



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Banco Central do Brasil Technical Notes

Number 14

February 2002

Aspectos da Constituição do Euro-Sistema
Samuel Bracarense Costa

Banco Central do Brasil Technical Notes	Brasília	n. 14	Feb	2002	P. 1 - 36
--	----------	-------	-----	------	-----------

Banco Central do Brasil Technical Notes

The views expressed in this work are the author(s) opinions only and do not reflect the ones of the Banco Central do Brasil, except in what relates to methodological notes.

Coordination:

Economic Department (Depec)

E-mail: depec@bcb.gov.br

Reproduction permitted provided the source is mentioned. Banco Central do Brasil Technical Notes, no. 14, February/2002.

General Control of Subscriptions

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Subip
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo
Caixa Postal 8670
70074-900 - Brasília (DF)
Telephone (5561) 414-3165
Fax (5561) 414-1359

Statistical conventions:

- ... Data unknown.
 - Null data or an indication that the corresponding item does not exist.
- 0** ou **0,0** figure smaller than half the value of the last digit to the right.
* preliminary data.

An hyphen (-) between years (1970-1975) indicates the total of years, including the first and the last. A slash (/) between years indicates the yearly average of such years, including the first and the last, or harvest-year or agreement-year, according to the text.

Any discrepancy between data and totals or percentage variations are due to rounding.

The sources for tables and graphs prepared by the Banco Central itself are not mentioned.

Banco Central do Brasil Information Center

Address:	Secre/Surel/Dinfo Edifício-Sede, 2º subsolo SBS - Quadra 3, Zona Central 70074-900 - Brasília (DF)	Telephones: (5561) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406 <u>Toll-free:</u> 0800 992345 (just in the country) Fax: (5561) 321 9453
Internet:	http://www.bcb.gov.br	
E-mail:	cap.secre@bcb.gov.br	

Foreword

The institutionalization of the Banco Central do Brasil Technical Notes, conducted by the Department of Economics, promotes the dissemination of works featuring economic content, attracting both theoretical and methodological interest, giving a view of the short-term developments of the economy and reflecting the work of the Bank's employees in all areas of action. Besides, other works, though external to the Banco Central, may be included in this series provided the Bank has afforded institutional support to their preparation.

Sumário

1. Introdução	7
2. A estruturação do Euro-sistema	7
3. O processo de convergência	10
4. A política monetária sobre dois pilares	12
5. A execução da política monetária	16
6. Supervisão e regulação prudencial	19
7. Sistemas de pagamentos	23
8. Conclusões	28
Referências bibliográficas	35

Aspectos da Constituição do Euro-Sistema

SAMUEL BRACARENSE COSTA¹

1. Introdução

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 a ser investigado é a capacidade de articulação das autoridades monetárias – Sistema Central – no controle e desenvolvimento da moeda única da Área do Euro.

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 passa pela compreensão da institucionalização do Euro-sistema (do conjunto formado pelo Banco Central Europeu – BCE e o Sistema Europeu de Bancos Centrais – SEBC) 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, quanto ao aspecto do controle monetário, 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; o desenho da política monetária a ser desenvolvida; o sistema de supervisão ou regulação prudencial e, finalizando, os sistemas de pagamentos da Área do Euro.

2. A estruturação do Euro-Sistema

O Euro-sistema é criado a partir da articulação entre os BCN's e da estruturação do IME² para viabilização dos Tratados de Maastricht e de Amsterdã e,

1/ Economista do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos.

2/ Instituto Monetário Europeu (IME), criado em 11 de janeiro de 1994 para preparar o processo de transição para a “Terceira Fase”, inaugurada em janeiro de 1999 com a efetiva implantação da moeda (DEGRYSE, C., 1998). O IME foi absorvido pelo BCE quando da sua instituição em meados de 1998.

principalmente, para fazer frente ao “Cenário de Madrid³ 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. Dito de outra forma, a possibilidade de existência deste espaço econômico pressupôs 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.

3/ Resultado do Conselho de Madri, reunido entre 15 e 16 de dezembro de 1995, quando se construiu um cenário com as datas prováveis das providências necessárias para a implantação da moeda única (op. cit.).

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, admitindo-se algumas das hipóteses que relacionam a formação das taxas de juro de curto prazo e a formação das taxas de juros de longo prazo⁴, o Euro-sistema e os governos centrais dos Estados-membros participantes ficam obrigados à um constante mútuo monitoramento funcional.

Admitindo-se que as política monetária e 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. Isto é relevante, pois, para que o euro cumpra seu papel como moeda central, ele deve servir de elemento coordenador do crédito privado (Sistema de Crédito Privado) – certamente parametrizado 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 Ecofin⁵ e Parlamento Europeu; membros da comissão executiva do BCE⁶ 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 (op. cit.).

4/ Tais como, a parametrização de uma pela outra no estabelecimento das *yield curves* e suas conseqüências para as análises e decisões dos agentes quanto a alocação de seus recursos.

5/ Conselho que reúne os ministros de economia da União Europeia (DEGRYSE, C., 1998).

6/ O BCE é composto de três órgãos de decisão: Comissão Executiva (presidente, vice-presidente e quatro vogais), Conselho do BCE (Comissão Executiva e os governadores dos BCN's dos Estados-membros participantes – podem participar sem direito a voto um membro do Ecofin e um membro da Comissão Europeia) e Conselho Geral, transitório (presidente, vice-presidente e todos os governadores dos BCN's da União Europeia) (SILVA, A., 1998).

Do ponto de vista formal, O Conselho da União Européia, 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.” (Comissão Européia, 1999, p. 191) Estendendo a consulta sobre política monetária aos Estados-membros não participantes (op. cit., p.191).

3. O processo de convergência

Como parte integrante do processo de convergência que permitiu a formação da União Monetária Européia, os BCN’s tiveram que organizar o processo de convergência que resultasse no Euro-sistema, cujo calendário foi definido em Madrid – 95. Naquela ocasião, condicionou-se a adesão dos países, à União Monetária Européia, à adequação das legislações relativas aos BCN’s aos princípios orientadores do Euro-sistema.

A primeira condição 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 definidos⁷, 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, integrante do protocolo de nº 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 acabe relacionando a estabilidade da moeda ao crescimento econômico, 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

7/ No caso do BCE, de oito anos não renováveis (SILVA, A., 1998).

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 Europeia, 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) 2.533/98 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 desenvolvidos 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 fundos reembolsáveis (incluindo as receitas da venda de obrigações bancárias ao público) e conceder crédito por conta própria’]⁸ e outras IFM, ou seja, outras instituições financeiras residentes que correspondem à definição

8/ Diretivas de Coordenação Bancária (77/780/CEE, de 12 de dezembro de 1977; e 89/646/CEE, de 30 de dezembro de 1989), que incluem as “instituições de crédito isentas”.

de IFM estabelecida no 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) (op. cit., p. 90).

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 de seguros e fundos de pensões; Empresas não financeiras; e Famílias (op. cit. 105).

Hierarquizados os ativos e passivos segundo a sua substituíbilidade e definidos o Setor das IFM e SNM, torna-se possível 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 (op. cit., p. 92 e 95).

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 crescimento⁹ 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” (BCE, 2000-F, p. 39).

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 erros 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 credível. 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** (BCE, 1999-B, p. 46).

A questão da reputação dos bancos centrais, conseqüência 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.

9/ O BCE entende que estão entre os benefícios da estabilidade de preços: 1. a melhora dos mecanismos de preços relativos, contribuindo para a melhora de alocação de recursos; 2. minimização de prêmios de risco da inflação nas taxas de juro de longo prazo, com estímulo ao investimento e ao crescimento; 3. diminuição de desvio dos recursos reais para operações de coberturas de risco; e, 4. diminuição das distorções da redistribuição de riqueza, aumentando a coesão e a estabilidade social (BCE, 1999-B, p.42).

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”¹⁰; e 2. estabeleceu os instrumentos e os modos de operação da política monetária, que nomeou como “A política monetária única na terceira fase”¹¹.

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-F, p. 39).

O BCE pretende que seu modelo de “dois pilares” revele uma 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, é 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 M3¹², que incorpora títulos com até dois anos de maturação, amplia de maneira bastante larga o conceito de moeda nos termos propostos 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. Até porque, na análise de aderência ao crescimento dos preços ao consumidor (que é forte) há uma defasagem de seis trimestres (BCE, 1999-C, p. 41) – portanto, passível de correção sem que haja, necessariamente, controle direto de agregados monetários.

10/ Sua versão mais recente foi publicada em novembro de 2000 no Boletim mensal do BCE.

11/ Sua primeira versão é de setembro de 1998, tendo sido publicada uma versão com atualizações em novembro de 2000.

12/ M1=Circ. Monet. (7%)+dep. à vista(33 %). M2=M1(40%)+dep. à prazo até 2 anos(20%)+dep. c/pré-aviso até três meses(28%).

M3=M2(88%)+oper. de recompra(4%)+[cotas de fundos monet.+tít. merc. monet.](7%)+tít. de dívida até dois anos(2%) – com arredondamentos. (BCE, 1999-C, p. 38 e 39).

De qualquer maneira, nos 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-F, 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”(BCE, 2000-F, p. 48).

Dentre este segundo grupo de indicadores, o BCE publicou análises sobre três grandes subgrupos: 1. indicadores econômicos de curto prazo; 2. indicadores de preços e 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 IVA¹³); 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) (BCE, 1999-E, p. 32).

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” (BCE, 1999-D, p. 35).

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 juro “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” (BCE, 2000-E, p.41).

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

13/ Imposto sobre valor agregado.

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 dos mercados privados, ela precisa ganhar capacidade reflexiva à moeda criada na forma de crédito privado. E mais, para que a moeda cumpra função coordenadora no processo econômico, ela precisa ampliar sua capacidade reflexiva, também, à economia como um todo.

Desta maneira, não deixa de ser interessante observar que a escolha de agregados amplos como M3 e do conteúdo informativo das taxas de juro e de seus derivativos coloca a moeda central em posição reflexiva (mesmo que de maneira incompleta) à moeda criada na forma de crédito privado. Já a escolha de indicadores de curto prazo e indicadores de preços e custos amplia a reflexibilidade da moeda central 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 é 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 restringissem às pressões dos mercados monetários, esses mercados monetários locais são importantes sensores das necessidades da economia local.

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 (as facilidades permanentes), 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 consequência 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 Contrapartes Elegíveis¹⁴. Finalmente, define que ativos são transacionáveis ou podem servir de garantia nestes mercados monetários – os Ativos Elegíveis¹⁵.

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) (BCE, 1998, p. 53).

O regime de reservas mínimas do SEBC são previstas apenas para rubricas do passivo (depósitos, títulos de dívida emitidos e *commercial 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 (op. cit., p.55 a 57).

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.

14/ As Contrapartes Elegíveis são instituições sujeitas ao regime de reservas mínimas do SEBC, devem ser financeiramente sólidas e deverão estar sujeitas pelo menos a uma forma de supervisão harmonizada da UE/EEE (Espaço Económico Europeu) realizadas por autoridades nacionais e deverão cumprir todos os critérios operacionais especificados nas disposições contratuais ou regulamentares aplicadas pelos BCN's (BCE, 1998, p.10).

15/ É o conceito harmonizado, do que são estes Ativos Elegíveis, que permite o BCE/SEBC transacionar nos mercados financeiros comprando e vendendo ativos subjacentes a título definitivo ou com acordo de recompra, sustentando em garantias confiáveis as operações de crédito do BCE/SEBC. Há duas listas de ativos, que não se distinguem pela qualidade de sua garantia, mas sim pela sua universalidade – Lista I contém os mais comumente aceites em toda a Área do Euro, os da Lista 2, os mais importantes nos mercados nacionais (op. cit., p. 39).

Existem cinco tipos de instrumentos de operações¹⁶: 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) (BCE, 1998, p. 4 e 5).

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 facilidades permanente de cedência de liquidez (parametriza o teto) e de facilidades permanente de depósito (parametriza o piso) – estabelecendo desta maneira uma banda de taxas de juros¹⁷. 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* (op. cit., p. 6).

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, elas são divididas em quatro tipos¹⁸:

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

16/ Como forma de operar, tanto as facilidades permanentes, aqui citadas, como as operações de mercado aberto, explicadas mais à frente.

17/ As taxas de facilidades permanentes são divulgadas pelo BCE junto com a divulgação da taxa de juros mínima de financiamento (taxa de juros básica da Área do Euro).

18/ Descritas no capítulo 3 do texto "A Política Monetária Única na Terceira Fase", BCE, setembro de 1998.

- 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, sendo 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 sendo obrigado o recolhimento de margens por parte das contraparte elegíveis em favor do BCE/SEBC – não sendo admitido 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 têm 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 criada na forma de crédito privado, em oposição polar a esta. Para lembrar, instrumentos como *swap* ou chamadas de margem sugerem a permanência desta tensão constante entre o Sistema Central e o Sistema de Crédito Privado. Ainda, o estabelecimento de uma banda de taxa de juros através de operações garantidas por títulos reforça esta dinâmica polar. O próprio tratamento dado às reservas, ampliando-a a títulos de dois anos e remunerando-as pela taxa de refinanciamento das operações de mercado aberto, as aproximam desta 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 criada na forma de crédito privado, entre Sistema Central e Sistema de Crédito Privado.

6. Supervisão e regulação prudencial

Admitido o pressuposto de que é permanente um certo nível de conflito entre os objetivos traçados pelas autoridades monetárias centrais e os anseios dos agentes participantes dos mercados financeiros, pode-se compreender a constituição da supervisão e da regulação prudencial como forma de sistematização do relacionamento entre os agentes, públicos e privados, representantes de interesses ou objetivos conflitantes. Principalmente porque a constituição, daquele sistema prudencial, 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, aonde 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” (BCE, 2000-G, p. 53).

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” (op. cit., p. 53).

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 de 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” (op. cit., p. 53).

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 cresce 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 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” (op. cit., p. 53).

Cabe acentuar que parcela importante das transações no interbancário são feitas sem garantias, ou seja, não são operações garantidas por títulos (ativos elegíveis). Este problema pode ser potenciado 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” (op.cit., p. 54).

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 (nomeadamente na Primeira e Segunda Diretivas de Coordenação Bancária, com as alterações que lhes foram introduzidas pela diretiva ‘pós-BCCI’) baseia-se em dois blocos fundamentais: a competência nacional (baseada nos princípios de ‘controle no país de origem’ e ‘reconhecimento mútuo’) e a cooperação” (op. cit., p. 62).

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” (op. cit., p. 67).

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 formal¹⁹ entre os órgãos supervisores nacionais, bem como, o funcionamento do Comitê de Supervisão Bancária (CSB)²⁰. 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 à 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.

7. Sistemas de pagamentos

A discussão sobre a evolução dos sistemas de pagamentos envolve tanto aspectos relativos ao Sistema Central quanto aspectos relativos ao Sistema de Crédito Privado. 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 na forma de crédito privado têm como função precípua a garantia de solvabilidade ou da transferência de ativos.

Desta forma, no que tange ao Sistema Central, 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 de Crédito Privado, os sistemas de pagamentos são os locais aonde os ativos creditícios se enfrentam e se medem.

19/ “O Memorando é o principal instrumento para a cooperação bilateral. Funciona como o canal de base para a troca de informação entre os supervisores do país de origem e do país de acolhimento e para facilitar a supervisão numa base consolidada” (BCE, 2000-G, p. 67).

20/ “O CSB dá cumprimento à disposição do n° 5 do artigo 1.050 do Tratado, nos termos do qual foi atribuída ao Euro-sistema a função de ‘contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro’ ” (BCE, 2000-G, p. 69). “A segunda responsabilidade do CSB é promover a cooperação entre supervisores, para além dos interesses do Euro-sistema” (BCE, 2000-G, p. 69). E, ainda, “Os supervisores estão prontos a informar o Euro-sistema logo que surja qualquer crise bancária, e o CSB está em posição de analisar as questões relevantes” (BCE, 2000-G, p. 69).

Cabe acentuar que não é neutra a relação entre as moedas (central e a na forma de crédito privado) 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 o crédito privado, 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 de Crédito Privado pode exacerbar-se 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 RTGS²¹ surgiu para enfrentar o problema de liquidação de grandes volumes tanto a nível nacional como transnacional para a Área do Euro. A organização da solução para este problema tem sua origem no início da década de 90²², 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 entre os países participantes” (BCE, 2000-F, 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

21/ TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*) – nível transnacional – e RTGS (*Real-Time Gross Settlement*) – nível nacional – são sistemas de liquidações intrabancárias para funcionamento na “Terceira Fase” da implantação da moeda, a partir de janeiro de 1999.

22/ *Report on Interbank Netting Schemes* – 1990, grupo dos dez bancos centrais da UE, referido como Relatório Lamfalussy, visa assegurar que os sistemas de compensação concluam a fase de liquidação e *Minimum Common Features for Domestic Payment Systems* – 1993, publicado pelos bancos centrais da EU, orientando a canalização dos pagamentos de grande vulto para os sistemas em tempo real e por bruto (BCE, 2000-F, p. 48).

liquidações se fazem mediadas por sensibilização das reservas destes agentes junto aos respectivos bancos centrais – seguindo o 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, os pagamentos domésticos do TARGET continuam a ser processados nos RTGS 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” (op. cit., p. 49).

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 RTGS’s servem para toda UE e convivem com sistemas paralelos²³, 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” (op. cit., p. 57).

Este Sistema de Pagamento busca resolver incertezas quanto ao encaminhamento de pagamentos, problema nada desprezível, principalmente quando o curso da operação é transnacional. “Os pagamentos eram recebidos através de canais inesperados, tornando difícil uma gestão eficaz da liquidez” (op. cit., p. 54).

Entretanto o sistema TARGET ainda apresenta problemas quanto à eficiência e aos custos operacionais, uma vez que em função do estabelecimento de várias 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 uso, por exemplo: “aparentemente em 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).

23/ São os seguintes sistemas: o Euro 1 – uma sociedade cooperativa de bancos da UE; o *Euro Access Frankfurt* (EAF) – sistema gerido pelo Deutsche Bundesbank; o *Paris Net Settlement* (PNS) – sistema francês desde abril de 1999; o *Sevicio Español de Pagos* (SEPI); e o sistema *POPS* finlandês – estes dois últimos menores (BCE, 2000-F, p. 52).

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 a 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” (op. cit., p. 57).

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-C, 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 custódia²⁴. O termo ‘SLT’ refere-se às CDT nacionais e às CDTI” (BCE, 2000-C, p. 55).

Os principais títulos negociados no SLT são: títulos da dívida pública, títulos de participação e títulos de dívida das empresas. Os CDT 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

24/ Os bancos globais de custódia (BGC).

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 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, tornando 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. 57).

O problema das necessidades de garantia reforçam o 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 tornam-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.” (op. cit., p. 58); 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” (op. cit., p. 58).

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 o 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 (RTGS)” (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 os 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” (op. cit., p. 59).

A lógica geral é a manutenção de padrões de neutralidade e eficiência. Não cabendo ao Euro-sistema interferir na concorrência entre os sistemas e centros

financeiros, como forma de manter a sua neutralidade. Devendo, entretanto, apoio à consolidação de títulos e a integração dos mercados, como forma de ampliar a eficiência sistêmica.

8. Conclusões

A legitimidade do euro assenta-se sobre sua origem institucional, a nova moeda europeia é fruto da articulação de Estados nacionais organizados. Ela surge como construção política, nasce do concerto das instituições supremas da União Europeia.

Para que cumpra sua função coordenadora, constituindo o Sistema Central, o euro necessitará completar-se enquanto moeda central. Este processo será mais completo na medida em que as instituições que o estruturam sejam capazes de o sustentar. Desta forma, o euro precisa ser duplamente reconhecido, desde a sua origem pela legitimidade das instituições políticas que decidiram criá-lo e pelo surgimento de instituições legítimas que possam operá-lo.

Assim, a qualidade do processo de constituição do Euro-sistema, do conjunto articulado BCE e SEBC, marcará o grau de sucesso do euro no cumprimento de suas funções.

Desde a sua criação, o Euro-sistema se constitui como uma instituição central (BCE/SEBC) articuladora de instituições descentralizadas (BCN's). Em alguma medida, esta construção organiza duas ações que caminham em sentido opostos, a necessidade que têm os BCN's de fazer frente às necessidades locais, num dos sentidos, e a necessidade da tomada de decisões unificadoras e centralizadas, no outro. Esta complicação de origem do sistema poderá ajudar a constituição de um Sistema Central tenso por esta dupla dinâmica – que de uma perspectiva otimista, sugere a possibilidade de auto-correções funcionais. Dito de outra maneira, mesmo no interior da construção da moeda central, a flexibilidade entre centralização e descentralização pode contribuir para a higiene do sistema, uma vez que a própria decisão centralizada é composta pelos anseios descentralizados e que a execução descentralizada é controlada pelo organismo central.

Esta relação dinâmica entre BCE/SEBC e BCN'S teve como pressuposto um processo de convergência, desde legal, passando pela estruturação de estatísticas e, finalizando, pela constituição orgânica de fóruns institucionais. Passou também pela construção do relacionamento entre esta estrutura de funcionamento da autoridade monetária e a estrutura de funcionamento do poder político. Para além de inevitáveis dificuldades de compreensão e eventuais erros de adequação, o processo desenvolvido sugere que se cuidou, certamente de maneira incompleta, de construir canais de comunicação e controle entre autoridade monetária e autoridade central (menos feliz), entre BCE/SEBC e BCN's (mais adequada).

A referência à independência da autoridade monetária é emblemática, sua independência deve ser funcional para que opere a política monetária, mas esta operação deve ser orientada por objetivos prévios e claramente definidos pelos poderes legitimamente constituídos. É defensável a idéia que o objetivo primordial do Euro-sistema seja a estabilidade da moeda, uma vez que faz sentido a relação entre crescimento moderado de preços e a melhora dos mecanismos de preços relativos, com conseqüente melhor alocação de recursos. Ainda, numa economia estável os prêmios de risco, de fato, tendem a se reduzir, com diminuição de desvios de recursos reais para operações de cobertura de riscos, como pensa o BCE. Não é tão claro, no entanto, que esta estabilidade de preços, por si, diminua distorções na redistribuição de riquezas, certamente este mecanismo depende mais da estrutura social e da forma como se equacionam as soluções dos conflitos de interesses.

Para consecução de seus objetivos, o Euro-sistema precisa tornar compatível a ação do núcleo central (BCE/SEBC) e os organismos descentralizados (BCN's), também no que tange às funções compartilhadas de política monetária, supervisão e regulação prudencial. Para tanto, além de construir mecanismos de articulação orgânica, é necessário que a base de dados seja organizada de forma convergente – uma vez que existia razoável heterogeneidade na forma como se estruturaram os sistemas bancários locais. Desta maneira, faz sentido o esforço desenvolvido pelo Euro-sistema no processo de sistematização das estatísticas bancárias, e da própria qualificação do que seja instituições financeiras monetárias, de forma abrangente e com alto grau de generalidade. Entretanto, é explícito o confinamento da abrangência, tanto da estatística quanto do foco da supervisão e regulação prudencial, à instituições monetárias – parece que esta opção se assenta sobre as dificuldades do controle de universos heterogêneos, mesmo se limitados ao sistema monetário. Contudo, dado a crescente integração entre os mercados monetário, de valores mobiliários e de seguros, tal opção implica em perda parcial para uma visão sistêmica.

Uma possível justificativa, para esta opção, é a crença de que os outros mercados são parametrizáveis de maneira eficiente pela política monetária. Assim, poder-se-ia delegar à outras instituições, que não a autoridade monetária, as funções de controle – restando a discussão sobre o grau de coordenação entre estas instituições e a autoridade monetária. De qualquer forma, aqui se repõe o problema da capacidade do euro de se constituir como moeda central no sentido de se colocar como pólo organizador dos mercados de crédito em sentido amplo, não apenas da moeda de crédito criada no circuito monetário, mas da moeda de crédito criada no sistema financeiro como um todo.

A opção feita, preferencialmente, pela intervenção através dos mecanismos de manejo da taxa de juros de curto prazo implica na aceitação da hipótese que esta taxa básica coordena as outras taxas de juros, também de curto prazo, praticadas no mercado. Amplia-se o problema de coordenação quando se aceita que, não só esta taxa de juros aparece como reflexiva em relação à taxa de juros de longo prazo (lembrando

que uma é função das decisões do Euro-sistema e a outra é definida em função das situações fiscais dos Estados-membros), mas também, a relação entre a taxa de juros de curto prazo e as taxas de juros de longo prazo é importante informação para a formação das expectativas por parte dos agentes privados.

Aqui, cabe salientar que os mecanismos de implicação reflexa entre estas taxas são bastante desenvolvidos para a Área do Euro, principalmente se levarmos em conta o processo de convergência (e de controle) estabelecido pelos Estados-membros para a formação da área. Estes critérios de convergência impunham relação entre a estabilidade dos preços (cuja variável de controle é a taxa de juros de curto prazo), taxas de juros de longo prazo, situação fiscal (déficit e dívida pública – condicionantes das taxas de juro de longo prazo) e taxas de câmbio (composição de prêmio de risco sobre as demais taxas de juros).

A admissão por parte do BCE de que sua política monetária é executada em ambiente de incerteza, fundamenta a preocupação de que a política monetária seja conduzida com cautela e com perspectiva de médio e longo prazos, abdicando-se dos objetivos de curto prazo. Este ambiente de incerteza é descrito como a impossibilidade de se ter completo conhecimento de variáveis fundamentais, como: o estado da economia, a eficiência dos canais de transmissão da política monetária e o perfil de reação dos agentes econômicos.

Desta maneira, a referência dos “dois pilares” (agregados monetários, particularmente o M3, e outros indicadores – de oferta e de demanda, de curto e médio prazos, e de referência de taxas de juros e seus derivativos), para orientar e sustentar as decisões de política monetária, faz sentido no contexto de incerteza – uma vez que são indicadores que procuram de alguma maneira modelar a incerteza. No entanto, é importante ressaltar que o BCE tem convicção que esta modelagem é uma aproximação do estado da economia e da reação de seus agentes às políticas desenvolvidas, mas é uma aproximação que pode ser imprecisa. Dito isto, o BCE tem compreensão de que suas decisões são políticas, portanto discricionárias, e que ele terá que ser transparente e responder publicamente pelas conseqüências de suas decisões.

A marca da relação entre os “dois pilares” e a dinâmica geral das operações de política monetária é a complexidade. Os instrumentos de manejo das operações da política monetária utilizam as informações contidas nos “dois pilares da política monetária”, mas a utilização dessas informações é mediada pela desconfiança do grau de relação entre elas e o próprio estado da economia e das perspectivas dos agentes. Esta polarização entre decisão de manejo e incerteza aparece como a outra face da polarização entre moeda central e expectativas privadas – estas últimas, *proxy* da demanda e disponibilização de recursos de crédito (ou moeda de crédito).

O que está dito, é que o próprio manejo das operações e dos instrumentos de política monetária põe em oposição polar as decisões referentes ao manejo da

moeda central e as decisões dos agentes quanto ao crédito privado – isto quer dizer que a política monetária procura corrigir em sentido contra-cíclico possíveis desvios surgidos nos mercados financeiros. E esta oposição polar aparece através dos instrumentos utilizados. Desta maneira, operações de *swap* ou chamadas de margem sugerem a permanência constante da tensão entre moeda central e moeda surgida na forma de crédito privado. Como também, esta dinâmica polar é reforçada pelo estabelecimento de uma banda de taxa de juros através de operações garantidas por títulos de propriedade privada. Ainda, o tratamento dado às reservas não foge desta lógica, uma vez que essas são remuneradas pela taxa de refinanciamento do mercado aberto e que o horizonte temporal, dos passivos alcançáveis, se estendem até dois anos. Mas são nas operações de mercado aberto que esta polarização se explicita de maneira mais completa, pois que colocam o euro e o Euro-sistema em oposição dinâmica aos títulos e às contrapartes, ressaltando esta dinâmica polar entre moeda central e mercados financeiros, entre Sistema Central e Sistema de Crédito Privado.

Olhada esta polarização a partir do Sistema de Crédito Privado, o Sistema Central aparece como polo orientador. É a sua estrutura e a sua orientação que contribuem para que a disputa dada no seio do mercado não entre em colapso como consequência de sua tendência à descoordenação. Nesta inversão lógica, a moeda central passa a ser sustentáculo funcional da moeda de crédito, é da sua estabilidade que a moeda de crédito encontra espaço para se ampliar.

Na lógica do euro, a relação monetária é resultante da relação de estruturas institucionalmente desenvolvidas, ou seja, tanto a moeda central como a moeda de crédito são produto de sistemas estruturados na forma de instituições. O importante a ressaltar é que a relação entre o Sistema Central e o Sistema de Crédito Privado perpassa uma cadeia de instituições sistêmicas. Dito de outra forma, se a política monetária é dependente de canais de transmissão para impactar o sistema financeiro (este mesmo, um canal de transmissão da política monetária em seu sentido ordenador da economia como um todo), também é verdade que a fiabilidade das atitudes da autoridade monetária é fundamental para as decisões e operações dos agentes que atuam nos mercados financeiros. Mas o impacto reflexivo destas duas situações polares passa por mediações, e é dessa forma que é preciso entender os fundamentos e instrumentos da política monetária, a supervisão ou a construção de regras prudenciais e a constituição dos sistemas de pagamentos, quando se volta os olhos para a Área do Euro.

Se, como já dito, a estrutura e a lógica de funcionamento do BCE/SEBC baseiam-se nas reações e nas observações sobre o que acontece no polo oposto, olhando-se da perspectiva inversa, os mercados financeiros respondem (de maneira a chancelar ou a se opor) à atitude da autoridade monetária. Aqui, é preciso ressaltar que cada ator do mercado financeiro olha para a ordenação vinda do Sistema Central e decide acossado pelo seu concorrente e pelas condições gerais dadas pelos mercados. Esta resposta, entretanto, no caso da Área do Euro, ambienta-se em estruturas

institucionais mediatórias – dito de outra forma, tanto o caminho da percepção como o da resposta passam por uma cadeia de estruturas institucionais: desde os próprios mercados organizados (de títulos de renda fixa ou de títulos de renda variável – segmentados pelos mais diversos mercados financeiros), passando pela estrutura das taxas de juros de curto e longo prazo parametrizadas pelos títulos públicos, pela estrutura das taxas de juros de curto e longo prazo do mercado de títulos privados, pela organização da supervisão e constituição das regras prudenciais e até a constituição dos sistemas de pagamentos (para o atacado, para o varejo ou para custódia e liquidação de títulos).

Esta rede de mediações que se desenvolve vem sendo marcada pela desregulamentação competitiva, conseqüência da abertura dos mercados financeiros locais e mundiais. Tal processo tem sido potencializado pela lógica da introdução da moeda única, pois que essa armação institucional estimula a equalização de condições sistêmicas entre os países. O fato de que uma sucursal ou uma filial bancária obedeça a regulamentação e a supervisão do país de origem, obriga dois movimentos mutuamente reforçantes: no que tange à condições para concorrência, por razões óbvias, o país sede (a partir de sua legislação ou regulamentação) não terá interesse em ter uma situação menos eficiente que o país hospedeiro e, em contrapartida, o país hospedeiro, para que não sofra uma concorrência predatória, tenderá a buscar eficiência próxima à do outro país. Mas se eficiência pode ser resultante da desregulamentação, ela é também resultante da capacidade de coordenação – do que se trata, é que o caminho da desregulamentação competitiva seja parametrizado por uma lógica de coordenação.

A possibilidade da existência da moeda única apresenta, também, a contraface desta lógica desarticuladora. A moeda única pode funcionar como catalisadora destas transformações estruturais, principalmente porque a sua existência pressupõe uma série de convergências (estabilidade de preços, estabilidade orçamental – padronização de déficit e dívida pública – limites para variações relativas das taxas de juros de longo prazo e limites de variações cambiais, que redundaram na fixação das taxas bilaterais de câmbio internas à Área do Euro) que facilitam a mensuração dos preços dos ativos que se transacionam, criando condições de maior homogenização desses ativos negociados.

Este próprio processo de convergência permite ao agente privado melhor cálculo e diminuição de custos de transação (aqui, também, entendidos como custos de aprendizagem para operar com eficiência), uma vez que os preços dos ativos ganham em homogeneidade em virtude da estabilidade da inflação e do fim das arbitragens cambiais dentro da área da moeda única.

A própria melhora da situação orçamental abre a possibilidade de que as curvas de rendimento formadas a partir dos títulos públicos de curto e longo prazos permitam melhor interpretação e alternativas de decisão por parte dos agentes. Conseqüência, também, desta melhora das situações orçamentais, é o fortalecimento

do mercado de títulos privados de curto e longo prazos, função da diminuição da necessidade de colocações de títulos públicos. Assim, na Área do Euro, torna-se possível utilizar curvas de rendimento, formadas a partir das taxas de juros de curto e longo prazos dos títulos privados, para a tomada de decisões por partes dos agentes. Este complexo de instrumentos reforça a rede de instituições que medeiam a tensão polar entre a moeda central e os mercados financeiros – constituindo o sistema que organiza as relações monetárias.

Cabe ressaltar que esta rede institucional não é perfeita e nem se encontra completa. A questão posta é que por mais que ela se desenvolva sempre estará tencionada pelos aspectos de descoordenação originados nos mercados financeiros privados. Interessa observar que no estágio atual da Área do Euro esta tensão tem dupla origem, a própria natureza do Sistema de Crédito Privado e o próprio estado de maturidade desse sistema.

Neste sentido, ilustrando, cabe lembrar que esta incompletude e tensão se manifestam de diversas formas. No mercado bancário ela aparece como segmentação entre o setor atacadista (preferencialmente transnacional) e o setor varejista (preferencialmente local). Já, nos mercados de títulos (públicos ou privados, de renda fixa ou renda variável) esta tensão passa pela fixação das taxas de retorno nos vários mercados, pelas diferenças de legislação entre os países, pela diferença de regime tributário entre os Estados-membros, entre outros.

Também, não estão livres desta segmentação os sistemas de pagamentos, mais organizados quando atacadistas e transnacionais, menos articulados quando varejistas e nacionais. No caso da supervisão dos mercados financeiros esta manifestação é mais forte quanto aos mercados não bancários, bem como a fixação e a coordenação da regulação prudencial.

Continuando este encadeamento, é no núcleo da coordenação da moeda central que há mais homogeneidade, mas mesmo aqui, é preciso esforço coordenador entre a decisão centralizada e a operação descentralizada.

Este complexo de relações se encontra em estruturação, ou mesmo reestruturação, sugerindo que sua função é contribuir no processo de redesenho institucional marcado pela desregulamentação competitiva. A consequência é a intensificação da pressão concorrencial e reafirmação da própria reestruturação dos mercados financeiros (inclusive, ampliando o papel dos mercados de títulos). Cabendo ressaltar, entretanto, que apesar do crescimento do papel dos intermediários financeiros no processo de desintermediação financeira, o setor bancário acaba sendo o garantidor em última instância dos riscos do mercado financeiro – isto ocorre, em primeiro lugar, porque os outros setores não se integraram totalmente; depois, porque o setor bancário acaba assumindo outras funções (gestor de portfólios ou prestador de outros serviços); e, finalmente, porque ele acaba se conglomerando com outros setores financeiros.

Referências bibliográficas

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.

_____. “A banca na área do euro: características estruturais e tendências.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-A.

_____. “A estratégia de política monetária do Euro-sistema orientada para a estabilidade.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-B.

_____. “Agregados monetários da área do euro e o seu papel na estratégia de política monetária do Euro-sistema.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-C.

_____. “A política monetária única na terceira fase”. Frankfurt: ECB (*site*), 1998.

_____. “As relações do BCE com instituições e organismos da Comunidade Européia.” Frankfurt: ECB (*site*), 2000-B.

_____. “Consolidação no setor de liquidação de títulos.” Frankfurt: ECB (*site*), 2000-C.

_____. “Decisões de política monetária em contexto de incerteza.” Frankfurt: ECB (*site*), 2000-C.

_____. “Indicadores de preços e custos para a área do euro: uma visão global.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-D.

_____. “O conteúdo informativo das taxas de juro e seus derivativos para a política monetária.” Frankfurt: ECB (*site*), 2000-D.

_____. “O papel dos indicadores econômicos de curto prazo na análise da evolução dos preços na área do euro.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-E.

_____. “Os balanços das instituições financeiras monetárias da área do euro no início de 1999.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-F.

_____. “Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE.” Frankfurt: ECB (*site*), 2000-E.

_____. “TARGET e pagamentos em euros.” Frankfurt: ECB (*site*), 1999-F.

_____. “UEM e supervisão bancária.” Frankfurt: ECB (*site*), 2000-G.

CONSELHO DA UNIÃO EUROPÉIA. “A Introdução do Euro – Compilação da legislação comunitária e documentação conexa”. Amsterdã: UEM (*site*), 1997-A.

_____. “2008ª sessão do Conselho – Relatório da Presidência”. Bruxelas: UEM (*site*), 1998.

_____. “Versão Compilada do Tratado da União Européia”. Amsterdã: UEM (*site*), 1997-B.

_____. “Versão Compilada do Tratado que Institui a Comunidade Européia”. Amsterdã: UEM (*site*), 1997-C.

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

EUROPEAN CENTRAL BANK. “Cross-border payments in TARGET – A user’s survey”. Frankfurt: ECB (*site*), 1999.

_____. “Improving cross-border retail payments services – the Eurosystems’s view”. Frankfurt: ECB (*site*), 1999.

_____. “Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”. Frankfurt: ECB (*site*), 1999.

_____. “Third Progress Report on the TARGET Project”. Frankfurt: ECB (*site*), 1998.

EUROPEAN COMMISSION – DIRECTORATE GENERAL II – ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS. “The Euro: Explanatory Notes”. s. cid.: EMU (*site*), 1998.

NOYER, C. “L’euro et l’évolution du paysage financier en Europe”. Frankfurt: ECB (*site*), 2001.

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

RAIMBAULT, G. “Le Dictionnaire de L’Euro”. Paris: Editions JVDS, 1997.

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