calculado de forma consistente, servindo para alcançar a definição de **estabilidade de preços** do Conselho do BCE, com base em pressupostos a 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.

## Bibliografia

### Capítulo 1

#### *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 (2000), *Relatório Anual 1999*, Abril

BCE (2000), *Relatório de Convergência 2000*, Maio

#### *Outros documentos*

IME (1998), *Relatório de Convergência 1998*, Março

Padoa-Schioppa, T. (1994), *The road to Monetary Union in Europe: the Emperor, the Kings, and the Genies*, Oxford University Press

Zilioli, C. e M. Selmayr (1999), *The European Central Bank, its system and its law (first part)*, *Euredia*, número 2, pp. 187-230

Zilioli, C. e M. Selmayr (1999), *The European Central Bank, its system and its law (second and third part)*, *Euredia*, número 3, pp. 307-364

### 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), 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

*Outros documentos*

Comissão Europeia (1990), *One Market, One Money, European Economy*, edição especial, N.º 1

Fabiani, S. e R. Mestre (2000), *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, Documento de Trabalho do BCE N.º 17, Março

Layard, P.R. G., S. Nickell e R. Jackman (1991), *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press

Noyer, C. (1998), *The euro in the global financial market*, *Economic and Financial Review*, vol. 5, pp. 167-175

Roseveare, D. et al. (1996), *Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries*, Documento de Trabalho N.º 168 do Departamento de Economia da OCDE

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), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, relatório, Junho

#### *Outros documentos*

BCE e Centro de Estudos Financeiros da Universidade Johann Wolfgang Goethe em Frankfurt (1999), *Monetary policy-making under uncertainty*, conferência realizada em 3 e 4 de Dezembro de 1999, Frankfurt

BCE (2001), *Why price stability?* (Primeira Conferência do BCE sobre Banca Central), Frankfurt

BCE (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (actas da conferência), Frankfurt

Brand, C. e N. Cassola (2000), *A money demand system for euro area M3*, Documento de Trabalho do BCE N.º 39, Novembro

Calza, A., A. Jung e L. Stracca (2000), *An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area*, *Review of World Economics*, vol. 136, pp. 680-701

Calza, A., C. Gartner e J. Sousa (2001), *Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area*, Documento de Trabalho do BCE N.º 55, Abril

Coenen, G. e J.-L. Vega (1999), *The demand for M3 in the euro area*, Documento de Trabalho do BCE N.º 6, Setembro

Domingo-Solans, E. (2000), *Monetary policy under inflation targeting*, contribuição apresentada na Quarta Conferência Anual do Banco Central de Chile, Santiago do Chile

- Duisenberg, W. (2000), *From the EMI to the ECB*, discurso proferido no Simpósio do Bicentenário da Banque de France, Paris, 30 de Maio de 2000
- Fagan, G., J. Henry e R. Mestre (2000), *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Documento de Trabalho do BCE N.º 42, Dezembro
- 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., V. Gaspar, I. Angeloni e O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*
- Nicoletti-Altimari, S. (2001), *Does money lead inflation in the euro area?*, Documento de Trabalho do BCE N.º 63, Maio
- Stracca, L. (2001), *The functional form of the demand for euro area M1*, Documento de Trabalho do BCE N.º 51, Março
- Winkler, B. (2000), *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, Documento de Trabalho do BCE N.º 26, Agosto

## Capítulo 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 (2000), A política monetária única na Terceira Fase: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema, Novembro
- BCE (2001), O quadro de garantias do Eurosistema, *Boletim Mensal*, Abril

### *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. (2000), *Main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*, contribuição para a conferência do BCE sobre o enquadramento operacional do Eurosistema e dos mercados financeiros, realizada em 5-6 de Maio de 2000 em Frankfurt, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Blinder, A. S. (1998), *Central banking in theory and practice*, MIT Press

Borio, C. (1997), *Monetary policy operating procedures in industrial countries, Implementation and tactics of monetary policy*, documentos das conferências do Banco de Pagamentos Internacionais, N.º 3, pp. 286-368

Hämäläinen, S. (2000), *The operational framework of the Eurosystem*, contribuição para a conferência do BCE sobre o enquadramento operacional do Eurosistema e os mercados financeiros, realizada em 5-6 de Maio de 2000 em Frankfurt, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

IME (1997), *The single monetary policy in Stage Three – Specification of the operational framework*, Janeiro

Manna, M., H. Pill e G. Quirós (2001), *The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy*, *International Finance*, número 4(1)

## Capítulo 5

### *Publicações oficiais do BCE*

BCE (2000), *Decisões de política monetária no contexto da estratégia do Eurosistema, Relatório Anual 1999*, Capítulo I

BCE (2001), *Análise geral: decisões de política monetária em 2000, Relatório Anual 2000*, Capítulo I

### *Outros documentos*

Duisenberg, W. F. (1998, 1999 e 2000), *Declarações introdutórias proferidas na audiência perante o Comité de Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu*, 8 de Dezembro de 1998, 18 de Janeiro de 1999, 19 de Abril de 1999, 29 de Novembro de 1999, 20 de Março de 2000, 20 de Junho de 2000, 12 de Setembro de 2000 e 23 de Novembro de 2000

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



## Índice remissivo

Acordo de reporte	32-33, 61, 63, 68-70, 125
Administrações públicas	14, 18-20, 24-25, 27, 125
Agregados monetários	31-33, 43-44, 47, 49, 54, 80, 82, 85, 125
Área do euro	9-10, 13-35, 125
Balanço consolidado das IFM	31, 126
Banco Central Europeu (BCE)	7, 9-12, 126
Base de incidência	69-71, 126
Base monetária	59, 126
Circulação monetária	32-33, 126
Comissão Europeia	12, 20, 39-40, 52, 126
Comissão Executiva do BCE	11, 126
Comité Económico e Financeiro (CEF)	98-99, 127
Comunidade Económica Europeia (CEE)	138, 140
Conselho da UE	12, 19-20, 41, 127
Conselho do BCE	10-11, 38, 40-46, 127
Conselho Geral do BCE	127
Contraparte	63, 127
Contrato a prazo sobre taxas de juro	26, 127
Contrato de futuros	26-27, 127
Ver também contrato a prazo sobre taxas de juro	
Crédito	23, 25, 43, 47, 80-81, 86, 128
Critérios de convergência	9, 128
Depósitos à ordem	32-33, 69, 128
Ver também depósitos pelo prazo <i>overnight</i>	
Depósitos com prazo fixo	32, 128
Depósitos com pré-aviso	32, 128
Depósitos pelo prazo <i>overnight</i>	61-62
Desvio do produto	129

ECOFIN	12, 41, 127
Estabelecimento de objectivos em matéria de inflação	48, 57, 129
Estabelecimento de objectivos monetários	48, 57, 129
Estabelecimento de objectivos para a taxa de câmbio	48, 130
Estabilidade de preços	7, 9-13, 17, 20, 37-59, 79-86, 130
Estado-membro	9-12, 17-20, 40, 63-64, 68, 130
Estratégia de dois pilares	37-57, 130
Euro	9, 130
Eurosistema	9-10, 130
Eurostat	39-40, 52, 131
Facilidade permanente	65, 75, 131
Facilidade permanente de cedência de liquidez	61-65, 72-75, 81, 85, 131, 139
Facilidade permanente de depósito	61-65, 72-75, 81, 85, 131
Garantias	61, 63, 131
Independência dos bancos centrais	11, 55, 131
Indicadores avançados	43, 47, 54, 131
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)	38-40, 52, 82, 132
Índice <i>overnight</i> médio do euro (EONIA)	27, 64, 129
Instituição de crédito	22-23, 30-31, 60, 63, 69, 76, 132
Instituições Financeiras Monetárias (IFM)	23-35, 132
Instituto Monetário Europeu (IME)	40, 132
Investimento	17, 24, 43-44, 132
Leilão normal	65-68, 132
M1	32, 49, 81, 83, 132
M2	32, 132
M3	32-33, 46-50, 80-81, 83, 85, 132
Mecanismo de transmissão	37, 41-44, 46-47, 54-55, 60, 133
Mercado bolsista	29-30, 133
Mercado de derivados	27, 133
Mercado de obrigações, mercado obrigacionista	29, 133

Mercado de títulos	29-30, 133
Mercado de títulos de dívida	27, 29, 133
Mercado monetário	23-27, 30-34, 42, 45, 59-80, 133
Mercados financeiros	22-29, 38, 51, 64, 82, 86, 133
Neutralidade da moeda	41, 134
Opção	26, 134
Operação de mercado aberto	59-74, 78, 134
Operação de refinanciamento de prazo alargado	65-67, 74-78, 134
Operação de reporte	134
Operação ocasional de regularização	65, 67-68, 74-75, 78, 135
Operação principal de refinanciamento	42, 61-67, 72-85, 135
Operação reversível	61-62, 67-68, 135
Orientações Gerais de Política Económica (OGPE)	41, 135
Pacto de Estabilidade e Crescimento	17, 19, 135
Parlamento Europeu	12, 56-57, 136
Período de constituição	70-77, 136
Procedimento relativo aos défices excessivos	19, 92-93, 136
Procura de moeda	47-50, 136
Programas de estabilidade	19, 136
Projeções elaboradas por especialistas do Eurosistema	53-54, 137
Rácio da dívida	20, 137
Rácio de reserva	69-71, 137
Rácio do défice	18-19, 137
Reservas mínimas	63, 65, 69-72, 137
Responsabilização	12, 38, 55-56, 137
Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)	9-10, 138
Sistema Europeu de Contas 1995 (SEC 95)	138
Sistema Monetário Europeu (SME)	49, 138
Swap cambial	62, 67-68, 75, 138
Swap	26-27, 62, 67-68, 75, 138

TARGET	26, 137
Taxa central bilateral	133
Taxa de participação da população activa	14, 16, 138
Taxa interbancária de oferta do euro (EURIBOR)	27, 130
Taxas de câmbio efectivas	139
Taxas de câmbio efectivas nominais	21-22, 139
Taxas de câmbio efectivas reais	21-22, 139
Taxas de juro de longo prazo harmonizadas	139
Taxas de juro directoras do BCE	64-65, 84, 86, 139
Terceira Fase da UEM	7-8, 17, 19, 23, 28, 48, 59, 64, 70, 79-80, 136
Transacção definitiva	67-68, 139
Transparência	31, 37-38, 55-57, 60
Tratado	7, 9-12, 19-20, 37-38, 41, 56-57, 60, 87-104, 140
União Económica e Monetária (UEM)	7, 140
Unidade de Conta Europeia (ECU)	129
Valor de referência para a situação orçamental	19, 140
Valor de referência para o crescimento monetário	47-50, 79-85, 140