

EDITORIAL

Na reunião de 6 de Maio 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 nova informação disponibilizada desde a reunião de 8 de Abril de 2010, o Conselho do BCE espera que a evolução dos preços permaneça moderada no horizonte relevante em termos de política. As pressões inflacionistas mundiais – impulsionadas sobretudo pela evolução dos preços nos mercados de matérias-primas e em regiões económicas de rápido crescimento a nível mundial – continuam a ser contrariadas por pressões internas baixas sobre os preços. A informação mais recente confirmou também a continuação da recuperação económica na área do euro nos primeiros meses de 2010. O Conselho do BCE espera que o ritmo de expansão da economia da área do euro seja moderado em 2010, mas os padrões de crescimento poderão ser irregulares num contexto de incerteza invulgarmente elevada. Os resultados da análise monetária confirmam que as pressões inflacionistas no médio prazo permanecem contidas, como sugerido pelo crescimento fraco da moeda e do crédito. Em termos gerais, 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 continuam firmemente ancoradas em conformidade com o objectivo de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Ancorar com firmeza as expectativas de inflação permanece essencial. A política monetária fará tudo o que for necessário a fim de manter a estabilidade de preços no médio prazo na área do euro. Nessa conformidade, o Conselho do BCE continuará a acompanhar muito atentamente todos os desenvolvimentos no período que se avizinha.

No que respeita à análise económica, a actividade económica na área do euro tem vindo a expandir-se desde meados de 2009, após um período de queda acentuada. A economia beneficiou, nomeadamente, da recuperação em curso da economia mundial, assim como do significativo estímulo macroeconómico proporcionado e das medidas adoptadas para restabelecer o funcionamento do sistema bancário. Dados económicos recentes – incluindo indicadores positivos de inquéritos – corroboram a perspectiva de que a recuperação económica na área do euro prossegue em 2010. Embora no início do ano o crescimento tenha sido atenuado, em particular, por condições meteorológicas adversas, aparentemente está a ter lugar algum fortalecimento durante a Primavera. Numa análise prospectiva, o Conselho do BCE espera que o ritmo de expansão do PIB real seja

moderado. A recuperação em curso a nível mundial e o seu impacto na procura de exportações da área do euro deverão apoiar a economia da área do euro. Simultaneamente, espera-se que a crise financeira exerça um efeito atenuante sobre o crescimento económico, tendo em conta o processo de correcção de balanços em curso em vários sectores, a expectativa de baixa utilização da capacidade produtiva e perspectivas fracas quanto ao mercado de trabalho.

O Conselho do BCE continua a considerar que os riscos para estas perspectivas permanecem globalmente equilibrados, num contexto de incerteza invulgarmente elevada. Do lado ascendente, a recuperação da economia mundial e do comércio externo poderá ser mais forte do que o projectado e a melhoria da confiança maior do que o esperado, daí resultando uma recuperação que se torna auto-sustentada. Do lado descendente, mantêm-se as preocupações relacionadas com novas tensões em alguns segmentos dos mercados financeiros. Além disso, uma espiral de reacções negativas entre a economia real e o sector financeiro mais fortes ou prolongadas do que o esperado, novos aumentos dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, bem como a intensificação de pressões proteccionistas e a possibilidade de uma correcção desordenada dos desequilíbrios mundiais, podem também ter impacto do lado descendente.

No que se refere à evolução dos preços, segundo a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga medida pelo IHPC situou-se em 1.5% em Abril de 2010 na área do euro, tendo registado 1.4% em Março. Este valor é ligeiramente mais elevado do que o esperado há alguns meses e aparentemente está relacionado, em particular, com uma pressão ascendente sobre os preços dos produtos energéticos. Em termos prospectivos, é possível que as pressões inflacionistas mundiais aumentem, impulsionadas sobretudo pela evolução dos preços nos mercados de matérias-primas e em regiões económicas de rápido crescimento a nível mundial, ao passo que subsiste a expectativa de que as pressões internas sobre os preços na área do euro permaneçam contidas. Consequentemente, espera-se que as taxas de inflação global sejam moderadas ao longo do horizonte relevante em termos de política. 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 curto prazo, tendo em conta a evolução dos preços dos produtos energéticos, os riscos quanto às projecções anteriores para a inflação medida pelo IHPC estão ligeiramente enviesados no sentido ascendente, enquanto se considera que os riscos para a estabilidade

de preços a médio prazo ainda permanecem globalmente equilibrados. Os riscos ascendentes a médio prazo estão relacionados, em particular, com a evolução dos preços das matérias-primas. Além disso, os aumentos dos impostos indirectos e dos preços administrados poderão ser superiores ao actualmente esperado, devido à necessidade de consolidação orçamental nos próximos anos. Em simultâneo, os riscos para a evolução dos preços e dos custos internos estão contidos. No geral, o Conselho do BCE acompanhará de perto a evolução futura de todos os indicadores de preços disponíveis.

No que diz respeito à análise monetária, a taxa de crescimento homóloga do M3 permaneceu ligeiramente negativa em Março de 2010, situando-se em -0.1%. Em conjunto com a continuação do crescimento homólogo negativo dos empréstimos ao sector privado, situado em -0.2% em Março, os dados mais recentes corroboram de novo a avaliação de que o ritmo subjacente da expansão monetária é moderado e as pressões inflacionistas no médio prazo estão contidas. A evolução de mais curto prazo do M3 e dos empréstimos manteve-se igualmente fraca.

O crescimento observado do M3 é tido como mais fraco do que o ritmo subjacente da expansão monetária, dado que a inclinação bastante acentuada da curva de rendimentos continua a fomentar a afectação de fundos a títulos e depósitos de mais longo prazo fora do M3. Paralelamente, os diferenciais ainda estreitos entre as taxas de juro de diferentes instrumentos incluídos no M3 implicam baixos custos de oportunidade de afectação de fundos a depósitos à ordem, em detrimento de outros instrumentos do M3. Tal reflecte-se na continuação da diferença significativa entre o fraco crescimento homólogo do M3 e o forte crescimento homólogo do M1, situado em 10.9% em Março. Todavia, com a actual constelação de taxas de juro já em vigor há algum tempo, os dados mais recentes sugerem que as grandes alterações na afectação de fundos estão a atenuar-se.

O crescimento homólogo dos empréstimos bancários ao sector privado manteve-se negativo em Março, mas tal oculta um novo fluxo mensal positivo. Oculta igualmente evoluções opostas em curso a nível sectorial, verificando-se, por um lado, um aumento do crescimento homólogo positivo dos empréstimos às famílias e, por outro, um crescimento homólogo negativo dos empréstimos a sociedades não financeiras. Embora a reacção desfasada dos empréstimos a sociedades não financeiras em relação à actividade económica seja uma característica normal do ciclo económico, os dados dos últimos meses apontam para uma possível descontinuação da anterior tendência descendente do crescimento homólogo dos empréstimos.

Os dados mais recentes confirmam também que a redução da dimensão dos balanços globais dos bancos não continuou desde a viragem do ano. No entanto, não pode excluir-se a possibilidade de novos ajustamentos e persiste o desafio de os bancos expandirem a disponibilidade de crédito ao sector não financeiro quando a procura retomar. Com vista a responderem a esse desafio, os bancos devem voltar-se para o mercado e aproveitar as actuais condições de financiamento para reforçarem ainda mais as respectivas bases de capital.

Resumindo, as actuais taxas de juro directoras do BCE continuam a ser apropriadas. Tendo em conta toda a nova informação disponibilizada desde a reunião de 8 de Abril de 2010, o Conselho do BCE espera que a evolução dos preços permaneça moderada no horizonte relevante em termos de política. As pressões inflacionistas mundiais – impulsionadas sobretudo pela evolução dos preços nos mercados de matérias-primas e em regiões económicas de rápido crescimento a nível mundial – continuam a ser contrariadas por pressões internas baixas sobre os preços. A informação mais recente confirmou também a continuação da recuperação económica na área do euro nos primeiros meses de 2010. O Conselho do BCE espera que o ritmo de expansão da economia da área do euro seja moderado em 2010, mas os padrões de crescimento poderão ser irregulares num contexto de incerteza invulgarmente elevada. O cruzamento dos resultados da análise económica com os da análise monetária confirma que as pressões inflacionistas no médio prazo permanecem contidas, como sugerido pelo crescimento fraco da moeda e do crédito. Em termos gerais, 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 continuam firmemente ancoradas em conformidade com o objectivo de manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Ancorar com firmeza as expectativas de inflação permanece essencial. A política monetária fará tudo o que for necessário a fim de manter a estabilidade de preços no médio prazo na área do euro. Nessa conformidade, o Conselho do BCE continuará a acompanhar muito atentamente todos os desenvolvimentos no período que se avizinha.

No que respeita às políticas orçamentais, o Conselho do BCE apela a medidas decisivas por parte dos governos no sentido de que seja alcançada uma consolidação das finanças públicas duradoura e credível. A informação mais recente indica que a correcção dos grandes desequilíbrios orçamentais exigirá, de um modo geral, uma intensificação dos actuais esforços. A consolidação orçamental precisará de exceder substancialmente o valor de referência para o ajustamento estrutural de 0.5% do PIB por ano, enunciado no

Pacto de Estabilidade e Crescimento como um requisito mínimo. Quanto mais se adiar a correção orçamental, maiores serão as necessidades de ajustamento e mais elevado será o risco de perdas de reputação e de confiança. Ao invés, a rápida implementação de planos de consolidação abrangentes e concentrados na fase inicial, focados no lado da despesa e combinados com reformas estruturais, reforçará a confiança pública na capacidade dos governos de restabelecerem a sustentabilidade das finanças públicas, reduzirá os prémios de risco das taxas de juro e, por conseguinte, apoiará um crescimento sustentável no médio prazo. Neste contexto, o Conselho do BCE acolhe favoravelmente o programa de ajustamento económico e financeiro aprovado pelo governo grego no seguimento da conclusão bem-sucedida das negociações com a Comissão Europeia, em articulação com o BCE, e o Fundo Monetário Internacional, a fim de salvaguardar a estabilidade financeira no conjunto da área do euro.

Em todos os países da área do euro, reformas estruturais conducentes a um aumento do crescimento e do emprego são cruciais para apoiar uma recuperação sustentável. Face à subida recente do desemprego, são necessários sistemas fiscais e de benefícios que estabeleçam incentivos ao trabalho eficazes, programas de formação melhorados e suficiente flexibilidade dos contratos de trabalho, de forma a evitar um aumento do desemprego estrutural. Em simultâneo, problemas de competitividade existentes, bem como desequilíbrios internos e externos, têm de ser enfrentados urgentemente pelos países em causa. Para o efeito, são indispensáveis instituições de negociação salarial que permitam um ajustamento adequado dos salários a perdas de competitividade e à situação do desemprego. De igual modo, medidas no sentido de aumentar a flexibilidade dos preços e a competitividade não relacionada com os preços são essenciais. Por último, 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 e garantir o acesso adequado ao financiamento, estabelecendo-se, assim, as bases para um crescimento sustentável e a estabilidade financeira.

A edição de Maio de 2010 do Boletim Mensal inclui dois artigos. O primeiro avalia a evolução do mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro desde a introdução do euro. O segundo analisa as principais causas subjacentes à “Grande Inflação” dos anos setenta do século XX e identifica as lições mais relevantes em termos de política monetária. A caixa seguinte apresenta as medidas tomadas pelo Conselho do BCE em 10 de Maio de 2010.

MEDIDAS ADICIONAIS DECIDIDAS PELO CONSELHO DO BCE

Em 10 de Maio de 2010, o Conselho do BCE decidiu adoptar várias medidas destinadas a fazer face às tensões graves observadas em determinados segmentos dos mercados financeiros, que prejudicam o mecanismo de transmissão da política monetária e, conseqüentemente, a condução eficaz da política monetária, orientada para a estabilidade de preços a médio prazo. Estas medidas foram concebidas de forma a não afectar a orientação da política monetária.

Em particular, o Conselho do BCE decidiu proceder a intervenções nos mercados de títulos de dívida pública e privada da área do euro, ao abrigo de um programa dos mercados de títulos de dívida (*Securities Markets Programme*), com vista a assegurar profundidade e liquidez nos segmentos de mercado disfuncionais. O objectivo deste programa consiste em fazer face às dificuldades de funcionamento dos mercados de títulos de dívida e restabelecer um mecanismo de transmissão da política monetária apropriado. O âmbito das intervenções será determinado pelo Conselho do BCE. Na tomada desta decisão, o Conselho do BCE teve em conta as declarações dos governos da área do euro de que “tomarão todas as medidas necessárias para alcançar os [respectivos] objectivos orçamentais durante o corrente ano e nos anos seguintes em linha com os procedimentos relativos aos défices excessivos”, e os compromissos adicionais precisos assumidos por alguns governos da área do euro no sentido de acelerar a consolidação orçamental e assegurar a sustentabilidade das suas finanças públicas. O impacto das intervenções atrás referidas será esterilizado mediante a realização de operações específicas destinadas a reabsorver a liquidez injectada através do *Securities Markets Programme*.

Além disso, o Conselho do BCE decidiu adoptar um procedimento de leilão de taxa fixa, com colocação integral da procura, nas operações regulares de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 3 meses, cujos leilões se realizam em 26 de Maio e 30 de Junho de 2010. Foi também realizada uma operação de refinanciamento de prazo alargado com prazo de 6 meses, em 12 de Maio de 2010, com colocação integral da procura e com uma taxa fixa igual à média da taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento durante o período de vida da operação.

Por último, o Conselho do BCE decidiu, em articulação com outros bancos centrais, reactivar as linhas de *swap* de liquidez temporárias com o Sistema de Reserva Federal e retomar as operações de cedência de liquidez em dólares dos Estados Unidos com prazo de 7 e 84 dias. Estas operações assumirão a forma de acordos de recompra de activos considerados elegíveis pelo BCE e serão realizadas sob a forma de leilões de taxa fixa com colocação integral da procura. A primeira operação foi realizada em 11 de Maio de 2010.

O Conselho do BCE considera as referidas medidas essenciais para assegurar a eficácia do mecanismo de transmissão da política monetária. Em particular, estas medidas contribuirão para mitigar a repercussão da maior volatilidade dos mercados financeiros, os riscos de liquidez e as perturbações no mercado em termos do acesso a financiamento na economia.

A esterilização das intervenções nos mercados de títulos de dívida pública e privada da área do euro garantirá que o *Securities Markets Programme* não afecte os níveis de liquidez e as taxas do mercado monetário prevalentes. Como tal, as medidas adoptadas não afectam a orientação da política monetária.