



1290000426



TCC/UNICAMP Sh92t

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**



CEDOC/IE/UNICAMP

MONOGRAFIA

***TRAJETÓRIA DA UNIÃO POLÍTICA NA EUROPA-
UM ENFOQUE NA NOVA MOEDA***

CEDOC/IE/UNICAMP

**RODRIGO SILVA SHUGASTRU
RA 971569**

ORIENTADOR: PROF. Dr. JULIO SÉRGIO GOMES DE ALMEIDA

2000

**TCC/UNICAMP
Sh92t
IE/426**

ÍNDICE

Introdução	3
1) Breve Explicação Histórica	3
2) Principais Instituições da União Européia	4
3) O Tratado de Maastricht	6
4) O Tratado de Amsterdã	15
Capítulo I – O Banco Central Europeu e Sistema Europeu de Bancos Centrais	24
1) Aspectos Coordenadores	24
2) A Estruturação do Euro – Sistema	25
3) O Processo de Convergência	27
4) A Política Monetária Sobre Dois Pilares	30
5) A Execução da Política Monetária	34
Capítulo II – Transformações Institucionais nos Mercados Financeiros	39
1) Aspectos da Descoordenação	39
2) Redesenho das Estruturas Financeiras	41
3) Supervisão e Regulação Prudencial	47
4) Sistemas de Pagamentos	52
Conclusão	57
Bibliografia	59

INTRODUÇÃO

O objetivo desta introdução é delineado pela discussão de alguns aspectos relativos ao processo histórico da constituição da União Européia, além de aspectos econômicos e institucionais que articularam a convergência para o surgimento da moeda única. No primeiro capítulo será discutido a estruturação formal e orgânica e a dinâmica de funcionamento das instituições que articulam o sistema de moeda central, ou seja, o Banco Central Europeu e o Sistema Europeu de Bancos Centrais. No segundo capítulo a discussão se fará em torno do funcionamento e do redesenho dos mercados financeiros e outros aspectos relacionados à supervisão, regulação e aos meios de pagamentos.

1. Breve Explicação Histórica

O Tratado que Institui a Comunidade Económica Européia (conhecido como Tratado de Roma) foi assinado a 25 de março de 1957 concomitante à assinatura do Tratado que Institui a Comunidade Européia da Energia Atômica — ambos, vinham marcados pela conflagração mundial das década anteriores e com o sentido de construção de uma paz duradoura. Incorporavam no seu bojo a experiência do Tratado que institui a Comunidade Européia de Carvão e Aço de 1951. Todos os tratados assinados por seis países (Bélgica, Alemanha, França, Itália, Luxemburgo e Holanda)

De qualquer Maneira, já presidia estes Tratados a idéia de uma Europa com um mercado comum sem barreiras aduaneiras — o que só veio se concretizar no ano de 1968. Entretanto, é a partir do Ato Europeu Único (*Single European Act*), de 28 de fevereiro 1986, que se explicita o interesse das nações envolvidas em estabelecer uma Europa unificada e com livre comércio. A partir de 1990, são aceleradas as medidas neste sentido, com a flexibilização de controles cambiais e barreiras entre os sistemas financeiros. Em 1º de janeiro de 1993, passa a existir o Mercado Único para a livre movimentação de bens, serviços, capitais e pessoas

Durante todo o período desde o Tratado de Roma caminhou-se, com marchas e contramarchas no sentido de buscar a construção de uma Europa estruturada em torno de seus interesses comuns. É no Tratado da União Européia, também conhecido por Tratado de Maastricht, que estes esforços se cominam. Este Tratado foi assinado pelos governos da União Européia em Maastricht, Holanda, em 7 de fevereiro de 1992 e entrou em vigência em 1993. É ele que unifica os três Tratados anteriores e incorpora através de Protocolos no seio da União Européia o Banco Europeu de Investimentos e o Tribunal de Justiça.

Dado o estabelecimento de critérios de convergência para edificação de uma moeda única, o terreno é preparado para a constituição de instituições de controle desse processo de convergência. até um novo processo de síntese em 02 de outubro de 1997 com a formalização do Tratado de Amsterdã — que com a mesma lógica do Tratado de Maastricht, articula e amplia os Tratados e Protocolos anteriores. Em síntese, naquilo que interessa a este trabalho, será discorrido a seguir.

2. Principais Instituições da União Européia

Uma vez que algumas das Instituições Européias serão citadas ao longo do trabalho farei uma descrição sucinta do arcabouço institucional da União Européia.

Os principais órgãos da União Européia, constituída de 15 Estados-membros são:

- Parlamento Europeu;

- Conselho da União Européia

- Comissão Européia;

- Tribunal de Contas,

- Tribunal de Justiça e o Tribunal de Primeira Instância;

- Comitê Econômico Social (ECSC) e Comitê das Regiões;

- Banco Central Europeu;

- Banco Europeu de Investimentos

Parlamento Europeu: reúne 626 deputados eleitos por cinco anos por sufrágio universal dentro de cada País-membro; responsável pela investidura dos membros da Comissão Europeia — podendo destitui- participa na orientação de elaboração e leis e diretivas de interesse comum dos Países-membros, vota o orçamento e examina demandas dos cidadãos;

Conselho da União Europeia: reúne 15 Chefes de Estado ou de Governo; determina as grandes orientações, cada país assume a presidência em rodízio de 6 meses;

Comissão Europeia: reúne 20 personalidades indicadas pelos Estados-membros por 5 anos; propõe leis (regulamentos e diretivas), consolida e executa as políticas comunitárias, zela pelo cumprimento das leis comunitárias, zela pelo respeito aos tratados e representa a União Europeia nas negociações.

Tribunal de Contas: controla as contas, dá pareceres e os avisos necessários de acordo com sua avaliação das contas;

Tribunal de Justiça e o Tribunal de Primeira Instância: zelam pelo respeito à legislação comunitária e julgam os litígios entre Estados-membros, Instituições Comunitárias, associações, empresas e jurisdições;

Comitê Econômico Social (ECSC) e Comitê das Regiões: funcionam como órgãos de consultas;

Banco Central Europeu: órgão responsável pela condução da política monetária comum, tem total independência;

Banco Europeu de Investimentos: sua função é financiar e sustentar o desenvolvimento equilibrado da União.

3. O Tratado de Maastricht

3.1) O Tratado

O Tratado da União Européia (TUE), conhecido como Tratado de Maastricht, compõe-se de:

T.I. (Título 1) — Disposições Gerais;

T.II. — Disposições que alteram o Tratado que institui a Comunidade Económica Européia (Tratado de Roma, de 25.mar.1957), tendo em vista a instituição da Comunidade Européia;

T.III — Disposições que Alteram o Tratado que institui a Comunidade Européia do Carvão e do Aço (18.abr.1951);

T.IV — Disposições que Alteram o Tratado que institui a Comunidade Européia de Energia Atômica (25.mar.1957);

T.V — Disposições relativas à política externa e de segurança comum;

T.VI — Disposições relativas à cooperação no domínio da justiça e dos assuntos internos; e

T.VII. — Disposições finais.

Desta forma, o Tratado de Maastricht organiza, modifica e articula tratados anteriores. Faz parte do Tratado novas disposições e, ainda, anexam-se protocolos que

estabelecem as diretivas e instrumentos de controlos do processo convergência europeia para a instituição de um padrão monetário comum :

Protocolo 3 - Relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu;

Protocolo 4 - Relativos aos Estatutos do Instituto Monetário Europeu (IME);

Protocolo 5 - Sobre o procedimento relativo aos déficits excessivos

Protocolo 6 - Relativo aos critérios de convergência a que se refere o Artigo 109 - J do Tratado que institui a Comunidade Europeia. A norma trata dos procedimentos de acompanhamento dos países por parte da Comissão Europeia e do IME;

Protocolo 10 - Relativo à passagem para a terceira fase da União Económica Monetária.

3.2) Critérios de Convergência para a adoção da moeda única

Os quatro critérios de convergência definidos pelo Tratado de Maastricht são:

- i) estabilidade dos preços;
- ii) desempenho fiscal, especificamente dívida e déficits públicos;
- iii) taxas de juro a longo prazo; e
- iv) estabilidade das taxas de câmbio.

Estabilidade dos preços

O país não poderia ter uma taxa de inflação que fosse superior em 1,5 ponto percentual à taxa média apurada a partir dos três melhores resultados, no período mínimo de um ano. Em 1991, ano em que se concluiu a negociação dos termos de Maastricht, o limite se situava em torno de 4%, sendo atendido por cinco: Portugal por exemplo, excedia a condição em 5 pontos percentuais. Em 1993, o teto atingia em 3,5%, sendo cumprido por seis países, enquanto a inflação anual em Portugal encontrava-se em 6,5%

Déficit e dívida públicos

No que tange à situação fiscal, o TUE estabeleceu que:

Artigo 1º: Os valores de referência a que se refere nº 2 do artigo 104º - C do presente tratado são:

- 3% para a relação entre déficit orçamental programado ou verificado e o produto interno bruto a preços de mercado;
- 60% para a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto a preços de mercado.

Artigo 2º: No artigo 104 -C do presente tratado e no presente protocolo. entende-se por:

- orçamental: o que diz respeito ao Governo em geral, ou seja, o Governo central, O Governo regional ou local e os fundos de segurança social, com exclusão das operações comerciais tal como definidas no Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas;
- déficit: as empréstimos liquidados contraídos, tal como definidos no Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas;
- investimento: a formação bruta de capital fixo, tal como definida no Sistema Europeu de Contas Económicas integradas;
- dívida: a dívida global bruta, em valor nominal, existente no final do exercício, e consolidada pelos diferentes sectores do governo em geral, tal como definido no primeiro travessão.

Taxas de juro a longo prazo

A taxa média a longo prazo de cada país não poderia ser superior em 2 pontos percentuais à dos 3 países que tivessem menor inflação

Taxa de câmbio

A respeito da estabilidade das taxas de câmbio, deveria ser respeitado as margens de flutuação previstas no MTC (Mecanismo das Taxas de Câmbio) do SME (Sistema Monetário Europeu) pelo período de dois anos.

3.3) O Instituto Monetário Europeu - IME

Em 11 de janeiro de 1994 foi criado o Instituto Monetário Europeu. cujas funções eram:

- i) reforçar a cooperação entre os bancos centrais europeus;
- ii) reforçar a coordenação das políticas monetárias dos Estados-membros com vistas a assegurar a estabilidade dos preços;
- iii) supervisionar o funcionamento do Sistema Monetário Europeu; cooperar com os bancos centrais no sentido de coordenar esforços para a estabilidade dos mercados financeiros;
- iv) assumir as funções do Fundo de Cooperação Monetária que foi dissolvido; facilitar a utilização do ECU (unidade de conta)
- v) zelar pelo bom funcionamento do sistema de compensação em ECU.

(DEGRYSE, 1998,p. 391-392)

Ao IME cabe, também, cumprir um papel na implantação da moeda única. Assim, deve:

- i) preparar os instrumentos e procedimentos necessários a aplicação da política monetária para depois da implantação da moeda única;

- ii) cooperar na harmonização de dados estatísticos;
- iii) elaborar as regras de operação dos bancos centrais dentro do Sistema Europeu de Bancos Centrais;
- iv) estimular a eficácia dos pagamentos transfronteiriços;
- v) supervisionar a preparação técnica da emissão de numerário em euro.

3.4) O TARGET

Uma importante preocupação para o funcionamento da moeda única é o sistema de pagamentos- O TARGET - Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer — trata-se de um sistema interbancário de pagamentos que contribuirá para a integração do mercado monetário e da política monetária depois da implantação da moeda única (fase III da UME).

A criação do TARGET (cinco fases):

- i) de junho de 1993 a março de 1995: fase preliminar de definição dos dispositivos de pagamento para a fase III da UME;
- ii) de março de 1995 a junho de 1996: fase de definição das especificações detalhadas do sistema de pagamentos da área do euro;
- iii) de junho de 1996 a junho de 1997: fase de realização e de estruturação do sistema;
- iv) de junho de 1997 a junho de 1998: fase de teste;
- v) de junho de 1998 a 31 de dezembro de 1998: fase de simulação.

O TARGET ligará os sistemas RTGS nacionais (Real-Time Gross Settlement - sistema bnito de compensação em tempo real) de forma que estes se interconectem. Os RTGS nacionais devem se estruturar entre 1995 e 1997.

3.5) O Cenário de Madri sobre a transição para o euro

O Conselho Europeu de Madri desenvolveu seus trabalhos nos dias 15 e 16 de dezembro de 1995. Neste encontro foi consolidado um desenho de cenário de referência para introdução da moeda única - cenário que vinha sendo desenhado desde a reunião de Cannes de 27 de junho de 1995, com consulta à Comissão e ao Instituto Monetário Europeu (IME). São dois documentos que sintetizam os resultados deste Conselho:

a) Anexo 1 das conclusões do Conselho Europeu de Madrid; e,

b) Conclusão da Presidência do Conselho Europeu de Madrid à designação da moeda única

O Jornal Oficial nº 22, de 26/01/1996 p.2, relata o cenário traçado no Conselho Europeu de Madri. De acordo com este relato, havia grande preocupação com a preparação em nível técnico da transição para a moeda única, principalmente no que tange a eventuais problemas jurídicos e a necessidade de que esta moeda fosse estável. Preocupava também, que o cenário assegurasse a transparência, aumentasse a credibilidade e destacasse a reversibilidade do processo.

É neste Conselho que se decide o nome da moeda única - uma vez que o Conselho Europeu considera que a denominação da moeda única deve ser a mesma em todas as línguas oficiais da União Européia, tomando em consideração a existência de vários alfabetos; deve ser simples e simbolizar a Europa (nos termos do documento oficial — Excerto das Conclusões da Presidência do Conselho Europeu de Madri).

Ainda, nos termos desse documento: O Conselho Europeu decide que euro será a denominação dada à moeda européia a partir do início da terceira fase. Euro será a sua denominação completa e não um simples prefixo a antepor às denominações das moedas nacionais. Continuando, a denominação específica euro substituirá a expressão genérica ECU utilizada no Tratado para referir a unidade monetária européia.

De acordo com os documentos citados acima, a data de referência para a terceira fase (implantação da moeda única) é 01 de janeiro de 1999 — estabelecendo-se um calendário para a transição e as instâncias responsáveis pela implementação de cada etapa ou ato:

- de dezembro de 1995 até à decisão sobre os Estados —membros participantes :

- dezembro de 1995: adoção do cenário de introdução da moeda única e anúncio da data-limite para a conclusão do processo de transição (01 de julho de 2002) e da denominação da nova moeda - responsabilidade do Conselho Europeu;
- 31 de dezembro de 1996: determinação do quadro regulamentar, organizativo e logístico para o desempenho das atribuições do Banco Central Europeu e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (BCE/SEBC) na terceira fase — responsabilidade do IME; e, preparação da legislação relacionada com BCE/SEBC e com a introdução da moeda única — responsabilidade dos Comissão, IME e Conselho;
- até a decisão sobre os Estados-membros participantes: conformidade da legislação nacional (necessidade de compatibilidade da legislação nacional de cada Estado-membro com os termos dos Tratados o mais tardar até a data da instituição do SEBC) - responsabilidade dos Estados-membros;

- desde a decisão sobre os Estados-membros participantes até 1 de janeiro de 1999

- logo que possível em 1998: decisão sobre os Estados-membros participantes - responsabilidade do Conselho (em nível de Chefes de Estado ou Governo)
- logo que possível após a decisão sobre os Estados-membros participantes:
 - i) nomeação da Comissão executiva do BCE — responsabilidade Estados-membros (Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-membros de comum acordo);
 - ii) fixação da data de introdução das notas de banco e moedas metálicas em euro - responsabilidade BCE e Conselho (Estado-membros participantes);
 - iii) início fabrico de notas de banco euro - responsabilidade do SEBC; início do fabrico de moedas divisionárias em euro — responsabilidade Conselho e Estados-membros (Estados-membros participantes);

- até 1 de janeiro de 1999: preparativos finais do BCE/SEBC:

- i) adoção de direito derivado, incluindo: tabela de repartição para subscrição de capital; compilação de informação estatística; reservas mínimas; consulta do BCE
- ii) multas ou sanções pecuniárias às empresas — responsabilidade do Conselho;
- iii) preparação do BCE/SEBC para a fase operacional (criação do BCE; adoção de um quadro regulamentar; análise da política monetária; etc.) — responsabilidade BCE/SEBC;

- a partir de 1 de janeiro de 1999 e o mais tardar até 1 de janeiro de 2002 (desde o início da terceira fase até à introdução das notas de banco e moedas metálicas europeias):

- 1 de janeiro de 1999: fixação irrevogável das taxas de conversão e entrada em vigor da legislação sobre a introdução do euro (estatuto legal, continuidade de contratos, arredondamentos, etc.) — responsabilidade do Conselho (Estados-membros participantes)
- a partir de 1 de janeiro de 1999:
 - i) definição e execução da política monetária única em euro — responsabilidade do SEBC;
 - ii) realização de operações cambiais em euro — responsabilidade do SEBC; início do funcionamento do sistema de pagamentos TARGET — responsabilidade SEBC;
 - iii) emissão da nova dívida pública em euro — responsabilidade Estados-membros;
- a partir de 1 de janeiro de 1999 e o mais tardar até 1 de janeiro de 2002:
 - i) câmbio ao seu valor facial de divisas com taxas de câmbio irrevogavelmente fixadas — responsabilidade SEBC;

ii) controle do processo de transição nos setores bancário e financeiro — responsabilidade dos SEBC, autoridades públicas dos Estados-membros e da Comunidade;

iii) apoio a todos os setores econômicos para uma transição ordenada — responsabilidade dos SEBC, autoridades públicas dos Estados-membros e da Comunidade;

- a partir de 1 de janeiro de 2002 e o mais tardar até 1 de julho de 2002 (conclusão da transição):

• 1 de janeiro de 2002, o mais tardar:

i) início da circulação das notas de banco em euro e da retirada das notas de banco em moeda nacional — responsabilidade SEBC;

ii) início da circulação das moedas metálicas em euro e da retirada das moedas metálicas nacionais — responsabilidade dos Estados-membros (Estados-membros participantes)

• 1 de julho de 2002, o mais tardar:

i) conclusão da transição na administração pública — responsabilidade dos Conselho, Estados-membros e SEBC (Estados-membros participantes)

ii) anulação do curso legal das notas de banco e das moedas metálicas — responsabilidade dos Conselho, Estados-membros e SEBC (Estados membros participantes).

3.6) Acompanhamento e atualização do Tratado de Maastricht

Em função das necessidades de acompanhamento do processo de estruturação da União Européia, inclusive o monitoramento do processo de convergências segundo os critérios estabelecidos pelo TUE, os 15 Estados-membros da União Européia (UE) estabeleceram a Conferência Intergovernamental como forma de negociação para efetuar a

revisão do Tratado de Maastricht Conferência Intergovernamental — CIG em Turim, 29.mar.1996. Prevista para durar um ano, teve suas atividades estendidas até o Tratado de Amsterdã, de 2 de outubro de 1997.

Na CIG, a pauta de assuntos é de total amplitude — inclusive tratando de aspectos do alargamento da UE (inclusão de novos países).Tal possibilidade de repactuação encontra-se no artigo B das Disposições Comuns do TUE.

Embora a CIG possa alterar documentos firmados em tratados anteriores, estas alterações necessitam ser ratificadas pelos Estados-membros em acordo com a legislação própria de cada um. Na hipótese da existência de um novo tratado, haverá necessidade de ratificação pelo parlamento dos países ou por meio de referendos nacionais.

4. Tratado de Amsterdã

4.1) O Tratado

Da mesma maneira que no Tratado de Maastricht, o Tratado de Amsterdã compila os tratados anteriores os atualizando, deste modo este tratado é composto da seguinte forma:

Versão Compilada do Tratado que Institui a Comunidade Européia;
Versão Compilada do Tratado da União Européia; e,
Protocolos anexos.

Estes protocolos são atualizados e ganham um novo número, desta forma, o tratado de Amsterdã tem em anexo um total de 34 protocolos atualizados - divididos entre:

a) Protocolos anexos ao Tratado da União Européia e ao Tratado que Institui a Comunidade Européia (protocolos de n.º 1 a 5);

b) Protocolos anexos ao Tratado da União Européia e aos Tratados que instituem a Comunidade Européia, a Comunidade Européia do Carvão e do Aço e a Comunidade Européia da Energia Atômica (protocolos de n.º 6 a 9);

c) Protocolos anexo ao Tratado que Institui a Comunidade Européia (protocolos de n.º 10 a 33); e,

d) Protocolos anexos aos Tratados que instituem a Comunidade Europeia a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço e a Comunidade Europeia da Energia Atômica (protocolo de n.º 34).

Desta maneira, foram anexados 13 protocolos de 1997; 14 de 1992; 1 de 1985, 1 de 1965, 1 de 1962 e 4 de 1957— totalizando os 34 protocolos.

4.2) O Pacto de Estabilidade e Crescimento — (PEC)

O Pacto de estabilidade foi primeiramente sugerido no outono de 1995, pelo ministro alemão de finanças (Theo Waigel) preocupado com que os países da futura Área do euro mantivessem uma rígida disciplina fiscal — respeitando os critérios de convergência de Maastricht. Em 11 de novembro de 1995 foi remetido aos 15 membros um pacto que previa sanções em caso de não cumprimento do previsto no TUE. (DEGRYSE, 1998 p. 503).

O Conselho Europeu de Dublin de 13 e 14 de dezembro de 1996, adota os aspectos gerais do “Pacto de Estabilidade”.

Em junho de 1997, pouco antes do encontro em Amsterdã, a França pondera que é necessário introduzir preocupações sociais. Depois de negociações durante o encontro de Amsterdã foi possível ser adotado o pacto em função de ter sido anexada uma resolução sobre o crescimento do emprego.

Este programa, originado em Dublin, basicamente preocupava-se com que os orçamentos se mantivessem próximos do equilíbrio ou, mesmo, superavitários. Para tanto, os países teriam obrigações de: primeiro, explicitar seus programas de estabilidade onde seus objetivos orçamentais de médios prazos fossem claros; e, segundo, adequar-se à proposição da Comissão para a convergência — aqui, apareceria na forma de programas de convergência para cada um dos Estados com interesse de ingressar na Área do euro.

Tanto os programas de estabilidade quanto os programas de convergência seriam examinados pela Comissão e o Conselho, a preocupação central seria percepção rápida de um eventual risco de deterioração orçamental, o que poderia implicar aumento do déficit,

No caso de verificação de déficit excessivos, primeiramente, a Comissão terá que ter em mente eventuais flutuações naturais, a possibilidade de que o seu surgimento não tenha sido em função de gestão inadequada ou que ele tenha aparecido em função de algum aquecimento não controlado na economia daquele país. De qualquer maneira, tudo o que passar de 3 por cento em relação ao PIB será considerado excepcional. Quando isto acontecer, a Comissão será convidada a se engajar na resolução do Conselho Europeu e fazer um relatório sobre o déficit.

4.3) acompanhamento das situações orçamentais

O regulamento (CE) n.º 1466/97 do Conselho reforça a disciplina na supervisão das situações orçamentais — reforça, também, supervisão e coordenação das políticas econômicas. Neste regulamento se encontram as normas que disciplinam o conteúdo, a apresentação, o exame e o acompanhamento dos programas de estabilidade e dos programas de convergência. Na época de sua publicação, 7 de julho de 1997, ficou determinado que entraria em vigência em 1 de julho de 1998.

Segundo os termos dessa resolução, do programa de estabilidade deverá constar:

a) objetivo de médio prazo de uma situação orçamental próxima do equilíbrio e a trajetória do ajustamento,

b) as principais hipóteses do comportamento das principais variáveis macroeconômicas — principalmente, a despesa com o investimento público, o crescimento do PIB em termos reais, o emprego e a inflação;

c) uma descrição de medidas tomadas (orçamentais e de política econômica) no sentido da busca dos objetivos do programa — no que tange às medidas orçamentais, inclusive, impactos quantitativos no orçamento; e.

d) uma análise das implicações das principais hipóteses econômicas sobre a situação orçamental e de desenvolvimento.

Ainda, a trajetória da evolução superávit/déficit orçamental e da dívida pública, da mesma forma, as principais hipóteses de natureza econômica (itens a e b — citados), terão sua base estabelecida de forma anual e abrangerão o ano em curso, o ano precedente e pelo menos três anos seguintes.

De acordo com a resolução citada, os programas de estabilidade serão apresentados antes de primeiro de março de 1999 — posteriormente serão apresentados anualmente programas atualizados. Esses programas serão sempre tornados públicos pelos Estados. A adoção da moeda Única implicará, ao Estado optante, a publicação de um relatório em seis meses.

Ainda segundo os termos dessa resolução, deverá constar do programa de convergência aqueles objetivos e análises citadas no parágrafo anterior. Como também, igual estabelecimento de base e igual forma de cobertura dos anos.

Da mesma forma, de acordo com a resolução citada, os programas de convergência serão apresentados antes de primeiro de março de 1999— posteriormente serão apresentados anualmente programas atualizados. Esses programas serão sempre tornados públicos pelos Estados.

Finalmente, esta resolução regulamenta a supervisão multilateral prevista no Tratado (artigo 103 — n. 3). O Conselho acompanhará os programas com base nas informações fornecidas pelos Estados-membros. Quando observado pela conselho desvio significativo da situação orçamental em relação ao objetivo orçamental de médio prazo ou em relação à respectiva trajetória de ajustamento, o Conselho deverá lançar um alerta rápido para que o Estado-membro tome as medidas de ajustamento.

O Conselho continuará acompanhando, persistindo ou agravando tal situação, este Conselho apresentará uma recomendação ao Estado-membro, podendo torná-la pública.

4.4) A solução de controvérsias - disciplinas e sanção

O regulamento 1467/97 do Conselho, que disciplina a aceleração e clarificação da aplicação de procedimento no caso de déficit excessivos, foi publicado em 07 de julho de 1997, mas teve sua vigência firmada em 1 de janeiro de 1999. Para efeitos desta regulamentação, serão considerados Estados-membros participantes aqueles que aderirem à moeda única e Estados-membros não participantes aqueles que não aderirem.

O regulamento citado, prevê que cabe ao Conselho a percepção de uma situação de déficit excessivo. Uma vez constatada essa situação, e encaminhado o relatório da

Comissão ao Comitê Econômico e Financeiro, esse Comitê emitirá um parecer. Sendo constatada uma situação de déficit econômico excessivo, este parecer se fará acompanhar por uma recomendação ao Conselho. Será o Conselho que decidirá sobre a existência de uma situação de déficit excessivo e, simultaneamente, fará recomendações ao Estado-membro

Ainda nos termos daquele regulamento, essas recomendações poderão fixar um prazo máximo de quatro meses para que sejam tomadas providências. Será fixado ainda prazo para a correção de déficit excessivo — devendo ser realizado no ano seguinte ao ano em que foi feita a verificação.

Não cumpridas as recomendações do Conselho estas devem ser tomadas públicas logo após os prazos fixados pelo Conselho. A base de julgamento do conselho sobre o cumprimento (ou não) de suas recomendações são as medidas anunciadas publicamente pelo Estado-membro em foco.

Constatada a situação de déficit excessivo, será de um mês o prazo de notificação por parte do Conselho ao País-membro. Não cumprida a recomendação do Conselho, este aplicará sanções — o prazo de notificação das sanções será de dois meses a partir da data de decisão do Conselho de fazer as recomendações. Estas sanções poderão ser intensificadas respeitados os prazos de notificação.

Nos termos deste regulamento (1467197), sempre que o Conselho decidir aplicar sanções será exigida, regra geral, a constituição de um depósito não remunerado.

Quando o déficit for considerado excessivo, o montante do primeiro depósito incluirá uma componente fixa, correspondente a 0,2 % do PIB, e uma componente variável correspondente a um décimo da diferença entre o déficit expresso em percentagem do PIB no ano anterior e os 3,0% do valor de referência do PIB. O Conselho fará uma avaliação anual do encaminhamento de suas resoluções - decidido a intensificar as sanções, o montante do depósito adicional deverá ser igual a um décimo da diferença entre o déficit expresso como percentagem do PIB no ano anterior e os 3,0 % do valor referência do PIB. Qualquer depósito acima referidos não deverá exceder o limite máximo de 0,5 % do PIB.

Regra geral, considerando o Conselho que o déficit excessivo não foi corrigido, após dois anos, será o depósito convertido em multa. Esta multa não será reembolsada, mesmo sendo revogada a situação de déficit excessivo. Juros dos depósitos e multas serão

distribuídos, como outras receitas, aos Estados-membros que não tenham sido considerados em situação de déficit excessivo.

Na versão dada em Amsterdã ao Tratado que Institui a Comunidade Européia, pelo seu artigo 226.º, se a Comissão considerar que um Estado-membro não cumpriu qualquer das obrigações que lhe incumbem por força do presente tratado, formulará um parecer fundamentado sobre o assunto, após ter dado a esse Estado oportunidade de apresentar as suas observações. Se o Estado em causa não proceder em conformidade com este parecer no prazo fixado pela Comissão, esta pode recorrer ao Tribunal de Justiça.

4.5) Tribunal de Justiça

Ainda na versão dada em Amsterdã ao Tratado que institui a Comunidade Europ, os artigos 227.º e 228.º tratam das possibilidades de que qualquer Estado- membro possa recorrer ao Tribunal de Justiça e dos procedimentos do Tribunal de Justiça no julgamento das questões, respectivamente. Dado o trâmite, o Tribunal de Justiça tem a prerrogativa de impor sanções pecuniárias (inclusive progressivas) e fazê-las cumprir.

Do artigo 220.º ao 226.º são tratados os assuntos referentes ao funcionamento deste Tribunal de Justiça. Ele é composto de 15 juizes que reunidos elegem seu presidente. O tribunal pode criar seções (de três, cinco ou sete juizes) para procedimento de diligências de instrução. O tribunal de Justiça reúne-se em sessão plenária sempre que um Estado-membro ou uma Instituição da Comunidade que seja parte na instância o solicitar.

Ainda de acordo com estes artigos, o Tribunal de Justiça assistido por oito advogados-gerais (a partir de 1 de janeiro de 1995 será nomeado um nono advogado - geral até 6 de outubro de 2000). Ao advogado-geral cabe apresentar publicamente, com toda a imparcialidade e independência, conclusões fundamentadas sobre as causas submetidas ao tribunal de Justiça.

Há, ainda, a previsão da forma como são nomeados os juizes, os advogados- gerais o escrivão e a associação de uma jurisdição ao Tribunal de Justiça encarregada de conhecer, em primeira instância, determinadas questões previstas pelos tratados (um Tribunal de Primeira Instância).

4.6) Critérios de desempenho

Analisando os critérios de convergência estabelecidos no TUE (Tratado de Maastricht), a Grécia registrou 5,2 % no IPCH (indicador de inflação) e 9,8 % taxa de juros de L. P. (taxa de juro de longo prazo), não conseguindo ficar dentro dos valores de referência estabelecidos em função daqueles critérios - valor de referência do IPCH de 2,7% e da taxa de Juras de L. P. de 7,8 %. Desta maneira com as desistências da Dinamarca, da Suécia e do Reino Unido, passaram a participar da Área do euro onze países.

Sobre estes onze países o relatório da 2088ª sessão do Conselho da União Europeia, reunido em Bruxelas nos dias 2 e 3 de maio de 1998, recomenda a sua participação na moeda única uma vez que, além de terem cumpridos os critérios quanto a inflação e tx. de juros de L P., a avaliação do IME e da Comissão indicavam que:

a) a legislação nacional, incluindo os estatutos do Banco Central nacional, compatível com o Estatuto do Sistema Europeu dos Bancos Centrais (SEBC), ou foram dados todos os passos necessários para assegurar que assim seja até ao momento em que for instituído o SEBC, como exige o Tratado;

b) estes países não são objeto de uma decisão do Conselho sobre a existência de um déficit orçamental excessivo; e,

c) estes países participaram do MTC durante os dois últimos anos e suas moedas não estiveram sujeitas, desde à adesão, a tensões graves, a lira italiana e o marco finlandês aderiram ao MTC apenas em outubro e novembro de 1996, respectivamente. O Conselho declarou ainda que a Grécia e a Suécia não preenchem neste momento, as condições necessárias. O Conselho não procedeu a uma avaliação para apurar se o Reino Unido e a Dinamarca preenchem as condições — uma vez que, nos termos do Tratado, estes países notificaram que não participariam da terceira fase da UEM.

4.7) O acompanhamento atual — CIG 2000.

O Conselho Europeu, em sua reunião em Colônia nos dias 3 e 4 de julho de 1999, decidiu convocar para o início de 2000 uma Conferência Intergovernamental, prevista para funcionar entre 14 de fevereiro e dezembro de 2000. Seu objetivo é encaminhar soluções para as pendências institucionais não completamente resolvidas na ocasião do Tratado de Amsterdã. O principal problema a ser enfrentado é a ampliação da União Européia, processo chamada de alargamento.

Desta maneira, de acordo com a síntese disponibilizada através da internet pelo próprio Conselho da União Européia, as questões a serem tratadas foram reagrupadas em torno de cinco temas:

- i) A dimensão e a composição da Comissão Européia;
- ii) A ponderação de votos no Conselho;
- iii) Possível alargamento das votações por maioria qualificada no Conselho da União Européia;
- iv) Outras alterações aos tratados no que toca às instituições européias, que se revelem necessárias no âmbito das questões anteriormente referidas e em ampliação do Tratado de Amsterdã;
- v) Outras questões cuja inscrição na ordem do dia poderá ser proposta pela Presidência

¹Ainda de acordo com aquela versão oficial em internet o reconhecimento destas necessidades se encontra inscrita no próprio Tratado de Amsterdã no Protocolo relativo às instituições na perspectiva do alargamento da União Européia, o qual prevê uma reforma institucional em duas etapas:

- i) À data de entrada em vigor do primeiro alargamento a Comissão será composta por um representante nacional de cada Estado-membro, desde que nessa data, a ponderação dos votos no Conselho tenha sido alterada;
- ii) O mais tardar um ano antes da data em que a União Européia passar a ser constituída por mais de vinte Estados-membros, será convocada uma CIG a fim de proceder a uma revisão global das disposições dos Tratados relativas à composição e ao funcionamento das instituições ;

¹ Site Oficial da CIG

Este processo acabou por se acelerar, fazendo com que as duas etapas acima prevista acabassem se entrelaçando. Bélgica, França e Itália reforçaram a necessidade de uma significativa extensão do voto por maioria qualificada.

O Conselho Europeu de Helsinque decidiu que esta CIG examinará:

- i) A dimensão e a composição da Comissão;
- ii) A ponderação dos votos no Conselho
- iii) A extensão eventual da votação por maioria qualificada do Conselho;
- iv) Outras alterações a introduzir nos tratados relativamente às instituições europeias em ligação com as questões supramencionadas e no quadro da aplicação do tratado de Amsterdã.

Embora esta CIG tenha seus principais esforços voltados para o processo de reestruturação institucional de suas estruturas decisórias, vem tratando de assuntos ligados às questões fiscal, ambiental social e, mesmo, referentes ao Tribunal de Justiça e de Primeira Instância — entre outros.

Cap. 1 - BANCO CENTRAL EUROPEU E SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS

1. Aspectos Coordenadores

Dado o lançamento do processo de instituição do euro a partir de janeiro de 1999, uma das questões a serem investigadas é a possibilidade de que esta moeda cumpra as funções monetárias em sua totalidade. Um dos aspectos desta investigação centra no questionamento da possibilidade de sua constituição como moeda central e organizadora do Sistema Homogêneo.

Cabe salientar que se parte do pressuposto de que a moeda euro é o resultado da conciliação de interesses de Estados nacionais, portanto, sendo marcada em sua origem pela articulação institucional. Articulação que passa permanentemente pela tensão entre necessidades de centralização de decisões e orientações, por um lado, e necessidades de descentralização operacional, por outro.

Desta maneira, a análise da possibilidade de que o euro se estruture como moeda central, capaz de articular o Sistema Homogêneo, passa pela compreensão da institucionalização do Euro-sistema (do conjunto formado pelo Banco Central Europeu e o Sistema Europeu de Bancos Centrais) como sistema organizador daquela tensão entre entidades centrais e entidades descentralizadas.

Uma vez que esta moeda traz desde a sua origem a marca da institucionalização e da busca de organização centralizada de interesses descentralizados, num primeiro momento, a análise do euro necessitará percorrer a discussão sobre os seguintes tópicos: a estrutura operacional do Euro-sistema; o processo de convergência entre bancos centrais nacionais (BCN's) e banco central europeu (BCE) para a construção do Euro-sistema; os objetivos do Euro-sistema e, o desenho da política monetária a ser desenvolvida.

2. A Estruturação do Euro-sistema

O Euro—sistema é criado a partir da articulação entre os BCNs e da estruturação do IME para viabilização dos Tratados de Maastricht e de Amsterdã e principalmente, para fazer frente ao “Cenário de Madrid sobre a transição para o euro” de 1995. Ou seja, caberá ao Euro-sistema a operação do processo de convergência da estabilidade de preços (balizada pela estrutura das taxas de juros de curto prazo) e das taxas de câmbio — dois entre os quatro critérios de convergência para a admissibilidade dos países na Área do euro.

O Euro-sistema, composto pelos BCE e SEBC, é resultado da experiência de articulação entre os Estados-membros para a construção da convergência que tornou possível o espaço econômico de uma moeda única. Dita de outra forma, a possibilidade de existência deste espaço econômico pressupõe a necessidade da constituição do Euro-sistema como organismo fundamental na operação e controle de parte do núcleo das variáveis de convergência.

Evidentemente que a missão do Euro-sistema transcende o período de preparação do lançamento da moeda, caberá a ele as funções permanentes de condução da política monetária e de sua relação com a política fiscal e a política cambial.

Uma vez que há a perspectiva de razoável liberdade de flutuação da taxa de câmbio e de razoável grau de mobilidade de capital, diminui em ênfase a condução da política cambial — tornando-a subordinada à política monetária.

Já quanto à política fiscal, desde a origem do processo de convergência, chama à atenção o fato de que dentre os critérios de convergência ficaram estabelecidos limites nominais relativos para a gestão fiscal — déficit e dívida pública, por um lado, e taxa de juros de longo prazo, por outro (ambas atinentes às esferas dos governos centrais dos Estados-membros participantes)

Dado o fato de que uma das pré-condições para a participação da área do euro seria a integração ao Euro-sistema por parte dos BCN's e que entre as pré-condições de participações dos BCN's no Euro-sistema estaria a total independência destes bancos centrais (inclusive com previsão na legislação nacional) daqueles governos centrais, bem como independência do próprio BCE, surge o problema de encontrar mecanismo para a solução de eventuais tensões surgidas entre a política monetária e as políticas fiscais. Ressalte-se que a política monetária é conduzida pelo Euro-sistema (instituição com centralização de decisão e descentralização de operação) e as políticas fiscais são

conduzidas pelos governos centrais dos diversos Estados-membros participantes (necessariamente, com decisão e operação descentralizadas) - ou seja, decisões tomadas a partir de múltiplos parceiros autônomos.

Como observação relevante, cabe acentuar o fato de que as definições das taxas de juros de curto prazo são fixadas no âmbito do Euro-sistema pelo BCE e as definições das taxas de juros de longo prazo são fixadas no âmbito dos governos centrais. Desta forma, admitido-se algumas das hipóteses que relacionam a formação das taxas de juro de curto prazo e a formação das taxas de juros de longo prazo, o Euro-sistema e os governos centrais dos Estados-membros participantes ficam obrigados à um constante mútuo monitoramento funcional.

Admitindo-se que a política monetária e as políticas fiscais funcionem como pólos reflexivos, e sendo conduzidas por esferas autônomas, é razoável supor que o ajuste de suas variáveis (taxa de juros de curto prazo e nível de reservas bancárias, por um lado, e taxas de juro de longo prazo e perfil de endividamento, por outro) materializem esta flexibilidade.

É importante a percepção desta flexibilidade, pois que para além da busca de estabilidade dos preços e de estados de equilíbrio orçamentais, a relação entre taxas de juros de curto prazo e de taxas de juros de longo prazo cumpre importante papel na formação das expectativas. Para que o euro cumpra seu papel como moeda central, ele leve servir de elemento coordenador da moeda de crédito privado (Sistema Fragmentário) - certamente parametrizada pelas expectativas.

Embora, como já dito, a solução das tensões entre política monetária e políticas fiscais deva ser funcional (ou seja, resolvidas na própria condução dessas políticas) a própria estrutura organizacional de ambos os pólos institucionais permite algum diálogo formal entre o Euro-sistema e os governos centrais — ainda que este nível de relacionamento seja considerado insuficiente.

Assim, nesta lógica de integração orgânica e de política de transparência do BCE, algumas relações se destacam: há a obrigação do presidente do BCE de apresentação anual de relatório da política monetária aos ECOFIN (Conselho que reúne os ministros de economia da União Européia) e Parlamento Europeu; membros da comissão executiva do BCE podem ser ouvidos pelas comissões competentes do Parlamento Europeu; e, o presidente do BCE participa nas reuniões do Conselho Europeu. (SILVA, 1998) Ainda o

presidente do BCE pode participar de reuniões de conselhos de ministros, particularmente no ECOFIN para coordenação de políticas macroeconômicas em nível global e, também um membro do ECOFIN e um membro da Comissão Europeia tem assento no Conselho do BCE sem direito a voto.

Do ponto de vista formal, o Conselho da União Europeia, decidiu em 29 de junho de 1998, que as autoridades dos Estados-membros consultarão o BCE sobre qualquer projeto de disposição legal nos domínios das suas atribuições, de acordo com o tratado, e nomeadamente sobre: questões monetárias; meios de pagamentos; bancos centrais nacionais; recolha, tratamento e divulgação de estatísticas monetárias, financeiras, bancárias e relativas aos sistemas de pagamentos e às balanças de pagamentos; sistemas de pagamentos e de liquidação; e normas aplicáveis às instituições financeiras, na medida em que influenciem significativamente a estabilidade das instituições e dos mercados financeiros. Estendendo a consulta sobre política monetária aos Estados-membros não participantes.

3. O Processo de Convergência

Como parte integrante do processo de convergência que permitiu a formação da União Monetária Europeia, os BCN's tiveram que organizar o processo de convergência que resultasse no Euro-sistema. Foi definido um calendário em Madrid-95 e condicionou-se a adesão dos países, à União Monetária Europeia, à adequação das legislações relativas aos BCN's aos princípios orientadores do Euro-sistema.

A primeira condição, já exaustivamente repassada, era a independência dos BCN's de seus governos centrais, bem como, a independência do próprio BCE. A questão posta é que a independência precisa ser qualificada, em princípio o Euro-sistema (BCE mais SEBC) não pode se erigir como um poder autônomo, a sua autonomia operacional deve estar balizada pelo estabelecimento de objetivos claros (e restritos) e pela transparência de seus atos.

Embora tanto os membros dos BCN's como do BCE tenham mandatos definidos, a legitimidade destes mandatos são originados da legitimidade de quem os indica, ou seja,

são nomeados de acordo com os ritos legislativos de cada país para os BCN's e nomeados pelos governos dos Estados-membros para o BCE. (SILVA, 1998)

O objetivo primordial do Euro-sistema é a manutenção da estabilidade dos preços. Esta afirmação, constante no artigo 105 (1) dos Tratados de Maastricht e de Amsterdã constante do protocolo de n 18, que abre a página de documentos oficiais do *site* do BCE, é reiterada praticamente em todos os documentos do BCE referentes à execução da política monetária.

Contudo o BCE acaba relacionando a estabilidade da moeda ao crescimento econômico, como se verá mais adiante, não está entre os objetivos formais do BCE a preservação do crescimento da economia ou do emprego. Dito de outra forma, existe o estabelecimento claro (e restrito) da missão do BCE através desse objetivo primordial: a manutenção da estabilidade dos preços.

Esta missão do BCE é estendida ao Euro-sistema. Os BCN's, como parte integrante do SEBC, organizam-se em torno deste objetivo primordial comum — sendo co-responsáveis na condução da política monetária única.

Nos termos do artigo 105, “o objetivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços. Sem prejuízo do objetivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas econômicas gerais na Comunidade tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da Comunidade tal como se encontram definidos no artigo 2º.

O SEBC atuará 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 4º.” (CONSELHO EUROPEU, 1997, p.111)

Complementarmente, ficam estabelecidas como atribuições fundamentais do SEBC: a definição e execução da política monetária da Comunidade; a realização de operações cambiais; a detenção e gestão das reservas cambiais dos Estados-membros; e, a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos. (op. cit., p 111)

Os BCN's são, também, os únicos subscritores e detentores do capital do BCE. (COMISSÃO EUROPÉIA, 1999, p.188)

Os BCN's compartilham, ainda, a responsabilidade de supervisionar o sistema monetário e de estabelecer a regulamentação prudencial, bem como, da consolidação da informação estatística necessária ao desempenho do SEBC.

O Regulamento (CE) n° 2533/98 do Conselho de 23. de novembro de 1998 regulamenta a compilação de informação estatística pelo Banco Central Europeu, solidarizando o SEBC. (op. cit., p 203) Mas é no anexo 4 à publicação “A Política Monetária Única na Terceira Fase”, setembro de 1998, que os critérios destas estatísticas estão desenvolvidas de maneira mais desagregada.

Aqui, primeiramente interessa a classificação harmonizada que faz o BCE do setor monetário para fins estatísticos: “Assim, para além dos bancos centrais o setor das IFM (Instituições Financeiras Monetárias) compreende dois grandes grupos de instituições financeiras residentes: instituições de crédito tal como definidas na legislação comunitária [‘ uma empresa cuja atividade consiste em receber- do público depósitos ou outros findos reembolsáveis (incluindo as receitas da venda de obrigações bancárias ao público) e conceder crédito por conta própria’] e outras IFM, ou seja, outras instituições financeiras residentes que correspondem à definição de IFM estabelecida na parágrafo anterior, independentemente do seu tipo de atividade, O grau de substituíbilidade entre os instrumentos emitidos por estas últimas e os depósitos colocados junto de instituições de crédito determina a sua classificação, desde que observem a definição de IFM relativamente a outros aspectos” (BCE, 1998, p. 89)

Ainda nos termos daquele documento, a substituíbilidade de depósitos relativos aos instrumentos financeiros emitidos é definido pela sua liquidez, que combina características como: transferibilidade — capacidade de mobilização de fundos; (cheques, ordens de transferência, débitos diretos, entre outros) convertibilidade — possibilidade e custo de conversão de instrumentos financeiros em moeda ou depósitos transferíveis; certeza - conhecimento prévio e preciso do valor da liquidação do instrumento financeiro em termos de moeda nacional; e, negociabilidade - títulos negociados e transacionados ‘ regularmente num mercado organizado, incluso cotas de fundos coletivos (que embora não negociadas em mercados formais, têm seus preços conhecidos)

Fazem parte do Setor Não Monetário (SNM) os seguintes setores e subsetores:

Setor Público Administrativo (unidades residentes produtoras de serviços); Administração Central, Administração Regional; Administração Local; Segurança Social; Outros intermediários financeiros (empresas financeiras não monetárias e quase- empresas); Companhias do seguros e findos de pensões; Empresas não financeiras; e, Famílias.

Hierarquizados os ativos e passivos segundo a sua substituibilidade e definidos o Setor das IFM e SNM, tornam-se possíveis o estabelecimento e a consolidação das informações estatísticas para o funcionamento do SEBC — admitindo-se, inclusive, a busca de maneira compulsória destes dados. A consolidação deve ser feita mensalmente na forma de balanços e as estatísticas dos balanços com frequência trimestral.

4. A Política Monetária Sobre Dois Pilares

Como já reiterado, o objetivo primordial do Euro-sistema (conjunto BCE e SEBC) é a estabilidade dos preços. Esta estabilidade de preços foi definida formalmente pelo Conselho como um aumento anual no Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) inferior a 2% na área do euro devendo ser mantida a médio prazo- (BCE, 1999-B, p.48)

Ressaltam-se, aqui duas questões importantes: primeiro estabilidade de preços não se confunde com inflação nula ou deflação moderada; segundo, a parametrização é feita pelo médio prazo. Desta maneira, acrescenta-se flexibilidade à clareza (e restrição) nos objetivos do BCE. Ainda, propõe-se uma política caracterizada pelo temor à deflação.

Do ponto de vista mais teórico, o que se sugere é que o sentido de coordenação da moeda central balize a economia para um crescimento controlado. Tem o BCE, no entanto, reiterado sua compreensão da presença de consideráveis incertezas que rodeiam a estrutura da economia e o mecanismo de transmissão de política monetária no contexto desta estrutura.

Sempre se pode sugerir que existe certa ambigüidade entre a convicção de que o manejo adequado da política monetária implique estabilidade de preços e a compreensão de que o ambiente econômico (e o próprio mecanismo de transmissão da política monetária) é marcado pela incerteza. De qualquer forma, é possível afirmar que a política monetária será executada de maneira mais cautelosa (e provavelmente de maneira mais eficiente) sob o manto da compreensão desta tensão (manejo de política monetária em ambiente de incerteza) - uma vez que a execução da política monetária de maneira cautelosa e flexível

permite a minimização das conseqüências de eventuais crises de manejo, por um lado, e a correção tempestiva de rumos, por outro lado.

Outro aspecto a ser questionado, sobre a seleção de estratégia de política monetária do Euro-sistema é a sua **eficácia**. Compreende o BCE que o grau de eficácia de sua estratégia está ligada à conquista de uma sólida reputação, de que sua política seja crível. Para tanto entende que esta estratégia deva ser; 1. **clara e compreensível** (evitar incertezas desnecessárias do público); 2. **transparente** (informação *ex ante* das decisões de política monetária e sua fundamentação econômica); 3. capaz de garantir a **responsabilização** do Euro-sistema (tanto pela atuação, como pelos resultados); e, 4. **consistente com a independência institucional do Euro-sistema**.

A questão da reputação dos bancos centrais, consequência do grau de sua credibilidade, nomeadamente função dos elementos citados acima (clareza, compreensibilidade, transparência, responsabilização e independência), precisa de algumas qualificações. Primeiro, o que parece razoável é que estes conceitos estejam ligados à orientação e diretrizes mais gerais - não é razoável sugerir que as intervenções no mercado aberto ou na compra ou venda de divisas sejam pré-fixadas no curto prazo. Depois, para que a moeda central cumpra seu papel norteador das expectativas privadas, é necessário que haja compreensão por parte do setor privado destas diretivas gerais, por um lado, e que os bancos centrais sejam capazes de rápida antecipação no manejo da política monetária para eventual correção de rumos (inclusive sendo capaz de surpreender os mercados no sentido de reverter expectativas que não considera adequadas), por outro. Finalmente, o papel coordenador da moeda central será melhor executado na exata medida em que ela consiga coordenar de maneira reflexiva as taxas de juros de curto prazo e as taxas de juros de longo prazo — questão particularmente sensível para a Área do euro.

Estando a política monetária do BCE centrada na manutenção da estabilidade de preços, o BCE standardizou sua política em dois momentos: 1. criou instrumentos de análise permitindo a parametrização de sua conduta na política monetária que nomeou como “Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE” e, 2. estabeleceu os instrumentos e os modos de operação da política monetária, que nomeou como “A política monetária única na terceira fase”.

Dito de outra forma, as decisões de política monetária serão tomadas em função das indicações fornecidas por aqueles indicadores econômicos constante dos dois pilares da estratégia de política monetária. Nas palavras do BCE: “A este respeito, a estratégia do BCE prevê, em primeiro lugar, um papel proeminente para a moeda (sinalizando através do anúncio de um valor de referência para o crescimento monetário) e, em segundo lugar, a análise de um vasto conjunto de outros indicadores econômicos e financeiros com o objetivo de formular uma avaliação global dos riscos para a estabilidade de preços. Esses dois elementos têm sido designados como os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE. No seu conjunto, os dois pilares formam o quadro utilizado na organização da análise e apresentação da informação relevante para a tomada de decisões de política monetária, tendo como objetivo a manutenção da estabilidade de preços.” (BCE, 2000-J, p. 39)

O BCE pretende que seu modelo d “dois pilares” revele urna abordagem diversificada, ou seja, não seria nem um modelo que apenas atribui à inflação causas monetárias, tão pouco seria um modelo que apenas reconhece nas interações entre oferta e demanda e as pressões sobre os preços nos mercados de produto e do trabalho a origem da inflação. (op. cit., p. 39).

Embora seja verdade o fato de que a abordagem de “dois pilares” do BCE inova em alguma medida a parametrização da política monetária, é importante observar que quando da execução da política monetária a principal variável escolhida, para manejo, a taxa de juros de curto prazo aproximando-o, no modo de operação, aos principais bancos centrais existentes.

Ainda, que a escolha de um agregado amplo como o que incorpora títulos com até dois anos de maturação, amplia de maneira bastante larga o conceito de moeda nos termos propostas pelo BCE. Soma-se, também, o fato de que este agregado M3 funciona como variável de controle — ou seja, o estabelecimento de metas quantitativas para este agregado pressupõe bastante flexibilidade no seu cumprimento.

De qualquer maneira, nas termos do BCE, este “primeiro pilar pode ser visto como representando um grupo de modelos que incorporam uma opinião acerca da determinação do nível de preços que confere importante papel à moeda”. (BCE, 2000-J, p. 48) Já, o

segundo pilar compreende um conjunto de modelos alternativos do processo de inflação, especialmente os que enfatizam a interação entre a oferta e a procura e/ou pressões sobre os custos”

Dentre este segundo grupo de indicadores, o BCE publicou análises sobre três subgrupos: 1. indicadores econômicos de curto prazo; 2. indicadores de preços custos; e, 3. taxas de juro e derivativos. Sendo subjacente à análise destes três grupos o preço relativo das moedas negociadas internacionalmente — incluso o euro. Ou seja, o segundo pilar é constituído, basicamente, por estes três grandes subgrupos. E é a partir do conteúdo informativo deste elenco de indicadores que se forma o segundo pilar que parametriza as decisões de manejo de política monetária por parte do BCE.

Começando pelos indicadores econômicos de curto prazo, o BCE os entende divididos em duas categorias: a) a primeira categoria inclui fatores de natureza largamente exógena podendo reforçar impactos inflacionários (dentre eles, nível externo, variações nos preços do petróleo e das matérias primas; nível interno, variações nas taxas de IVA); e, b) a segunda categoria está ligada às condições de demanda (consumo privado e público, investimento privado e público, exportações e importações) e oferta (trabalho e capital no processo de produção).

Já, os indicadores de preços e de custos completam as informações quanto ao estado da oferta e da demanda ampliando-os da perspectiva do limite temporal, sendo tratados os seguintes indicadores: (i) preços das importações e preços internacionais das matérias primas, (ii) preços no produtor, (iii) indicadores de custos de trabalho e (iv) indicadores com base em inquéritos sobre a evolução prevista dos preços.

Finalmente, o BCE procura apreender o conteúdo informativo das taxas de juro e seus derivativos, entendendo que a estrutura de prazos das taxas de juro e os preços dos derivativos de taxa de juros fornecem aos bancos centrais dados prospectivos tempestivos sobre as expectativas de mercado relativas a diversos fatores fundamentais, tais como a atividade econômica futura, a inflação e a trajetória das taxas de juros de curto prazo.

A combinação das análises independentes dos indicadores do primeiro e do segundo pilar podem trazer indicações contraditórias das perspectivas quanto ao crescimento dos preços. Entende o BCE que estes indicadores devem ser tomados- de forma relativa. Dito de outra forma, as decisões de manejo de política monetária são tomadas no interior do

BCE (Comissão e Conselho), são decididas discricionariamente pelo voto de seus componentes — ou seja os “dois pilares” são instrumentos de análises para as decisões políticas das instâncias decisórias do BCE.

De qualquer maneira, é importante observar que: para que a moeda central cumpra o seu papel de pólo coordenador da moeda privada, ela precisa ganhar capacidade reflexiva à esta moeda privada. E mais, para que a moeda cumpra função coordenadora no processo econômico, ela precisa ampliar sua capacidade reflexiva, também, a economia como um todo- esta flexibilidade deve aparecer como oposição.

Desta maneira, não deixa de ser interessante observar que a escolha de agregados amplos como M3 e do conteúdo informativo das taxas de jure e de seus derivativos coloca a moeda central em posição reflexiva (mesmo que de maneira incompleta) à moeda privada. Já a escolha de indicadores de curto prazo e indicadores de preços e custos amplia a flexibilidade da moeda para além do sistema monetário.

5. A Execução da Política Monetária

Do ponto de vista formal, o SEBC está sob a direção dos órgãos de decisão do BCE. Assim. “o Conselho do BCE é responsável pela definição da política monetária, enquanto que a Comissão executiva é responsável pela execução da política monetária de acordo com as orientações e decisões estabelecidas pelo Conselho do BCE”. (BCE, 1998, p. 4)

Como se verá adiante, em boa medida, o manejo dos instrumentos de política monetária conduzido pelos BCN's, os quais são parte integrante do Conselho do BCE. Sugere, esta seqüência de relações, uma certa circularidade. Aqueles Governadores de BCN's responsáveis pela definição das grandes diretrizes, são também os responsáveis por administrar os corpos técnicos que operarão regionalmente os instrumentos de política monetária coordenados pela Comissão Executiva do BCE.

Isto permite pressupor a possibilidade de que as pressões locais (internas dos países membros) repercutam na definição geral das grandes orientações de política monetária — mesmo que estas pressões se restrinjam às pressões dos mercados monetários, esses

mercados monetários locais são importantes sensores das necessidades da economia local, por menos heterogênea que seja a realidade das economias dos países pertencentes à Área do euro.

Embora o BCE desenvolva uma política de estabelecimento de reservas mínimas e de estruturação de mecanismos indutores para o estabelecimento de teto e piso para taxa de juros de curto prazo, o núcleo do manejo de sua política monetária se concentra nas operações de mercado aberto. Cabe ressaltar que esta escolha, comum a outros bancos centrais, é resultado mais da experiência concreta de manejo de operações de política monetária, do que indicação de teorias acadêmicas.

De qualquer maneira, a conseqüência teórica desta escolha é a compreensão de que a variável chave de controle da política monetária é a taxa de juro de curto prazo definida no âmbito da autoridade monetária. É esta taxa que, polarizada pela taxa de juro de longo prazo, estrutura o sistema de financiamento e coordena as expectativas nos diversos mercados da economia.

Organizando os termos, o BCE executa a sua política monetária utilizando três grupos de operações: operações de mercado aberto, operações de facilidades permanentes e estabelecimento de reservas mínimas. Para a execução destas operações define quais são os operadores legal e regularmente autorizados a negociar na outra ponta do mercado monetário — as Contrapartidas Elegíveis. Finalmente, define que ativos são transacionáveis ou podem servir de garantia nestes mercados monetários — os Ativos Elegíveis.

Optando por uma ordem de exposição, que caminha no sentido inverso da relevância, a primeira operação a ser descrita é o estabelecimento de reservas mínimas. Estas operações são entendidas como contribuintes para a estabilização das taxas de juros do mercado monetário (procurando dar às instituições um incentivo para atenuar os efeitos das flutuações temporárias de liquidez) e para a criação de um alargamento de escassez estrutural de liquidez (aumentando a eficiência do SEBC enquanto cedente de liquidez).

O regime de reservas mínimas do SEBC são previstas apenas para rubricas do passivo (depósitos, títulos de dívida emitidos e *comercial paper*), o alcance efetivo são para depósitos e papéis até dois anos. Estas reservas são remuneradas à taxa de juros do refinanciamento principal e seu cálculo é sobre a média do mês anterior.

Já, as operações de facilidades permanentes e operações de mercado aberto caracterizam-se pela negociação entre o BCE/SEBC para cedência ou absorção de liquidez contra ativos elegíveis ou garantida por eles.

Existem cinco tipos de instrumentos de operações: 1. operações reversíveis (que podem ser acordos de recompra ou empréstimos garantidos); 2. transações definitivas; 3. emissões de certificados de dívidas; 4. *swaps* de divisas; e, 5. constituição de depósitos fixos. Ainda, elas podem ser realizadas através de leilões normais, leilões rápidos ou procedimentos bilaterais (negociação entre BCE/SEBC diretamente com uma contraparte específica).

As operações de facilidades permanentes têm o objetivo de estabelecer um sistema de negociações, entre BCE/SEBC e contrapartes, que estruture um teto e um piso para a taxa de juros de curto prazo. Neste sentido, existem operações de facilidade permanente de cedência de liquidez (parametriza o teto) e de facilidade permanente de depósito (parametriza o piso) — estabelecendo desta maneira uma banda de taxas de juros. A divulgação destas taxas de juros ajuda o processo de sinalização para o mercado da política monetária do BCE/SBCE.

O teto é estabelecido pela taxa de juros fixada para as operações de facilidade permanente de cedência de liquidez. Toda contraparte elegível que se encontrar em posição aberta no interbancário se coloca automaticamente como solicitante de recursos à taxa de juros desta facilidade permanente de cedência de liquidez — são utilizadas operações reversíveis e o prazo é de *overnight*. O piso é estabelecido pelas operações de facilidade permanente de depósito quando os depósitos feitos junto ao BCE/SEBC são remunerados à taxas estabelecidas para esta facilidade, a decisão de quando utilizar esta providência é da autoridade monetária — o instrumento utilizado é o depósito e o prazo é o de *overnight*.

Finalizando a descrição das operações de política monetária, aparecem as operações de mercado aberto. Estas são as principais operações de manejo da política monetária por parte do BCE/SEBC, e são divididas em quatro tipos:

1. operações principais de refinanciamento, têm como objetivo refinar no curto prazo as instituições monetárias e sinalizar o sentido da política monetária; caracterizam-se por cedência de liquidez, tem como instrumento operações reversíveis, prazo de duas semanas, através de leilões normais, que são executadas pelos BCNs;

2. operações de refinanciamento de prazo alargado, têm como objetivo refinar em prazo maior; aqui não há a intenção de sinalizar, os BCE/SEBC são tomadores de taxa; caracterizam-se por cedência de liquidez; têm como instrumento operações reversíveis, prazo de três meses, através de leilões normais, que são executadas pelos BCN's;

3. operações ocasionais de regularização, têm como objetivo fazer frente à flutuações inesperadas, caracterizam-se tanto por cedência de liquidez como absorção de liquidez, têm múltiplos instrumentos (operações reversíveis, *swaps* de divisas, transações definitivas, para cedência ou absorção — só para absorção, constituição de depósitos a prazo fixo), prazo não normalizado, através de leilões normais ou procedimentos bilaterais, sendo executadas normalmente pelos BCN's e excepcionalmente pelo BCE;

4. operações estruturais, têm como objetivo redesenhar a posição estrutural do BCE frente ao mercado, caracterizam-se tanto por cedência de liquidez como absorção de liquidez, têm múltiplos instrumentos (para cedência: operações reversíveis e transações definitivas; e, para absorção: emissão de certificados de dívida e transações definitivas), prazo não normalizado, através de leilões normais ou procedimentos bilaterais, também executadas pelos BCN's.

Importante afirmar que estes mecanismos pressupõem, na sua maioria das vezes, que os ativos elegíveis fiquem em cautela (por acordos de recompra ou garantia). Quando isso ocorre, estes ativos são avaliados pelo valor de mercado e tomando-se obrigatório o recolhimento de margens por parte das contraparte elegíveis em favor do BCE/SEBC — não se admite o inverso.

Da dinâmica geral das operações de política monetária, balizadas pelos “dois pilares da política monetária” organizadores de informação, cria uma sistemática que dota o Euro-sistema com um mecanismo de extrema complexidade. Esta situação sugere que o euro tem as pré-condições necessárias para que se desenvolva como uma moeda central.

Chama a atenção particularmente, que para além dos “dois pilares”, o próprio manejo das operações e dos instrumentos de política monetária cria uma flexibilidade com a moeda privada, em oposição polar a esta. Para lembrar, instrumentos como *swap* ou chamadas de margem sugerem a permanência desta tensão constante entre moeda central e moeda privada. Ainda, o estabelecimento de uma banda de taxa de juros através de operações garantidas por titulas reforça esta dinâmica polar. O próprio tratamento dado às

reservas, ampliando-as a títulos de dois anos e remunerando-as pela taxa de refinanciamento das operações de mercado aberto, as aproximam deste dinâmica central. E finalmente, as operações de mercado aberto colocam o euro e o Euro-sistema em oposição dinâmica aos títulos e às contrapartes, ressaltando esta dinâmica polar entre moeda central e moeda privada, entre Sistema Homogêneo e Sistema Fragmentário.

Cap. II - TRANSFORMAÇÕES INSTITUCIONAIS NOS MERCADOS FINANCEIROS

1. Aspectos da Descoordenação

O mercado financeiro tem sido palco de profundas transformações desde a crise aberta em meados da década de setenta com o redesenho dos padrões criados em Bretton Woods. Tem sofrido dupla tensão: de um lado, crescente desregulamentação e de outro, crescente integração em termos mundiais. Este sistema, simbolicamente fragmentário caracteriza-se pela financeirização da riqueza e dos padrões de acumulação. Tal processo tem sido marcado pelo aumento da descoordenação a partir do mercado, exigindo uma ação, no sentido de coordenação pelos governos centrais do países e pelos organismos multilaterais.

Repõe-se, aqui, o problema da tensão polar entre este Sistema Fragmentário, criador da moeda privada de crédito, e o Sistema Homogêneo, responsável pela centralização através da gestão da moeda de curso legal. O relevante, na atual situação, é que ambos os sistemas organizam-se de forma institucional e, ainda de tal maneira que no mesmo momento em que se opõem de maneira tensa, comunicam-se nos seus processos de estruturação.

No caso particular do euro no capítulo anterior, esta comunicação apareceu quando se discutiu a forma de como a estrutura do Euro-sistema e das decisões de política monetária referenciam-se pela criação da moeda de crédito e da própria estrutura do Sistema Fragmentário — inclusive pelos canais em que fluem o crédito privado para a economia como um todo.

Neste capítulo, a flexibilidade se inverte, tratam-se das relações estruturais internas do setor fragmentário e a construção dos mecanismos institucionais articuladores destas relações estruturais. Isto quer dizer que a dinâmica de redesenho daqueles mercados financeiros tenderão à criação de tensões de descoordenação que exigirão esforços coordenadores — tanto a partir das autoridades responsáveis pela gestão da política

monetária ou supervisão e regulamentação dos mercados financeiros, como pelos responsáveis pela gestão privada nesses mercados. Dentro deste contexto é que se colocam as análises sobre a necessidade de construção de um sistema eficiente de supervisão e regulação prudencial, por um lado, e a constituição de sistemas de pagamentos seguros e eficientes, por outro.

Partindo-se da constatação da crescente integração mundial dos mercados financeiros, o problema posto é a dinâmica desta integração dentro da Área do euro e a relação auto-reforçante instituída pelo surgimento da moeda única. Assim, cabe salientar o papel do processo de securitização da dívida pública (conseqüência das dificuldades de financiamento surgidas como o esgotamento do padrão de acumulação característico do Estado de bem estar social) na criação de um mercado organizado de títulos, que teve como implicação a possibilidade de que estes mercados se ampliassem para a colocação de títulos privados, também na Área do euro.

Este novo padrão de financiamento acabou por redesenhar os modos de operação dos mercados financeiros. Desta maneira, houve uma importante desintermediação bancária implicando também redesenho das funções tradicionais dos bancos — que passaram a combinar suas funções tradicionais de criadores de moeda a partir dos depósitos recebidos com funções de auxiliares na colocação de títulos ou, mesmo, na colocação de títulos próprios nestes mercados.

A ampliação desta forma de operação implicou crescente desregulamentação dos mercados, uma vez que o processo de regulamentação não acompanhou na mesma velocidade as modificações surgidas nos mercados. Ainda, a lógica da criação de mercados competitivos reforçou a desregulamentação — dito de outra forma, não só o aparelho estatal não conseguiu acompanhar na mesma velocidade, como também, tomou medidas no sentido de desregulamentação seguindo a lógica de que o processo de concorrência melhoraria a eficiência na alocação de recursos nestes mercados.

Esta pressão por desregulamentação trouxe consigo o crescimento dos riscos nestes próprios mercados. Desta maneira, o surgimento do mercado de derivativos se explica como uma forma de proteção a estes crescentes riscos de mercado. Mas, o próprio surgimento destes mercados de derivativos acabou tendo como conseqüência um aumento

geral dos mercados financeiros. Ampliando os problemas de coordenação das ações dos agentes privados.

A dinâmica geral deste processo acabou gerando uma situação de perda de nitidez das fronteiras entre os mercados financeiros tradicionais (bancário, de ações e de seguros). Embora mantendo em alguma medida esta segmentação, acelerou-se a integração vertical e horizontal naqueles mercados financeiros - integração vertical aqui, entendida como conglomeração de agentes financeiros de segmentos distintos (área de bancos, de seguros e de mercado de capitais) e integração horizontal entendida como aproximação da composição dos portfólios dos citados agentes financeiros de segmentos distintos.

Este arranjo institucional forçará, em contrapartida, o incremento do processo de regulação por parte das autoridades centrais, reforçando os aspectos relativos à supervisão e a regulamentação prudencial do sistema financeiro. Embora, o estabelecimento destas providências se dará em contrapartida a um sistema com crescente descoordenação e pleno de pressão concorrencial (sabidamente estimulante do afrouxamento de atitudes prudenciais por parte dos agentes privados). Assim, esse novo arranjo institucional terá o papel de contribuir para o estreitamento das margens de riscos sistêmicos sem, contudo, tornar-se um bloqueio para o desenvolvimento destes mercados.

Tal situação trará consequências para os ambientes e fóruns de negociação, reestruturando-os. Assim, é de se esperar um redesenho funcional dos mercados em geral e particularmente dos mercados formalmente instituídos — a integração do mercado financeiro passará pela integração destes ambientes e fóruns de negociação. A reestruturação dos sistemas de pagamentos cumprirá função central neste redesenho.

2. Herança e Redesenho das Estruturas Financeiras

Forma-se um novo quadro de desenvolvimento do sistema financeiro cuja principal orientação aponta no sentido da seguinte polarização: homogeneização (com falhas) dos mercados financeiros e diversificação dos instrumentos ou dos tipos de operações financeiras. Isto quer dizer que os mercados financeiros se integram ou se aproximam e, ao mesmo tempo, crescem em complexidade.

Torna-se importante observar que esta integração dos mercados financeiros permite a dupla operação: criar padrões homogêneos de mensuração dos preços dos diversos ativos, por um lado, e integrar mercados com diferentes alcances, por outro. Ou seja, a possibilidade de que mercados heterogêneos, criando instrumentos de comunicação entre si, passem a funcionar como um mercado único com segmentações. O que quer dizer que as perspectivas de continuação desta tendência de integração sugere a estruturação de redes sistêmicas.

Se a perspectiva de desenvolvimento dos mercados financeiros permite uma visão prospectiva no sentido desta integração, no caso da Área do euro, hoje, ela é em boa medida dominada pelos modos de operação e pelo próprio mercado bancário. Apesar de se verificarem algumas alterações na estrutura financeira da Área do euro, esta pode atualmente ser ainda considerada próxima de uma estrutura financeira baseada em Bancos.” (BCE, 2000-A, p. 41)

Mesmo as atuais transformações desta estrutura bancária aponta no sentido da conglomeração. Como resposta à esta tendência geral dos mercados, o sistema bancário vem se consolidando, esta tendência de consolidação no setor bancário reflete a resposta dos bancos à alteração das condições de mercado na Europa que, por sua vez, são devidas a uma série de fatores. Entre estes os mais mencionados são a evolução tecnológica, a desregulamentação a liberalização e a globalização.

No que tange à estes mercados financeiros, e em particular ao sistema bancário, os participantes da UE vem construindo um processo que tem se caracterizado pela construção de um sistema de desregulamentação competitiva. Marca este processo a edição da Segunda Diretiva que permite o livre estabelecimento de filiais ou sucursais bancárias em toda a área do euro a partir da autorização de funcionamento da matriz em qualquer dos países participantes — obedecendo tanto a estrutura legal e regulamentar quanto a supervisão do país de origem. Embora haja certo nível de harmonização nestas estruturas legal ou normativa e de supervisão, o fato é que esta diretiva acaba estimulando um nível crescente de desregulamentação na busca de maior eficiência por parte dos sistemas bancários nacionais — já que os bancos têm forte base nacional e disputam o mercado transnacional dentro da Área do euro.

Esta forte base nacional dos bancos acabou por construir um sistema segmentado por operações nacionais e transnacionais dentro da Área do euro. As operações varejistas permaneceram controladas fortemente pelos bancos do país aonde são cursadas (há razões técnicas e históricas para isto) e as operações típicas de mercados atacadistas tendem a ser transnacionais (por razões técnicas ligadas à escala e liquidez).

Entretanto, mesmo nos mercados tipicamente atacadistas há segmentação, os mais integrados são o mercado de depósitos sem garantia no qual os bancos trocam liquidez de curto prazo sem garantia, e os mercados de derivativos. Os segmentos de mercado relativamente menos integrados incluem o mercado de acordos de recompra no qual os participantes trocam liquidez de curto prazo contra garantia, e os mercados de títulos de curto prazo (bilhetes do Tesouro, *comercial papers* e certificados de depósito).

De qualquer maneira, o desenvolvimento destes mercados empurra também para o desenvolvimento das técnicas bancárias e de seu suporte tecnológico, que aliado ao aumento de necessidade de liquidez e escala de operação implicou um estímulo à consolidação patrimonial dos ativos dispersos por instituição financeira. Este ritmo acelerado do processo de consolidação favoreceu a concentração das atividades de tesouraria e do mercado monetário.

Este movimento ao mesmo tempo assimétrico e integrador trás no seu bojo outras alterações estruturais: uma maior concentração, por parte dos participantes no mercado, das suas atividades de gestão de tesouraria em euro em comparação com a situação existente nos mercados monetários anteriormente fragmentados, um acréscimo na concorrência um maior número de contrapartes efetivamente disponíveis para os bancos individuais e maior liquidez dos mercados secundários.

O mercado de depósitos sem garantia evidencia um elevado grau de integração. cabendo observar que as taxas EONIA (Euro Overnight Index Average, média das taxas overnight dos bancos mais ativos) e EURIBOR (Taxa interbancária de oferta do euro) passaram a ser referências de preços uniformes, com ampla aceitação pelos participantes dos mercados, o que acaba contribuindo para a criação de uma maior homogeneidade nos parâmetros, arbitradores dos mercados.

O mercado sem garantia tem maior integração que o mercado de acordos de recompra. Dentre as razões explicativas para esta divergência de comportamentos se

incluem: os preços divergentes das obrigações usadas como garantia e os seus diferentes graus de liquidez; a falta de harmonização da documentação legal utilizada nos acordos de recompra; dificuldades práticas na gestão e liquidação de garantias, a nível transnacional; diferente tratamento fiscal das obrigações; e, uma desigual disponibilidade de garantias na área do euro.

Entretanto, transações de acordos de recompra de longo prazo são mais aceites, uma vez que em geral são garantidos por títulos públicos cuja a estabilidade se correlaciona à introdução do euro (estabilidade de preços, estabilidade orçamentais e fim das arbitragens cambiais intra-área do euro). Tais acordos de recompra ajudam a diminuir riscos de crédito e a reduzir necessidades de capital.

Em contrapartida, a melhoria das situações orçamentais implicou em redução da emissão de títulos do governo de curto prazo possibilitando a substituição destes títulos públicos por títulos privados. Esta situação acaba sendo reforçada pelo aumento da desintermediação financeira em função do crescimento de liquidez para o curso destes títulos privados (principalmente, *comercial papers* e certificados de depósitos).

De qualquer forma, aparece também como forma segmentada e heterogênea esta dupla dinâmica de títulos privados, de curto prazo e de longo prazo. À explicação mais largamente aceita para a atual integração limitada dos mercados de títulos de curto prazo, que é também relevante para o mercado dos acordos de recompra, consiste na falta de procedimentos de liquidação adequados para as transações transnacionais, conjuntamente com uma harmonização insuficiente dos procedimentos de liquidação utilizados nas transações nacionais e dos enquadramentos legais relevantes.

Esta segmentação entre mercado de títulos privados de curto e longo prazo revelada na forma de estruturas heterogêneas de mercado, repõe-se na forma de segmentação na formação de taxa de juros privadas — ou seja, formação segmentada de taxas de juros de curto prazo e formação mais homogênea para a taxa de juros de longo prazo.

Este problema é interessante, uma vez que aparecem “curvas de rendimento” (*yeld curves*) relacionando taxas privadas de juros de curto com taxas privadas de longo prazo — trazendo ao mercado um instrumento a mais para avaliação dos estados das expectativas (tanto locais, das locais e relação às transnacionais, como transnacionais). Do ponto de vista mais teórico, poder-se afirmar que a reflexibilidade entre a moeda privada (crédito privado)

e a moeda central encontra instrumentos intermediários de mediação - em outras palavras, esta flexibilidade é mediada institucionalmente de forma bastante complexa.

De toda forma é preciso ressaltar que a análise é de processo, e processo que, embora aponte tendências está em seu início. Assim, cabe lembrar que Os instrumentos e a operação da dívida pública têm melhor integração que os instrumentos e a operação da dívida privada. “Existem, não obstante; algumas barreiras a uma maior integração dos mercados obrigacionistas da UE. São necessárias uma regulamentação suficientemente harmonizada dos direitos de propriedade (de particular relevância para segmento das obrigações de cotação mais baixa), a harmonização de regras contábeis e dos sistemas de gestão de empresas, a regulamentação adequada das questões de depósito e liquidação e a harmonização apropriada dos regulamentos e da documentação legal que afeta o mercado de acordos de recompra. Além disso ao contrário da regulamentação bancária em que existe um conjunto de regras relativamente normalizado, a regulamentação de títulos está longe de proporcionar um quadro competitivo comum.” (op. cit, p. 47)

Este forte crescimento dos mercados de obrigações privadas tem algumas explicações. O crescimento econômico e a própria integração da UEM trouxeram como consequência um importante processo de reestruturação das empresas, que buscaram se financiar diretamente nesses mercados. Ainda houve um incremento de operações de *leveraged buy-outs*, ou seja, processos de reestruturação com financiamentos sobre fluxos de realizações futuras, caracterizadas pela emissão de papéis. Completando o quadro, um aumento de fusões e aquisições de empresas, tanto no setor bancário como no setor não bancário.

Importante destacar que a diminuição ou a eliminação dos riscos de inflação e cambial contribuíram para o incremento destes mercados, uma vez que a modelagem do risco de crédito é razoavelmente conhecida.

O quadro geral aponta para uma crescente diversificação da poupança, o aumento da importância dos fundos de investimento, dos próprios títulos dos fundos de pensões e da mercado de apólices de seguros de vida — tendo como consequência a redução dos depósitos bancários. Esta crescente diversificação acaba por redesenhar as tendências de reestruturação do setor bancário, ou seja, sem abandonar seus nichos tradicionais os bancos

se encaminham para a prestação de serviços. Sobretudo, como gestores de portfólios os bancos crescem como bancos de investimento.

Como já dito, embora a tendência geral aponte para um redirecionamento dos mercados financeiros, a estrutura predominante ainda é a bancária. Retomando, de maneira um pouco mais detalhada, a discussão sobre o desenho atual desta estrutura, é importante reforçar o seu grau de segmentação. Contrastando com o mercado monetário e com diversas outras atividades do banco atacadista, os aspectos fiscais, jurídicos e culturais, assim como as divergências na forma como os negócios bancários são conduzidos, parecem perpetuar a segmentação atualmente observada nos mercados nacionais relativamente aos serviços dos bancos varejistas.

A estrutura do balanço patrimonial dos bancos caracteriza-se, no ativo, pelo predomínio de empréstimos ao setor privado não bancário (famílias e empresas), pelos empréstimos interbancários e pela aplicação em títulos (principalmente da mesma nacionalidade da matriz do banco). Já o passivo se caracteriza pelo predomínio de depósitos interbancários, de depósitos do setor não bancário e títulos (crescimento maior dos colocados transnacionalmente do que aqueles colocados nacionalmente).

Lembrando, ainda, que além disso, a percentagem de ativos e passivos face a não residentes na área do euro parece estar a crescer a um ritmo mais rápido do que a parcela dos ativos e passivos internos.

Para a tomada de decisões de política monetária, o BCE/SEBC harmonizou as contas patrimoniais para toda a Área do euro de tal forma que pudessem ser organizadas de forma agregada (gerando Balanços Agregados) e de forma consolidada (gerando Balanços Consolidados). “O BCE calcula quer o balanço agregado, quer o consolidado, do setor das IFM ao nível da área do euro. Enquanto que o balanço agregado é a soma dos balanços de cada IFM (incluindo o Euro-sistema), a versão consolidada exclui posições entre IFM. Os balanços das IFM da área do euro apresentam uma perspectiva completa do ativo e do passivo face quer às IFM, quer a outros agentes económicos, com uma desagregação por setor e por instrumentos. (BCE, 1999-D, p. 59)

Esta forma harmonizada permite que as informações contidas nos balanços das IFM da Área do euro sejam utilizadas para as decisões de política monetária tomadas pelo BCE, por exemplo, estes dados fornecem informações sobre a percentagem do crédito a longo

prazo em comparação com o crédito a curto prazo, a importância do euro no ativo e no passivo do setor das IFM e o peso relativo das posições intra-IFM comparadas com posições face a outros residentes da área do euro (incluindo famílias, empresas e Estado). Os dados podem ser utilizados para analisar a estrutura financeira do economia e facilitam a compreensão do mecanismo de transmissão monetária.

Particularmente, permite a leitura de uma identidade básica para a sustentação de um dos pilares da política monetária: $M3 = (\text{empréstimos residentes da área do euro}) + (\text{disponibilidades líquidas sobre o exterior}) - (\text{responsabilidades financeiras de mais longo prazo}) + (\text{outras contrapartidas})$. Observando que, sendo uma identidade, eventuais variações no lado direito podem se auto-compensar, mantendo inalterado o tamanho do M3.

Mesmo que entendido o fato de que a execução da política monetária se dá em ambiente de incerteza, com dificuldades sobre o completo conhecimento do estado da economia, da eficiência dos canais de transmissão e do grau de resposta por parte dos agentes econômicos, a sua eficiência está em primeiro lugar ligada à sua consistência. Entretanto a supervisão e a regulação prudencial bem como, a rigidez dos sistemas de pagamentos, são coadjuvantes fundamentais, não só para a execução eficiente da política monetária, mas também para o funcionamento da economia como um todo.

3. Supervisão e Regulação Prudencial

Admitido o pressuposto de que a tensão entre o Sistema Homogêneo e o Sistema Fragmentário acaba por estruturar um Sistema Hierarquizado, trata-se de entender o papel da supervisão e da regulação prudencial como instrumentos mediadores para constituição deste sistema. Principalmente, porque esta constituição é resultado de relações institucionais, ou seja, não é possível pensar a constituição da Área do euro fora do contexto de articulações de instituições — quer sejam privadas, quer sejam públicas.

A lógica é a constituição de redes sistêmicas mesmo que no momento se deva considerar como incompletas e em fase de consolidação, em que jogam um papel importante os instrumentos e a própria integração dos mercados financeiros — a

combinação das infra-estruturas de pagamentos de importâncias avultadas e mercados interbancários e a crescente integração dos mercados de capitais deram já origem a um acréscimo de novas ligações entre bancos.

Este processo de integração amplia os desafios postos tanto para a supervisão como para ao estabelecimento de padrões prudenciais. O enquadramento institucional da supervisão bancária assenta largamente em acordos nacionais, que apresentam ainda uma ampla variedade de soluções. Ao mesmo tempo, requer uma extensa cooperação entre as entidades nacionais de supervisão e Euro-sistema de forma a assegurar o intercâmbio adequado de informação e a gestão regular de crises, sempre que estas acarretem efeitos transfronteiras.

A questão fundamental, a ser resolvida, é a contradição entre um funcionamento seguro do sistema financeiro que diminua o risco de surgimento de crises sistêmicas e a necessidade d ganhos de escala e eficiência dos mercados financeiros — função da expansão e do aumento da concorrência entre os participantes desses mercados. É sabido que a disputa por mercados tendem a contribuir para a diminuição das atitudes prudenciais por parte dos agentes envolvidos uma vez que diminuições de margens de lucro precisam ser compensadas pelo aumento do número de operações.

Desta forma, a idéia de desregulamentação competitiva impõe a necessidade de aumento da capacidade de supervisionar o sistema e da possibilidade de dotar o sistema de hábitos prudenciais. A consistência da política monetária aparece aqui de forma invertida. Reflexivamente, ela deve cumprir a função de sustentação da higidez do sistema na medida em que consegue tanto regular de maneira adequada a liquidez, quanto balizar adequadamente as taxas de juros (aqui consideradas como custos).

Portanto, o próprio processo de supervisão e de regulação prudencial precisa parametrizar-se pelas condições dominantes no ambiente desses mercados, condições em boa medida resultantes da própria ação do BCE/SEBC. Soma-se o fato de que a supervisão é executada a partir das bases nacionais por mais que coordenadas pelos organismos comuns da UE. Aqui o Comitê de Supervisão Bancária (CSB) cumpre importante papel articulador, este comitê do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) foi estabelecido para apoiar o Euro-sistema no seu papel de contribuir para a condução regular das políticas

nacionais na área da supervisão prudencial e da estabilidade financeira, e para desenvolver a cooperação entre as autoridades de supervisão.

Esta necessidade de coordenação é imperiosa na prevenção contra o surgimento de crises sistêmicas, uma vez que foram desmantelados os limites de expansão geográfica dentro da Área do euro. Este redesenho amplia a dimensão das possibilidades de contágio, abrindo a possibilidade do surgimento de crises nacionais a partir de problemas originados transfronteira. A questão ganha maior dimensão na medida em que crescem em relevância outras atividades, tais como a prestação de serviços, em outros espaços que não os nacionais.

Esta ampliação das atividades, bem como a consolidação da integração da Área do euro, tem implicado no aparecimento de grupos bancários complexos e de grande dimensão que, mantendo sua base nacional, têm ampliado sua participação nos mercados de capitais e atacadistas. Desta forma, cabe aos responsáveis pela supervisão, não só, lançar mão do recurso da supervisão consolidada (buscando apreender a totalidade de operações nacionais e transnacionais), bem como, estabelecer limites operacionais que ampliem a segurança do sistema — assim, os requisitos de capital, que exigem aos bancos a manutenção de um nível adequado de fundos próprios relativamente aos riscos assumidos são presentemente uma das pedras angulares da regulamentação prudencial.

Como já explorado na parte anterior deste capítulo, parcela importante das transações no interbancário são feitas sem garantias, ou seja, não são operações garantidas por títulos (ativos elegíveis). Este problema pode ser potencializado pelo crescente grau de concentração das operações, fruto da consolidação patrimonial dos bancos feita transnacionalmente. A percentagem de transações sem garantias, de transações transfronteiras e o grau de concentração do mercado interbancário são fatores muito importantes no que respeita ao perigo potencial de contágio.

Dito de outra forma, faz parte da cultura regulatória a preocupação com o tamanho dos mercados e o seu grau de concentração. Mercados com escala são interessantes no sentido de evitar problemas com liquidez. A própria consolidação patrimonial permite dar escala e liquidez para os mercados. A contrapartida, que implica risco, é a tendência à concentração — grandes grupos enfrentando problemas podem impactar de maneira

importante os mercados, inclusive desencadear crises sistêmicas. Importante lembrar que o sistema bancário é de qualquer maneira canal de transmissão dos fluxos de pagamentos.

Desta forma, o sentido da idéia de desregulamentação competitiva impõe uma supervisão local eficiente e um alto grau de coordenação transnacional para a Área do euro. O quadro institucional para a supervisão bancária estabelecido em legislação comunitária, baseia-se em dois blocos fundamentais: a competência nacional (baseada nos princípios de ‘controle no país de origem’ e ‘reconhecimento mútuo’) e a cooperação.

Outro aspecto a ser explorado é a separação da função de banco central e de supervisão. Em termos gerais esta separação, quando existe, é mais organizacional do que funcional, ou seja, há a possibilidade de que órgãos diferentes sejam responsáveis por uma ou outra área, mas quando isto acontece, em geral procuram estabelecer políticas coordenadas. Existem apenas três países da área do euro — Bélgica, Luxemburgo e Finlândia - onde os bancos centrais nacionais (BCN) não estão diretamente envolvidos em atividades de supervisão. Nos restantes oito países, as atribuições de supervisão bancária são da exclusiva ou quase exclusiva responsabilidade dos BCN. Em Espanha, Irlanda, Itália Países Baixos e Portugal, os BCN são a única entidade responsável pela supervisão bancária. Em França, na Alemanha e na Áustria, as entidades de supervisão independentes têm estreitas ligações com os BCN. (op. cit. p.62)

Esta separação organizacional pode se repor como separação entre definição de política monetária e supervisão. A questão, aqui posta, é a relação entre o quadro macroeconômico e perturbações sistêmicas - há que se reiterar que a coordenação se impõe, como organização reflexiva, entre estabelecimento e execução da política monetária (e política econômica em geral) e os processos de controle e regulação prudencial.

Outras perturbações podem ter sua origem em fragilidade associada a atividades no mercado de capitais (como exemplos, a gestão de ativos e o aumento da função de banco de investimentos).

Um dos problemas mais relevantes, ainda não resolvido, é a coordenação de esforços tanto para o estabelecimento de políticas comuns para o mercado financeiro como um todo (bancário, de valores mobiliários e de seguros), como para a coordenação dos órgãos responsáveis pela supervisão de cada um destes mercados. Há casos em que um

mesmo órgão supervisor é responsável por mais de um destes mercados, em geral quando isto acontece este órgão não é o banco central local.

Este problema de coordenação e estabelecimento de políticas para o mercado financeiro como um todo sugere que muito há, ainda, para se avançar. Se aceito o pressuposto da crescente comunicabilidade entre estes mercados, através da conglomeração de empresas participantes em mais do que um desses mercados (integração vertical) ou da crescente aproximação da estrutura patrimonial dos portfólios (integração horizontal), o problema da estabilidade sistêmica terá que ser pensado para o mercado financeiro como um todo (e não pela segmentação dos mercados entendidos como bancário, de valores mobiliários e de seguros). Isto posto, tanto as entidades supervisoras dos mais diversos mercados, como o estabelecimento de regras prudenciais, exigirão um aumento do grau de coordenação inter-sistêmica. O atenuar das distinções entre os diferentes contratos financeiros, bem como a existência de conglomerados multi-empresariais, requer também um extenso recurso à cooperação entre setores, envolvendo supervisores bancários, de títulos e de seguros. Esta questão está atualmente em discussão na UE.

Embora exista reconhecimento por parte dos gestores da UEM de que há muito que se avançar neste aspecto de coordenação para o mercado financeiro como um todo, no mercado bancário já há um avanço expressivo. “A Primeira e Segunda Diretivas de Coordenação Bancária estabelecem os três princípios operacionais para o mercado bancário único: harmonização mínima de normas, reconhecimento mútuo de autorização e de práticas de supervisão e controle por parte do país de origem.” (op cit., p. 65 e 66)

São exemplos desse avanço, na coordenação de esforços, critérios mínimos para a autorização de estabelecimento de instituições de crédito, requisitos prudenciais básicos, estabelecimento comum seguros depósitos, o estabelecimento de comunicação formal entre os órgãos supervisores nacionais, bem como, o funcionamento do Comitê de Supervisão Bancária (CSB). Por outro lado são exemplos de problemas, o estabelecimento de regras em nível nacional, falta definição de normas para a dissolução de instituições de crédito problemáticas e tratamentos fiscais diferentes em cada país. Do ponto de vista da supervisão não há uniformidade quanto a se privilegiar a fiscalização local (direta) ou a distância (indireta).

Finalizando, os esforços de supervisão e regulação prudencial devem se concentrar sobre os aspectos macro, preocupando-se com a atividade e com a solidez das estruturas bancárias num sistema crescentemente integrado.

4. Sistemas de Pagamentos

A discussão sobre a evolução dos sistemas de pagamentos envolve tanto aspectos relativos ao Sistema Homogêneo quanto aspectos relativos ao Sistema Fragmentário. Pode-se entender, mesmo que a comunicação e a sobreposição destes sistemas passam pela organização dos pagamentos - uma vez que, tanto a moeda central como a moeda de crédito tem como função precípua a garantia de solvabilidade ou da transferência de ativos.

Desta forma, no que tange ao Sistema Homogêneo, os sistemas de pagamentos são canais de transmissão das orientações que caracterizam a centralização monetária - são os canais de transmissão da execução da política monetária. Já, no que tange ao Sistema Fragmentário, os sistemas de pagamentos são os locais aonde os ativos creditícios se enfrentam e se medem.

Cabe acentuar que não é neutra a relação entre as moedas (central e de crédito) e seus canais de transmissão (os sistemas de pagamentos). Em outros termos, o grau de preservação da qualidade ordenadora por parte da moeda central depende em grande medida da tipologia e do desenvolvimento dos sistemas de pagamentos - ou seja, a incapacidade de resposta à política monetária por deficiência neste canal de transmissão pode trazer conseqüências para o adequado manejo de liquidez do sistema.

Para a moeda de crédito, a contra-face reflexiva e oposta à moeda central problemas, no curso de ativos através dos sistemas de pagamentos podem desencadear disfunções na capacidade de mensurações destes ativos. Ou seja, a dificuldade de coordenação característica do Sistema Fragmentário pode exacerbar ao ponto de levar ao colapso os equilíbrios precários do mercado — abrindo ou desencadeando crises latentes.

Não é por acaso que a análise e desenvolvimento dos Sistemas de Pagamentos são tomados como centrais para o sucesso da implantação do euro como uma nova moeda européia.

Os Sistemas de Pagamentos da Área do euro podem ser entendido em três classes, o sistema de pagamento de grandes volumes, os sistemas de pagamentos varejistas e os sistemas de liquidação e custódia típicos das operações de mercado de títulos.

A constituição do TARGET e dos SLBTR's surgiu para enfrentar o problema de liquidação de grandes volumes tanto em nível nacional como transnacional para a Área do euro. A organização da solução para este problema tem sua origem no início da década de 90, quando a base dos sistemas de pagamentos era caracterizada pelo regime de correspondentes bancários. “Assim, conclui-se que seria necessário um novo regime de pagamentos ao nível de toda a área da moeda única, para garantir uma execução segura da política monetária única, arbitragem eficiente nos mercados monetários e, de uma forma mais geral, a liquidação eficiente e segura dos fluxos de pagamentos de importâncias avultadas entro os países participantes.” (BCE, 2000-J, p.48)

Esta transformação obrigou a contemplação do esquema de bancos centrais correspondentes — para permitir a situação na qual os agentes participantes dos mercados estivessem negociando ativos a partir de países diferentes, dentro da Área do euro. As liquidações se fazem mediadas por sensibilização das reservas destes agentes junto aos respectivos bancos centrais seguindo a esquema tradicional quando as liquidações são feitas internamente aos países. “Foi acordado desde o início que o TARGET seria um sistema descentralizado no qual as instituições de crédito manteriam as suas contas de liquidação junto do seu banco central de origem. Assim sendo as pagamentos domésticos do TARGET continuam a ser processados nos SLBTR nacionais”. (op. cit., p. 48)

Entretanto, apenas os pagamentos relacionados com operações com o Euro- sistema e com a liquidação de outros sistemas de pagamentos de importâncias avultadas operando em euro deverão ser processadas através do TARGET.

Uma característica importante desse sistema de pagamento é a irrevogabilidade (concluída a operação ela é definitiva). Outro aspecto relevante é a possibilidade de que a gestão das operações com reservas, pelo fato de que o cumprimento no mês posterior do exercício seja função da média do mês de exercício, permita a flexibilidade de gestão de pagamentos e a diminuição dos riscos de dificuldade de liquidez por parte dos agentes participantes. Ainda, esta gestão de liquidez é ampliada com a inserção no sistema da capacidade de operação nos limites das facilidades de cedência.

Esta gestão de liquidez se amplia para todo o sistema, inclusive por que o TARGET e os SLBTR's servem para toda UE e convivem com sistemas paralelos inclusive com o esquema correspondentes bancários. Os bancos que centralizaram a sua gestão de liquidez

distribuem liquidez às respectivas sucursais e filiais no exterior de manhã e recebem fundos excedentários ao fim da tarde.

Este sistema de pagamento busca resolver incertezas quanto ao encaminhamento de pagamentos, problema nada desprezível, principalmente quando o curso da operação é transnacional.

Entretanto o sistema TARGET ainda apresenta problemas quanto à eficiência e aos custos operacionais uma vez que em função do estabelecimento de interfaces, as eventuais alterações enfrentam grande complexidade técnica — pois ela precisa abranger o sistema completo que se compõe por 15 membros.

Ainda, há heterogeneidade no seu uso, por exemplo: “aparentemente na França o TARGET é quase exclusivamente utilizado para pagamentos proveniente dos mercados financeiros, enquanto na Alemanha um elevado número de pagamentos comerciais, ou mesmo pagamentos varejistas, é processado através do sistema”. (op. cit., p 56)

Assim recoloca-se o problema da segmentação do mercado bancário nacional e transnacional, varejista e atacadista. Havendo heterogeneidade na resposta, o TARGET não é muito utilizado para operações de varejo transnacionais, “porém, os clientes do varejo não se beneficiaram ainda desta melhoria uma vez que organização destes sistemas ao nível inter- e intra-bancário não é ainda suficiente para apoiar um processamento eficiente das transferências transnacionais de crédito a varejo.” (op. cit., p. 57)

Tem sido grande a preocupação sobre o desenvolvimento do sistema de pagamento varejista, tanto os nacionais como o transnacional. Em setembro de 1999, publicou-se relatório a respeito, quando o Euro-sistema concluiu que, pelo menos de momento, deveria antes funcionar como um catalisador para a mudança, em vez de aumentar o seu envolvimento operacional.

O terceiro aspecto a ser tratado é a necessidade de integração nos sistemas de liquidação de títulos, “a evolução tecnológica e a harmonização legal ao nível europeu sublinham também a necessidade de uma maior consolidação. Neste contexto, a concorrência e as externalidades em termos de rede exercem uma maior pressão no sentido de uma infra-estrutura mais integrada e eficiente a nível da UE, ou seja, a integração das bolsas de valores, plataformas de transações e redes eletrônicas, práticas de mercado e contratos e facilidades de compensação e liquidação.” (BCE, 2000-D, p. 55)

Este sub-sistema tem papel importante porque dá curso à liquidação de papéis passíveis de custódia, portanto, permite que a modelagem de risco leve em conta a possibilidade de créditos com garantia. “Os serviços de liquidação de títulos são prestados por três tipos de instituições: as centrais de depósitos de títulos nacionais (CDT), as centrais de depósitos de títulos internacionais (CDTI) e os bancos de custódia. O termo ‘SLT’ refere-se às CDT nacionais e às CDTI.” (BCE, 2000-D, p. 55)

Os principais títulos negociados no SLT são: títulos da dívida pública, títulos de participação e títulos de dívida das empresas. Os CDT’s têm um histórico de fragmentação reproduzindo as características de segmentação dos mercados nacionais, inclusive pela diferença, entre os países, do tratamento legal e fiscal dado aos títulos. Já, “as duas CDTI da área do euro, *Euroclear* e *Cedel*, estabeleceram ligações diretas e indiretas (principalmente através dos bancos de custódia locais) com SLT de diversos países. Com ‘massa crítica’ de participantes e ativos, estas instituições permitem a liquidação de títulos transacionados internacionalmente nas suas próprias contas.” (op. cit., p 56)

Esta busca de ‘massa crítica’ se justifica para criar a possibilidade de recuperar investimentos em tecnologia e estabelecer redes de compensação eficazes. A introdução do euro contribui para que se alcance esta ‘massa crítica’, uma vez que a integração dos mercados permite, também, sua ampliação. Do ponto de vista institucional, a Diretiva relativa a Serviços de Investimentos contribui no sentido da incorporação de tecnologia, que ao mesmo tempo se justifica pela ampliação dos mercados e, de forma recorrente, contribui para esta mesma ampliação.

Conseqüência desse desenvolvimento e em função da estabilidade (de preços e orçamental) e da introdução da moeda única (taxa fixa de câmbio entre as moedas da área), “o euro está a ter impacto sobre o lado da procura das transações em bolsa, tomando os títulos europeus similares, cada vez mais substitutos quase perfeitos. O euro reduziu igualmente os diferenciais entre os países, induzindo os investidores a avaliar os riscos associados aos títulos, tendo por base a qualidade da entidade emissora e não o respectivo país.” (op. cit., p. 5)

O problema das necessidades de garantia reforçam a desenvolvimento destas estruturas, possibilitando uma dupla forma de integração: a) integração vertical, segundo este processo, as instituições responsáveis pela transação, compensação, liquidação e

custódia de títulos tomam-se cada vez mais integradas freqüentemente através de uma sociedade de participações financeiras (*holding*) que gere um sistema único para os títulos de dívida e ações transacionados no mercado à vista e de derivativos; e, b) integração horizontal, que tem se acelerado desde o início da Terceira Fase da UEM, o que significa que existe um grau mais elevado de integração e cooperação transnacional entre instituições prestadoras de serviços e produtos similares.

Abre-se a possibilidade de que o sistema de garantias passe a ser geral, inclusive com a utilização de títulos custodiados em outros países — reduzindo os problemas relacionados ao risco de crédito; entretanto, o uso transnacional de títulos pode trazer problemas de descompasso na gestão de liquidez por parte dos participantes dos sistemas. “A evolução dos sistemas de entrega contra pagamento, por um lado, reduziu risco de crédito e, por outro lado, aumentou os riscos de liquidez que podem surgir em caso de falha na entrega de títulos, em particular quando a liquidação ocorre em sistemas de liquidação por bruto em tempo real (SLBTR).” (op. cit., p. 58 e 59)

No início da Terceira Fase a UE “definiu padrões para a utilização dos SLT e das ligações entre estes nas operações de crédito do Euro-sistema. Estabeleceu o Modelo de Banco Central Correspondente (MBCC).” (op. cit., p. 59)

Já no documento “Padrões para as SLT da UE”, publicado pelo SEBC em 1998, procurou-se estabelecer um texto que refletisse uma forte preferência por acordos legais claros, liquidação em moeda do banco central, estrita limitação dos riscos de custódia e liquidação intradiária com caráter definitivo com entrega contra pagamento.

A lógica geral é a manutenção de padrões de neutralidade e eficiência. Não cabendo ao Euro-sistema interferir na concorrência entre os sistemas e os centros financeiros, como forma de manter a sua neutralidade. Devendo, entretanto, apoiar a consolidação de títulos e a integração dos mercados, como forma de ampliar a eficiência sistêmica.

CONCLUSÃO

Na análise da criação da nova moeda - o euro, temos que destacar o papel centrado ao desejo de construção de uma sociedade estável baseada no princípio da paz. A união política entre os países europeus, que culminou com a criação da nova moeda, só pode ser estruturada depois de um longo caminho percorrido a partir do início da década de cinquenta. Trajetória essa que passou por diversos estágios : desde o tratado que institui a Comunidade Européia do Carvão e Aço em 1951 (com a simultânea fundação do Tribunal de Justiça Europeu), passando pelos tratados que institui a Comunidade Européia – Tratado de Roma de 1957 (simultâneo ao tratado que institui a Comunidade Européia de Energia Atômica), o fim de todas as barreiras alfandegárias em 1968, o Ato Europeu Único de 1986, que passa a vigor plenamente a partir de 1993, o Tratado da União Européia – Tratado de Maastricht – de 1992, até as emendas de 1997- Tratado de Amsterdã.

No processo de estruturação da área do euro foi fundamental a constituição de instituições ao mesmo tempo sólidas e flexíveis e a organização dos critérios de convergência.

Em relação à constituição de instituições, os países participantes foram estruturando ao longo do tempo uma organização que acabou por transformar fóruns informais em organismos de decisão – o que sugere razoável grau de flexibilidade. Ainda neste plano institucional é importante verificar o grau de importância dado à organização do Banco Central Europeu e do Sistema Europeu de Bancos Centrais, dotando-os de independência operacional, função de objetivos claramente definidos.

Quanto aos critérios de convergência – estabilidade dos preços, desempenho fiscal, taxas de juros de longo prazo e estabilidade das taxas de câmbio – pode-se afirmar que

trazem a moeda para cumprir função centralizadora, prova disso são os fatos de que : a estabilidade de preços é dependente da fixação da taxa de juros de curto prazo e controle da moeda de crédito; dívida e déficit públicos relacionam-se fundamentalmente ao endividamento via mercado pelos governos; taxa de juros de longo prazo e taxa de câmbio são variáveis imediatamente ligadas à moeda. Desta forma, uma recuperação dos aspectos históricos indicam que a explicação do fenômeno de constituição da área comum europeia tem que passar necessariamente pela dinâmica do funcionamento de sua moeda, com ênfase em seus aspectos institucionais.

BIBLIOGRAFIA

- GOODMAN, S. F. "The European Community", Basingstoke : MacMillan, 1990
- "THE ECONOMIST", A Work In Progress, October 1999
- WALLACE, W. Regional Integration : "The West European Experience", Washington : The Brookings Institution, 1994
- MENDES, A. "Economic Integration And Growth In Europe", New Hampshire : Croom Helm, 1987
- AZEVEDO, M. E. "A Europa em movimento". Lisboa: Notícias editorial, 1997
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "A Área do euro um ano após a introdução do euro: características principais e alterações na estrutura financeira," Frankfurt : ECB (*site*), 2000-A
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "A política monetária única na terceira fase". Frankfurt ; ECB (*Site*), 1998
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "As relações do BCE com instituições e organismos da Comunidade Européia. Frankfurt: ECB (*site*), 2000-B
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE." Frankfurt: ECB (*site*), 2000-J
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "O papel internacional do euro". Frankfurt: ECB (*site*), 2000-I
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "O Euro-sistema e o processo de alargamento da U.E.". Frankfurt: ECB (*site*), 2000-H
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "A estratégia de política monetária do Euro-sistema orientada para a estabilidade". Frankfurt: ECB (*site*), 1999-B
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "TARGET e pagamentos em euros". Frankfurt: ECB (*site*), 1999-H
- BANCO CENTRAL EUROPEU. "Decisões de política monetária em contexto de incerteza". Frankfurt: ECB (*site*), 2000- E
- CONSELHO DA UNIÃO EUROPÉIA. "Versão Compilada do Tratado da União Européia". Amsterdã : UEM (*site*), 1997-B

COMISSÃO EUROPÉIA. “União Económica e Monetária – Compilação da legislação comunitária”. Luxemburgo : Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, 1999

DEGRYSE, C. Dictionnaire de l’Union européenne. Paris: De Boeck Université, 1998

Silva, A. “Portugal e a Moeda Única”. Lisboa: Verbo, 1998