

## EDITORIAL

Na reunião de 14 de Janeiro de 2010, o Conselho do BCE decidiu, com base nas suas análises económica e monetária regulares, deixar inalteradas as taxas de juro directoras do BCE. As actuais taxas continuam a ser apropriadas. Tendo em conta toda a informação e análises disponibilizadas desde a reunião de 3 de Dezembro de 2009 do Conselho do BCE, espera-se que a evolução dos preços permaneça moderada ao longo do horizonte relevante em termos de política. A informação mais recente confirmou também que a actividade económica na área do euro continuou a expandir-se por volta do final de 2009. Contudo, alguns dos factores que apoiam o crescimento real do PIB são de carácter temporário. Em termos globais, o Conselho do BCE espera que a economia da área do euro registe uma taxa de crescimento moderada em 2010, reconhecendo que, provavelmente, o processo de recuperação será irregular e que as perspectivas permanecem rodeadas de incerteza. Os resultados da análise monetária confirmam a avaliação de uma pressão inflacionista baixa no médio prazo, dada a continuação da descida paralela do crescimento da moeda e do crédito. No geral, o Conselho do BCE espera que a estabilidade de preços seja preservada no médio prazo, apoiando assim o poder de compra das famílias da área do euro. As expectativas de inflação a médio e a mais longo prazo continuam firmemente ancoradas em conformidade com o objectivo do Conselho do BCE de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

No que diz respeito à análise económica, após o aumento de 0.4% do crescimento real, em termos trimestrais em cadeia, do PIB no terceiro trimestre de 2009, a informação mais recente confirma que a actividade económica na área do euro continuou a expandir-se por volta do final do ano passado. A área do euro tem beneficiado de uma inversão no ciclo de existências e da retoma das exportações, bem como do significativo estímulo macroeconómico em curso e das medidas tomadas para restabelecer o funcionamento do sistema financeiro. No entanto, vários dos factores de apoio são de carácter temporário. Além disso, é provável que o processo de correcção de balanços em curso nos sectores financeiro e não financeiro, tanto dentro como fora da área do euro, constitua um entrave à actividade durante algum tempo. Adicionalmente, o investimento poderá ser refreado por taxas de utilização da capacidade produtiva baixas, e espera-se que o desemprego na área do euro continue a registar um ligeiro aumento, diminuindo, assim, o crescimento do consumo. Por estas razões, a expectativa é de que o ritmo de crescimento da economia da

área do euro em 2010 seja apenas moderado, podendo o processo de recuperação ser irregular.

O Conselho do BCE continua a considerar que os riscos para estas perspectivas permanecem globalmente equilibrados. Do lado ascendente, os efeitos do considerável estímulo macroeconómico em curso e de outras medidas de política poderão ser mais fortes do que o previsto. É possível também que a confiança melhore de novo e que a recuperação da economia mundial e do comércio externo sejam mais fortes do que o projectado. Do lado descendente, mantêm-se as preocupações relacionadas com uma espiral de reacções negativas mais fortes ou prolongadas do que o esperado entre a economia real e o sector financeiro, com novos aumentos dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, com a intensificação de pressões proteccionistas e com a possibilidade de movimentos perturbadores no mercado associados à correcção de desequilíbrios mundiais.

No tocante à evolução dos preços, como esperado, a inflação homóloga medida pelo IHPC registou nova subida em Dezembro de 2009 na área do euro, situando-se em 0.9%, face a 0.5% em Novembro. O aumento reflecte sobretudo efeitos de base ascendentes decorrentes principalmente da queda dos preços mundiais dos produtos energéticos há um ano. No curto prazo, a inflação deverá permanecer em torno de 1%. Numa análise prospectiva, espera-se que a inflação se mantenha moderada ao longo do horizonte relevante em termos de política, devendo a evolução global dos preços, custos e salários permanecer moderada em linha com a recuperação lenta da procura, dentro e fora da área do euro. Neste contexto, importa realçar mais uma vez que as expectativas de inflação a médio e a mais longo prazo permanecem firmemente ancoradas em conformidade com o objectivo do Conselho do BCE de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

Os riscos para estas perspectivas permanecem globalmente equilibrados e estão relacionados, em particular, com as perspectivas para a actividade económica e a evolução dos preços das matérias-primas. Além disso, os aumentos dos impostos indirectos e dos preços administrados poderão ser mais fortes do que o actualmente esperado devido à necessidade de consolidação orçamental nos próximos anos.

No que se refere à análise monetária, as taxas de crescimento homólogas quer do M3 quer dos empréstimos ao sector privado foram negativas em Novembro, situando-se em -0.2% e -0.7%, respectivamente. As descidas concomitantes para taxas de crescimento

historicamente baixas registadas nestas duas séries ao longo dos últimos meses corroboram a avaliação de uma desaceleração do ritmo subjacente da expansão monetária e de pressões inflacionistas baixas no médio prazo. Em termos prospectivos, é provável que as taxas de crescimento do M3 e do crédito permaneçam muito fracas ou negativas ainda durante algum tempo.

A diminuição do crescimento monetário observado poderá sobrestimar a desaceleração do ritmo subjacente da expansão monetária. Tal deve-se à continuada inclinação acentuada da curva de rendimentos, a qual explica as transferências de fundos do M3 para depósitos de mais longo prazo e títulos. Simultaneamente, a constelação de taxas de juro continua a fomentar evoluções divergentes das principais componentes do M3, visto que os diferenciais estreitos entre as taxas de diferentes depósitos bancários de curto prazo reduzem os custos de oportunidade da transferência de fundos, por exemplo, de depósitos de curto prazo para depósitos *overnight*. Em resultado, o M1 continuou a apresentar uma taxa de crescimento homóloga robusta de 12.6% em Novembro, tendo o crescimento homólogo do M3 passado a registar valores negativos.

O crescimento homólogo negativo dos empréstimos bancários ao sector privado oculta um retorno a taxas de crescimento homólogas positivas no que diz respeito aos empréstimos às famílias, enquanto que o crescimento homólogo dos empréstimos a sociedades não financeiras se tornou mais negativo. Esta divergência permanece em conformidade com as regularidades do ciclo económico, dado os pontos de viragem no crescimento dos empréstimos a empresas ocorrerem tipicamente com algum desfasamento em relação aos da actividade económica. No caso das famílias, os dados mais recentes continuam a confirmar uma estabilização a taxas baixas. No caso das sociedades não financeiras, o decréscimo continua a reflectir principalmente fortes reembolsos líquidos de empréstimos com prazos mais curtos, tendo o crescimento dos empréstimos com prazos mais longos permanecido positivo. É provável que, nos próximos meses, os níveis moderados da produção e do comércio, bem como a continuação da incerteza quanto às perspectivas de negócio, continuem a refrear a procura de financiamento bancário por parte das empresas. Entretanto, nos últimos meses, registou-se uma melhoria nas condições de financiamento das empresas em termos dos custos quer do crédito bancário, quer do financiamento de mercado. Neste aspecto, os continuados fluxos negativos dos empréstimos bancários de curto prazo a sociedades não financeiras observados nos últimos meses podem, em parte, reflectir melhores possibilidades de substituição por diferentes fontes de financiamento de mais longo prazo.

Os bancos continuaram a reduzir a dimensão dos seus balanços globais, sobretudo mediante a redução das suas detenções de activos face a outros bancos. Persiste o desafio de ajustar a dimensão e estrutura dos balanços, assegurando ao mesmo tempo a disponibilidade de crédito ao sector não financeiro. Para responder a este desafio, os bancos devem aproveitar a melhoria das condições de financiamento com vista a reforçarem ainda mais as respectivas bases de capital e, quando necessário, devem tirar total partido das medidas estatais de apoio à recapitalização.

Resumindo, as actuais taxas de juro directoras continuam a ser apropriadas. Tendo em conta toda a informação e análises disponibilizadas desde a reunião de 3 de Dezembro de 2009 do Conselho do BCE, espera-se que a evolução dos preços permaneça moderada ao longo do horizonte relevante em termos de política. A informação mais recente confirmou também que a actividade económica na área do euro continuou a expandir-se por volta do final de 2009. Contudo, alguns dos factores que apoiam o crescimento real do PIB são de carácter temporário. Em termos globais, o Conselho do BCE espera que a economia da área do euro registe uma taxa de crescimento moderada em 2010, reconhecendo que, provavelmente, o processo de recuperação será irregular e que as perspectivas permanecem rodeadas de incerteza. O cruzamento dos resultados da análise económica com os da análise monetária confirma a avaliação de uma pressão inflacionista baixa no médio prazo, dada a continuação da descida paralela do crescimento da moeda e do crédito. No geral, o Conselho do BCE espera que a estabilidade de preços seja preservada no médio prazo, apoiando assim o poder de compra das famílias da área do euro. As expectativas de inflação a médio e a mais longo prazo continuam firmemente ancoradas em conformidade com o objectivo do Conselho do BCE de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

O Conselho do BCE prosseguirá o seu programa de maior apoio ao sistema bancário em termos de crédito, tendo, ao mesmo tempo, em conta a actual melhoria das condições nos mercados financeiros e evitando distorções associadas à manutenção de medidas não convencionais por um período demasiado longo. Irá também continuar a implementar a reversão gradual das medidas de liquidez extraordinárias menos necessárias do que no passado. Com vista a contrariar de uma forma eficaz quaisquer ameaças para a estabilidade de preços a médio e a mais longo prazo, quando necessário, a liquidez cedida será absorvida. Nessa conformidade, o Conselho do BCE continuará a acompanhar muito atentamente todos os desenvolvimentos no período que se avizinha.

Em termos de políticas orçamentais, muitos governos da área do euro defrontam-se com desequilíbrios orçamentais elevados e em subida acentuada. As necessidades de financiamento muito elevadas das administrações públicas acarretam o risco de provocar alterações súbitas no sentimento do mercado, conduzindo a taxas de juro do mercado de médio e longo prazo menos favoráveis, o que, por sua vez, refrearia o investimento privado e, conseqüentemente, enfraqueceria as bases para um crescimento sustentado. Além disso, níveis elevados de défice e dívida públicos representariam um esforço adicional para a política monetária e comprometeriam a credibilidade das disposições do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e do Pacto de Estabilidade e Crescimento como pilar fundamental da União Económica e Monetária. O Conselho do BCE apela, portanto, aos governos que decidam e implementem atempadamente estratégias de reversão e consolidação orçamental ambiciosas assentes em pressupostos de crescimento realistas e fortemente centradas na reforma da despesa. Reduções nos impostos devem ser consideradas apenas no médio prazo, depois de os países terem recuperado suficiente margem de manobra orçamental. Neste aspecto, os actuais compromissos dos governos no sentido de que a consolidação tenha início, o mais tardar, em 2011 e exceda significativamente o valor de referência para o ajustamento estrutural de 0.5% do PIB por ano constituem os requisitos mínimos para todos os países da área do euro. Além disso, o êxito das estratégias de ajustamento orçamental dependerá decisivamente da existência de instituições e regras nacionais adequadas a nível orçamental e exige procedimentos orçamentais transparentes, bem como estatísticas das finanças públicas fiáveis e completas.

Relativamente a reformas estruturais, a reestruturação apropriada do sector bancário deve desempenhar um papel importante. Balanços robustos, uma gestão de risco eficaz e modelos de negócio transparentes e sólidos são cruciais para reforçar a capacidade de resistência dos bancos a choques, estabelecendo-se, assim, as bases para um crescimento económico sustentável e a estabilidade financeira.

O Eurosistema apresentará a sua resposta à consulta pública da Comissão Europeia sobre a estratégia UE 2020, concebida para suceder à actual estratégia de Lisboa. Para fazer face a desafios futuros, a estratégia UE 2020 deverá centrar-se no aumento do crescimento potencial e na criação de níveis elevados de emprego mediante a consecução de mercados de trabalho e do produto que funcionem devidamente, de sistemas financeiros sólidos e de políticas orçamentais sustentáveis. O objectivo é alcançar uma economia social de mercado altamente competitiva, tal como referido no Tratado.

A edição de Janeiro de 2010 do Boletim Mensal inclui três artigos. O primeiro descreve o modo como o BCE avaliou, sinalizou e implementou a sua orientação de política monetária no contexto da recente crise financeira. O segundo analisa as relações entre o BCE e as instituições e órgãos relevantes da União Europeia criados desde o lançamento do euro. O terceiro apresenta uma visão geral e estimativas dos direitos das famílias ao abrigo dos sistemas públicos de pensões na área do euro.