



BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA

# BOLETIM ECONÓMICO

Junho 2015





# BOLETIM ECONÓMICO

Junho 2015



Lisboa, 2015 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## **I Projeções para a economia portuguesa: 2015-2017**

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção | **11**

## **II Tema em destaque**

Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve? | **27**

## **III Séries**

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2014 | **49**





# PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2015-2017

Caixa 1 | Hipóteses do exercício  
de projeção



# Projeções para a economia portuguesa: 2015-2017

## 1. Introdução

As projeções para a economia portuguesa publicadas neste artigo apontam para a continuação do processo de recuperação gradual da atividade económica iniciado em 2013. Após um crescimento de 0,9 por cento do PIB em 2014, prevê-se uma aceleração para 1,7 por cento em 2015, seguida de crescimentos de 1,9 e 2,0 por cento em 2016 e 2017, respetivamente. O crescimento da economia portuguesa ao longo deste período é próximo das projeções para a área do euro divulgadas pelo Banco Central Europeu (BCE).

Estas projeções contemplam a manutenção do ajustamento de alguns desequilíbrios da economia portuguesa. As exportações deverão registar um crescimento robusto, reforçando a tendência recente de transferência de recursos produtivos para os setores da economia que estão mais expostos à concorrência internacional. Em resultado, manter-se-á a capacidade de

financiamento da economia portuguesa e, desta forma, a redução sustentada dos níveis de endividamento externo. A procura interna privada apresentará um ritmo de crescimento compatível com a continuação da desalavancagem dos agentes económicos privados (famílias e empresas não financeiras). O maior crescimento nominal da economia, a prevalência de taxas de juro historicamente baixas e a existência de saldos primários positivos permitirão o início do processo de redução da dívida pública em percentagem do PIB. Finalmente, o crescimento projetado para a economia portuguesa é compatível com uma progressiva redução da taxa de desemprego, não obstante a sua persistência em níveis elevados.

A inflação manter-se-á em níveis reduzidos, mas com tendência de aumento gradual até ao final do horizonte de previsão, para valores ainda assim inferiores aos projetados para o conjunto da área do euro.

**Quadro 1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2015-2017 | Taxa de variação anual, em percentagem**

	Pesos 2014	BE junho 2015				Projeção de março 2015			
		2014	2015 <sup>(p)</sup>	2016 <sup>(p)</sup>	2017 <sup>(p)</sup>	2014	2015 <sup>(p)</sup>	2016 <sup>(p)</sup>	2017 <sup>(p)</sup>
Produto Interno Bruto	100,0	0,9	1,7	1,9	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0
Consumo privado	66,0	2,1	2,2	1,7	1,7	2,1	2,4	1,7	1,7
Consumo público	18,6	-0,3	-0,5	0,2	0,0	-0,7	-0,5	0,2	0,0
Formação bruta de capital fixo	14,6	2,5	6,2	4,4	6,0	2,3	4,0	4,4	5,3
Procura interna	99,5	2,1	2,1	1,8	2,1	2,0	1,6	1,8	2,0
Exportações	39,9	3,4	4,8	6,0	6,4	3,4	4,3	5,8	6,2
Importações	39,4	6,4	5,7	5,5	6,5	6,2	3,9	5,5	6,1
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em p.p.) (a)									
Procura interna		0,3	1,1	0,7	0,8	0,3	1,0	0,8	0,8
Exportações		0,6	0,6	1,2	1,2	0,6	0,8	1,1	1,2
Balança corrente e de capital (% PIB)		2,1	3,0	3,2	3,4	2,1	3,3	3,3	3,5
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,1	2,1	2,1	2,1	1,1	2,7	2,6	2,5
Índice harmonizado de preços no consumidor		-0,2	0,5	1,2	1,3	-0,2	0,2	1,1	1,1

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas.

(a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014.

Os riscos identificados em torno da projeção para a atividade económica são globalmente equilibrados, refletindo a conjugação de fatores de risco tanto de natureza externa como interna. O balanço global de riscos para a inflação aponta para riscos ligeiramente descendentes.

## 2. Informação Recente

A projeção para a economia portuguesa apresentada neste Boletim incorpora o conjunto de informação e de hipóteses técnicas disponível até 19 de maio de 2015 (ver Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”). Esta projeção foi incorporada no exercício do Eurosistema divulgado pelo BCE no dia 3 de junho.

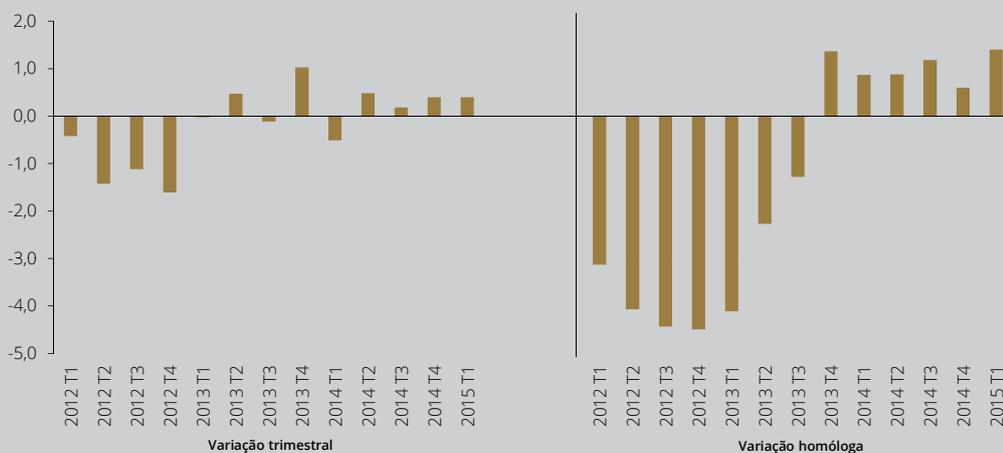
Em 2014 verificou-se um aumento do nível do produto interno bruto (PIB) de 0,9 por cento, em termos reais, dando continuidade à recuperação gradual da atividade económica que se iniciou em 2013. Esta evolução foi caracterizada por uma aceleração da procura interna e pela manutenção das exportações como a componente mais dinâmica da despesa. No primeiro trimestre de 2015, de acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), o PIB aumentou 0,4 por cento face ao trimestre anterior, tendo crescido 1,4 por cento face ao primeiro trimestre de 2014 (Gráfico 2.1).

A decomposição da variação do PIB pelas principais componentes da despesa só foi divulgada após a data de fecho de dados deste Boletim. Não obstante, com base na informação recente de conjuntura e na informação qualitativa contida na divulgação da estimativa rápida do INE, estima-se que a evolução do PIB no primeiro trimestre de 2015 tenha subjacente um aumento da procura interna e uma diminuição das exportações face ao trimestre anterior, que se traduzem, em termos homólogos, numa relativa estabilização do crescimento da procura interna e na manutenção de um forte crescimento das exportações, superior ao observado no quarto trimestre de 2014.

### Aumento da procura interna no primeiro trimestre de 2015

Do lado da procura interna, quer o consumo privado, quer a formação bruta de capital fixo (FBCF) aumentaram no primeiro trimestre de 2015 face ao trimestre anterior, o que se traduziu num aumento da taxa de variação homóloga, mais acentuado na FBCF. A maioria dos indicadores de curto prazo associados a estas rubricas da despesa, em particular à FBCF, apresenta no primeiro trimestre de 2015 uma evolução mais favorável do que a implícita nas projeções divulgadas em março.

**Gráfico 2.1 •**  
Produto interno bruto  
| Taxa de variação real, em percentagem



Fonte: INE.

No caso do consumo privado, a par de uma relativa estabilização da confiança dos consumidores nos quatro primeiros meses de 2015 em valores superiores à média dos últimos 10 anos, o volume de negócios no comércio a retalho deflacionado acelerou, em termos homólogos. As vendas de veículos ligeiros de passageiros também registaram uma aceleração no primeiro trimestre de 2015, em termos homólogos, apresentando um crescimento superior a 35 por cento<sup>1</sup>. Os dados relativos a abril apontam para uma desaceleração destas vendas, observando-se um aumento ligeiramente superior a 20 por cento.

A evolução da FBCF reflete, em larga medida, o aumento do investimento em construção, após quedas sucessivas em termos médios anuais desde 2002. No primeiro trimestre de 2015 verificou-se um aumento da confiança no setor da construção e um crescimento homólogo expressivo das vendas de cimento para o mercado nacional, que se manteve no mês de abril. O elevado crescimento das vendas de cimento refletirá parcialmente o efeito de base de condições meteorológicas particularmente adversas no início de 2014. O crescimento homólogo do investimento em máquinas e equipamentos manteve-se relativamente estável face ao trimestre anterior.

## Manutenção de forte crescimento homólogo das exportações no primeiro trimestre de 2015

A trajetória de crescimento homólogo das exportações no primeiro trimestre de 2015 traduz uma aceleração quer das exportações de bens, quer das exportações de serviços. A evolução das exportações de bens reflete a forte aceleração das exportações de bens energéticos, em termos homólogos, que traduz o efeito de base associado ao encerramento temporário de uma unidade de refinação no primeiro trimestre de 2014. Este efeito também influencia de forma significativa a variação de existências, que apresenta um elevado contributo negativo para o crescimento homólogo do PIB no primeiro trimestre deste ano.

Por seu lado, as exportações de bens excluindo energéticos desaceleraram, sendo muito influenciadas pela forte queda das exportações para Angola, na sequência da queda do preço do petróleo e dos seus efeitos sobre as condições de financiamento deste país (Gráfico 2.2). Em sentido contrário, no período mais recente verificou-se um aumento do contributo positivo das exportações de bens excluindo energéticos para países da União Europeia (UE).



**Gráfico 2.2 •** Exportações nominais de bens excluindo combustíveis por país de destino | Contributos em pontos percentuais.

Fonte: INE (*Estatísticas do Comércio Internacional*).

Relativamente às exportações de serviços, destaque-se a manutenção de um elevado crescimento homólogo das exportações de turismo, que se situa em cerca de 15 por cento no primeiro trimestre de 2015, em termos nominais.

No primeiro trimestre de 2015, as importações aumentaram face ao trimestre anterior, embora tenham desacelerado em termos homólogos. Esta desaceleração reflete essencialmente a evolução das importações de bens, com as

importações de serviços a manterem um crescimento homólogo relativamente estável. A evolução das importações reflete a forte queda da variação de existências, associada a bens energéticos com elevado contributo importado, a par de um crescimento dinâmico de rubricas da procura global com elevado conteúdo importado, nomeadamente a FBCF em máquinas e equipamentos e em material de transporte, e o consumo de bens duradouros.

### Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

O Quadro 1 apresenta as principais hipóteses técnicas de enquadramento do exercício de projeção para a economia portuguesa. Estas hipóteses são consistentes com a informação subjacente ao exercício de projeção do Euro-sistema, divulgado pelo BCE no dia 3 de junho, e incorporam uma estimativa do impacto na área do euro das medidas de expansão monetária recentemente adotadas pelo BCE, quer em termos de atividade real, quer em termos de evolução dos preços.

No que diz respeito à evolução do comércio internacional, as atuais hipóteses consideram uma intensificação do comércio a nível global, embora com um menor dinamismo face ao observado antes da crise financeira internacional. Neste contexto, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá acelerar ao longo do horizonte de projeção, sendo esta evolução comum à procura proveniente da área do euro e dos mercados fora da área. O crescimento da procura da área do euro deverá ser superior ao dos mercados fora da área, refletindo perspetivas mais favoráveis para a área do euro do que para as economias de mercado emergentes. Face às projeções económicas divulgadas em março, a procura externa manteve-se relativamente inalterada, com apenas uma ligeira revisão em alta em 2016.

A evolução assumida para a taxa EURIBOR a três meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. Estes contratos apontam para a manutenção da taxa de juro de curto prazo em valores historicamente baixos ao longo do horizonte de projeção, sendo mesmo inferiores aos antecipados nas projeções divulgadas em março para 2015 e 2016. A hipótese para a taxa de juro de longo prazo da dívida portuguesa baseia-se numa estimativa da taxa implícita na dívida pública, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões. Esta taxa encontra-se significativamente influenciada pelo programa de expansão monetária em curso por parte do BCE (ver Tema em Destaque neste Boletim). A taxa de juro implícita da dívida portuguesa foi revista em baixa em 2016 e 2017 face à hipótese assumida em março.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Em termos médios anuais, esta hipótese técnica para as taxas de câmbio implica uma depreciação significativa do euro em 2015 e mais ligeira em 2016 (em termos nominais efetivos e face ao dólar), sendo mais acentuada em 2015 do que a considerada nas projeções divulgadas em março.

**Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção**

		BE junho 2015				Projeção março 2015			
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Procura externa	tva	4,6	4,5	5,5	5,8	4,3	4,5	5,4	5,8
Taxa de juro									
Curto prazo (EURIBOR a três meses)	%	0,21	0,01	0,05	0,21	0,21	0,05	0,06	0,16
Implícita da dívida pública	%	3,9	3,8	3,5	3,4	3,9	3,8	3,8	3,6
Taxa de câmbio do euro									
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	0,6	-9,5	-0,2	0,0	0,6	-7,9	-0,2	0,0
Euro-dólar	vma	1,33	1,12	1,12	1,12	1,33	1,14	1,13	1,13
Preço do petróleo									
em dólares	vma	98,9	63,8	71,0	73,1	99,3	58,5	66,8	70,7
em euros	vma	74,2	57,1	63,5	65,4	74,4	51,5	58,9	62,3

Fontes: BCE, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior.

No caso do preço do petróleo, a hipótese técnica assenta na informação implícita nos mercados de futuros. Esta informação aponta para uma forte redução do preço do petróleo em 2015, quer em dólares, quer em euros, que é menos pronunciada do que a redução assumida na nota de projeções divulgada em março. Para 2016 e 2017 é esperado um aumento do preço do petróleo, menos acentuado do que o assumido em março.

A atual projeção segue como habitualmente as regras utilizadas no âmbito dos exercícios do Eurosistema para as projeções de finanças públicas. Deste modo, a projeção considera a informação relativa à conta das administrações públicas de 2014, divulgada pelo INE no final de março, e incorpora as medidas incluídas no Orçamento do Estado para 2015, assim como no Programa de Estabilidade 2015-2019, apresentado em abril. Importa destacar que, no caso do Programa de Estabilidade, foram consideradas todas as medidas apresentadas, com exceção das relativas à sustentabilidade da Segurança Social e à reforma e racionalização dos serviços públicos, dado que não se encontram especificadas com detalhe suficiente.

Para 2015 é projetada uma pequena diminuição do volume do consumo público, que decorre de uma redução do emprego nas administrações públicas de magnitude inferior

à registada em anos anteriores, compensada em parte pelo crescimento na despesa em bens e serviços. Em 2016, prevê-se um ligeiro aumento do consumo público em termos reais, na medida em que o efeito da redução prevista do número de funcionários públicos é inferior ao decorrente do crescimento do consumo intermédio, em resultado da subida prevista da despesa com concessões no âmbito de parcerias público-privadas relativas ao setor rodoviário. A projeção para 2017 considera a estabilização deste agregado. Quanto ao deflator do consumo público, é de salientar que foi incorporada a reversão do corte de salários de 2011 de 20 por cento ao ano entre 2015 e 2019, de acordo com o delineado no Programa de Estabilidade.

Relativamente ao investimento público, projeta-se uma significativa recuperação deste agregado em termos reais em 2015. A execução de 2014 ficou aquém do orçamentado e esteve associada a uma diminuição forte das transferências provenientes de fundos comunitários que não se assume como permanente. Em 2016, prevê-se uma quebra do volume de investimento público, resultante sobretudo do registo de uma parte da receita proveniente da venda de material militar. Para 2017 assume-se a estabilização deste agregado em rácio do PIB.

### 3. Procura, oferta e contas externas

#### Recuperação moderada da procura interna a par de um crescimento robusto das exportações

As projeções para a economia portuguesa apontam para a continuação do processo de recuperação moderada da atividade iniciado em 2013, que se deverá traduzir num ritmo de crescimento próximo do projetado para a área do euro (Gráfico 3.1). No final do horizonte de projeção o nível do PIB deverá situar-se próximo do observado antes do início da crise financeira internacional. Esta evolução traduz uma recomposição significativa da estrutura da despesa no sentido de uma crescente orientação de recursos produtivos para setores com maior exposição à concorrência internacional, à semelhança do que se tem observado nos últimos anos. Neste sentido, o peso das exportações no PIB em termos reais deverá aumentar 14 p.p. entre 2008 e 2017, situando-se em cerca de 46 por cento no final do horizonte de projeção. O peso do consumo privado no PIB deverá manter-se em cerca de 66 por cento, valor próximo do observado no

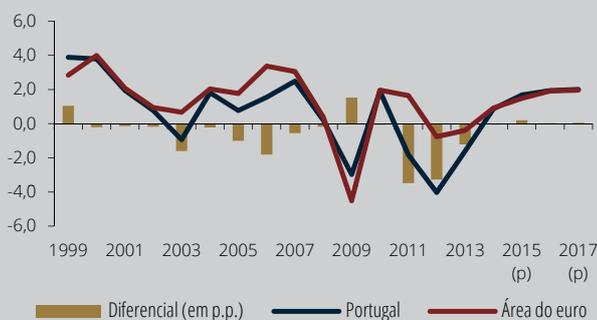
passado recente. Por último, o peso da FBCF no PIB em 2017 deverá ascender a cerca de 17 por cento, valor inferior ao observado em 2008, não obstante o aumento deste rácio ao longo do horizonte de projeção.

A evolução projetada para o PIB reflete um crescimento robusto das exportações, ligeiramente superior a 6 por cento no final do horizonte de projeção, a par de um crescimento da procura interna em torno de 2 por cento (Gráfico 3.2). O contributo líquido da procura interna, isto é deduzido dos conteúdos importados, para o crescimento do PIB deverá aumentar de 0,3 p.p. em 2014 para 0,8 p.p. em 2017 (Gráfico 3.3), enquanto o contributo líquido das exportações deverá passar de cerca de 0,6 p.p. em 2014 para cerca de 1,2 p.p. do PIB em 2017.

#### Continuação do processo de reorientação da economia para os setores com maior exposição à concorrência internacional

Ao longo do horizonte de projeção, a atividade no setor privado deverá registar um crescimento em torno de 2,4 por cento, enquanto

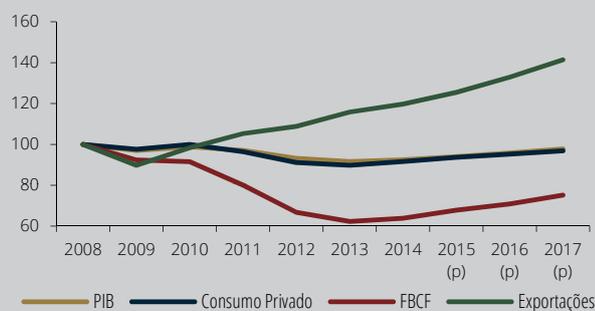
**Gráfico 3.1 • Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação, em percentagem**



Fontes: BCE e INE.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.2 • Evolução da composição do PIB | Índice 2008=100**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

a atividade no setor público deverá continuar a reduzir-se, embora a um ritmo progressivamente menor<sup>2</sup>.

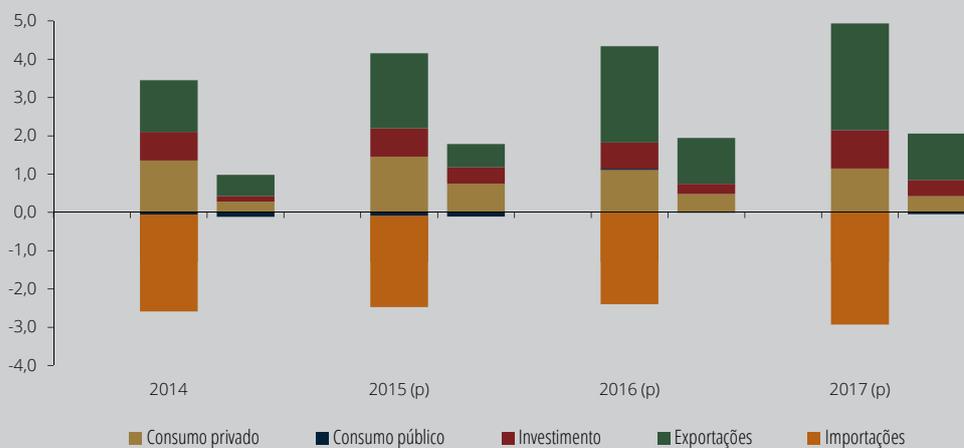
Após um aumento de 0,6 por cento em 2014, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) nos principais setores de atividade deverá apresentar uma recuperação moderada ao longo do horizonte de projeção. A evolução da atividade ao nível setorial deverá continuar a refletir a reestruturação em curso na economia portuguesa, caracterizada pela transferência de recursos para os setores com maior exposição à concorrência internacional. Neste contexto, perspetiva-se uma recuperação do VAB na indústria transformadora e nos serviços ao longo do horizonte de projeção, favorecida pelo comportamento dinâmico das exportações de bens e serviços e, ainda que em menor medida, pela recuperação da procura interna. Após um longo período de quedas sucessivas, a atividade no setor da construção deverá apresentar alguma recuperação, em linha com a evolução projetada para o investimento em habitação. Não obstante o regresso a taxas de variação positivas, em 2017 o nível da atividade neste setor deverá ser cerca de 60 por cento do registado em 2008.

De acordo com o inquérito à confiança da Comissão Europeia, as empresas que consideram

que a procura insuficiente é um fator limitativo à produção tem diminuído ao longo dos últimos trimestres, em particular nos setores mais expostos à concorrência internacional. No caso da indústria transformadora, este indicador encontra-se abaixo de um valor de referência médio do passado (período 2001-2014), enquanto no caso dos serviços se situa próximo da média (Gráfico 3.4). No caso das empresas no setor da construção, a procura insuficiente continua a ser apontada como um fator limitativo relevante para a sua atividade, não obstante alguma melhoria observada desde o início de 2013.

De acordo com o mesmo inquérito, as empresas do setor da construção apontam as restrições financeiras como um fator importante de limitação à atividade. Por seu turno, as empresas nos setores da indústria transformadora e nos serviços consideram que no período mais recente as restrições financeiras têm perdido peso como fator de limitação à produção, não sendo consideradas como uma causa muito relevante.

Segundo os inquéritos da Comissão Europeia, o nível de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora tem aumentado ao longo dos últimos trimestres, situando-se



**Gráfico 3.3 •**  
Contributos Brutos e Líquidos para o crescimento do PIB  
| Em pontos percentuais

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado. Para cada ano são apresentadas duas barras: a da esquerda corresponde aos contributos brutos, e a da direita aos contributos líquidos de importações.

ligeiramente acima da sua média de longo prazo (Gráfico 3.5). O nível de utilização de capacidade nos serviços apresentou também alguma recuperação desde o final de 2013, situando-se num nível próximo do observado no segundo semestre de 2011 (o que corresponde ao início desta série).

Os inquéritos da Comissão Europeia incluem ainda uma pergunta relativa à importância de uma força de trabalho insuficiente como fator restritivo da produção (Gráfico 3.6). Neste caso, o saldo de respostas extremas, nos três setores considerados, apresenta um diferencial negativo face à média de longo prazo, o que constitui uma indicação adicional de que o desemprego se situa ainda acima do seu nível estrutural.

O crescimento do produto *per capita* no horizonte de projeção deverá ser de 1,7 por cento, em termos médios anuais, após uma redução média anual de 1,2 por cento no período 2011-2014 (Gráfico 3.7). Neste quadro, após um contributo negativo para o crescimento do PIB no período 2011-2014, o fator trabalho deverá apresentar um contributo positivo ao longo do horizonte de projeção. Neste âmbito, importa igualmente destacar que a melhoria do capital humano continuará a contribuir significativamente para

o crescimento do produto *per capita* ao longo do horizonte de projeção. Por seu turno, o fator capital deverá apresentar um contributo marginalmente negativo no período 2015-2017, que contrasta com o contributo positivo registado na década de 2000. De facto, de acordo com as hipóteses assumidas relativamente às taxas de depreciação dos vários tipos de capital, não obstante o crescimento projetado para a FBCF ao longo do horizonte de projeção, em particular para a componente empresarial, a recuperação da FBCF não será ainda suficiente para repor o *stock* de capital depreciado. Por último, o crescimento do PIB em 2015-2017 deverá beneficiar de desenvolvimentos favoráveis da produtividade total dos fatores, num contexto de continuação do processo de melhoria na afetação de recursos na economia.

### Recuperação moderada do consumo privado e da FBCF, condicionada pelos elevados níveis de endividamento

O consumo privado deverá crescer 2,2 por cento em 2015, desacelerando para 1,7 por cento em 2016 e 2017 (Gráfico 3.8). A evolução do consumo privado ao longo do horizonte de

**Gráfico 3.4 • Empresas que consideram a procura insuficiente como um fator limitativo da produção | Saldo de respostas extremas**



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 3.5 • Nível de utilização da capacidade produtiva | Em percentagem**



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

projeção reflete, em larga medida, o perfil do rendimento disponível real das famílias. De facto, o rendimento disponível das famílias deverá apresentar um crescimento ligeiramente superior a 2 por cento em 2015, refletindo, em particular, o aumento no rendimento dos pensionistas proveniente da eliminação da Contribuição Extraordinária de Solidariedade. Para 2016 e 2017, projeta-se uma ligeira desaceleração para um crescimento médio anual de 1,7 por

cento, num quadro de recuperação moderada do emprego, de moderação salarial no setor privado e de aceleração dos preços no consumidor. Adicionalmente, a eliminação faseada da sobretaxa no âmbito do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares a partir de 2016 contribuirá também para a recuperação do rendimento disponível das famílias.

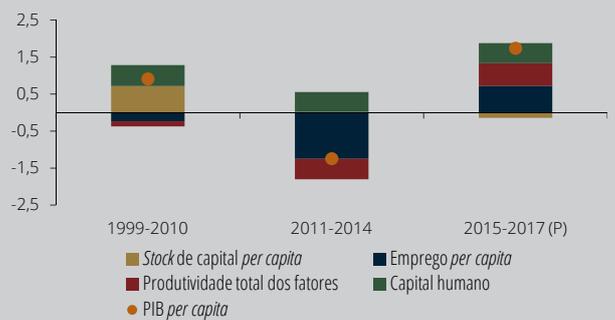
Após iniciar uma trajetória de recuperação em 2013 e de ter atingido um crescimento de

**Gráfico 3.6 • Empresas que consideram a força de trabalho como um fator limitativo da produção | Saldo de respostas extremas**



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

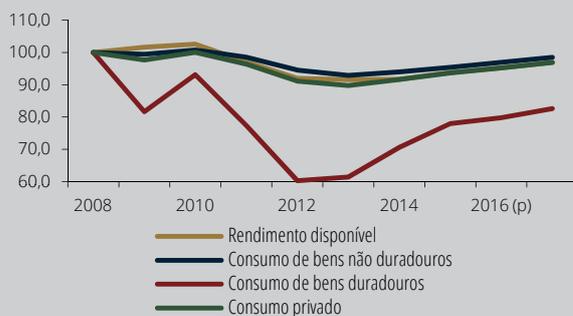
**Gráfico 3.7 • Decomposição da variação real do PIB per capita | Contributos em pontos percentuais**



Fontes: Barro e Lee (2013), Quadros de Pessoal, INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. O exercício de contabilidade do crescimento do PIB per capita tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W (2013), "A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010", *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198. Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013 e 2014).

**Gráfico 3.8 • Consumo e rendimento disponível | Índice 2008=100**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado.

**Gráfico 3.9 • Indicador de confiança dos consumidores | Saldo de respostas extremas (c.v.s.)**



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

cerca de 15 por cento em 2014, o consumo de bens duradouros deverá crescer cerca de 10 por cento em 2015, refletindo em grande medida o crescimento das vendas de veículos automóveis. O elevado dinamismo desta componente no período mais recente decorre em parte de compras adiadas durante o período de recessão, por motivos de precaução. Para 2016 e 2017, projeta-se uma desaceleração do consumo de bens duradouros para um crescimento médio anual em torno de 3 por cento. Este crescimento das aquisições de bens duradouros, embora superior ao projetado para o rendimento disponível das famílias em termos reais, traduz a elasticidade histórica entre estes dois agregados. Apesar desta recuperação, no final do horizonte de projeção o consumo de bens duradouros deverá situar-se cerca de 20 por cento abaixo do nível registado em 2008.

Após um crescimento de 1,2 por cento em 2014, o consumo de bens não duradouros deverá crescer 1,7 por cento em 2015, refletindo em larga medida a aceleração do rendimento disponível real das famílias, num quadro de recuperação continuada dos níveis de confiança

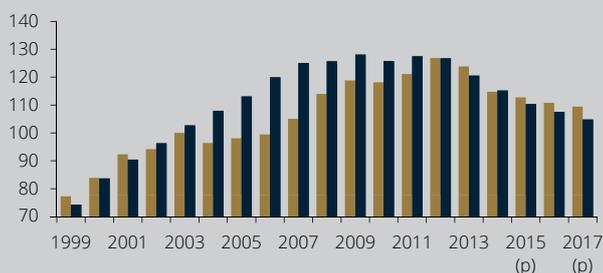
dos consumidores, que têm permanecido consistentemente em valores superiores à média dos últimos dez anos (Gráfico 3.9). Para 2016 e 2017, projeta-se um crescimento do consumo de bens não duradouros de 1,8 por cento.

A recuperação do consumo privado ao longo do horizonte de projeção deverá ainda beneficiar de alguma redução do serviço da dívida das famílias, à semelhança do que tem ocorrido no período recente, num contexto de manutenção das taxas de juro de mercado em níveis reduzidos, conjugada com a continuação da diminuição dos níveis de endividamento e de progressiva melhoria nas condições de financiamento.

Neste contexto, após uma queda significativa da taxa de poupança em 2014, para 6,9 por cento, as atuais projeções apontam para uma relativa estabilização ao longo do horizonte de projeção. Esta evolução é compatível com a continuação da redução do endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível, que deverá diminuir 23 p.p. no período 2011-2017 (Gráfico 3.10).

Após um crescimento da FBCF de 2,5 por cento em 2014, interrompendo a trajetória de

**Gráfico 3.10 • Endividamento do setor privado não financeiro | Em fim de período**



■ Sociedades não financeiras - Dívida total (a) (em percentagem do PIB)  
 ■ Particulares - Dívida financeira (b) (em percentagem do rendimento disponível)

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado.

(a) Inclui empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por outros setores institucionais; papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros setores e créditos comerciais recebidos de outros setores. (b) A dívida financeira corresponde à soma de empréstimos obtidos e títulos de dívida emitidos pelo setor.

**Gráfico 3.11 • FBCF por setor institucional | Índice 2008=100**



— FBCF total  
 — FBCF empresarial  
 — FBCF habitação  
 — FBCF pública

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

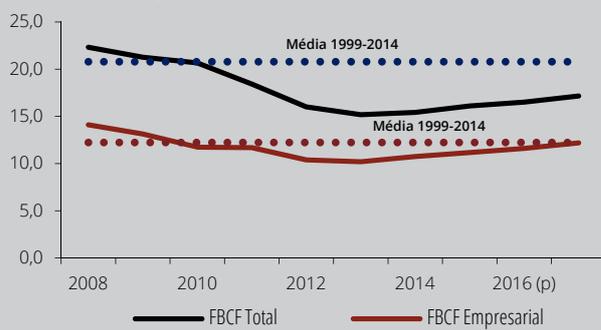
redução registada desde 2009, projeta-se um crescimento de 6,2 por cento em 2015 e de 4,4 e 6,0 por cento em 2016 e 2017, respetivamente (Gráfico 3.11). Apesar da recuperação esperada para a FBCF, o seu peso no PIB no final do horizonte de projeção deverá situar-se muito abaixo do observado nas últimas décadas. Esta evolução reflete ajustamentos marcados no investimento público e em habitação, que deverão assumir uma natureza persistente, e uma recuperação dos níveis do investimento empresarial (Gráfico 3.12).

O fraco dinamismo da FBCF no atual ciclo económico é uma característica comum à área do euro e constitui um dos fatores explicativos da recuperação mais moderada da atividade económica face a ciclos anteriores<sup>3</sup>. De facto, os períodos de recuperação económica são geralmente caracterizados por um aumento significativo do peso da FBCF no PIB, o que traduz a maior volatilidade e o caráter pró-cíclico do investimento, o que não se tem verificado no atual ciclo económico.

No que respeita ao investimento empresarial projeta-se um crescimento robusto ao longo do

horizonte, com uma aceleração de 5,8 por cento em 2015 para 5,9 e 7,1 por cento em 2016 e 2017, respetivamente, o que não se afasta do comportamento médio deste agregado em anteriores fases de recuperação da economia (Gráfico 3.13). A recuperação do investimento empresarial deverá beneficiar de uma melhoria das perspetivas de procura, quer no mercado interno quer nos mercados de destino das exportações portuguesas, e da necessidade de renovação do *stock* de capital, após um longo período de redução do investimento. Adicionalmente, a melhoria das condições de financiamento, favorecidas pelas medidas de política monetária não convencional do BCE, deverá também concorrer para o aumento desta componente. De facto, projeta-se uma redução gradual dos diferenciais de taxa de juro do crédito a sociedades não financeiras face à taxa de juro de referência do mercado interbancário e um retorno a variações positivas do *stock* de crédito bancário. Esta evolução é consistente com a continuação da redução do nível de endividamento das sociedades não financeiras em percentagem do PIB que, não obstante a redução recente, continua elevado por comparação com a média da área do euro (Gráfico 3.10).

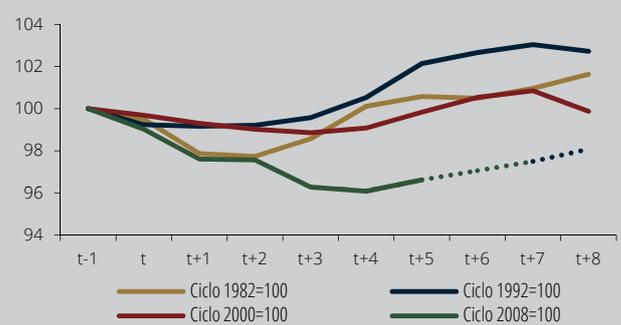
**Gráfico 3.12 • Formação bruta de capital fixo**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.13 • FBCF empresarial em rácio do PIB**  
| Índice t-1=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Os valores a tracejado correspondem a projecções. Com excepção do ciclo de 2010, t-1 corresponde ao último ano de crescimento da FBCF empresarial antes de uma recessão.

A projeção aponta para uma recuperação moderada do investimento em habitação, após um longo período de quedas sucessivas. A evolução desta componente reflete o aumento do rendimento disponível e a progressiva melhoria das condições de financiamento, bem como um desagravamento da situação no mercado de trabalho. O crescimento relativamente moderado projetado para o investimento em habitação reflete o facto de a redução observada nesta componente desde 2001 se revestir, em larga medida, de uma natureza estrutural. De facto, o elevado nível atingido pelo investimento neste setor ao longo dos anos 90, beneficiando de condições financeiras muito favoráveis, conjugado com a recente tendência de redução da população residente e o ainda elevado nível de endividamento dos particulares deverá condicionar a evolução do investimento residencial ao longo do horizonte de projeção. No final do horizonte de projeção, o nível do investimento em habitação, em termos reais, deverá situar-se cerca de 30 por cento abaixo do valor registado em 2000.

O investimento público continuará a ser condicionado pela necessidade de consolidação orçamental, projetando-se crescimentos moderados ao longo do horizonte de projeção, após

uma queda de cerca de 60 por cento no período 2011-2014.

### Acumulação das exportações ao longo do horizonte de projeção

As projeções para as exportações de bens e serviços apontam para um crescimento de 4,8 por cento em 2015 e uma aceleração para 6,0 e 6,4 por cento em 2016 e 2017, respetivamente. A aceleração das exportações em 2015 reflete a evolução da procura externa e ganhos de competitividade-preço, num contexto de forte depreciação do euro. Em 2015, estes ganhos de competitividade são compensados pela forte redução das exportações para Angola. Neste contexto, as exportações em 2015 deverão registar um crescimento aproximadamente em linha com a procura externa dirigida às empresas portuguesas, após ganhos significativos de quota de mercado registados no período 2011-2013 (Gráfico 3.14). Em 2016 e 2017 a evolução das exportações deverá refletir a trajetória de aceleração da procura externa, antecipando-se um ligeiro aumento da quota de mercado decorrente da melhoria da competitividade-preço associada nomeadamente à depreciação da taxa de câmbio efetiva do euro. A evolução

**Gráfico 3.14 • Exportações e procura externa**  
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.15 • Importações e procura global ponderada**  
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

projetada para as exportações inclui a manutenção de um crescimento dinâmico quer da componente de bens, quer de serviços, em particular do turismo.

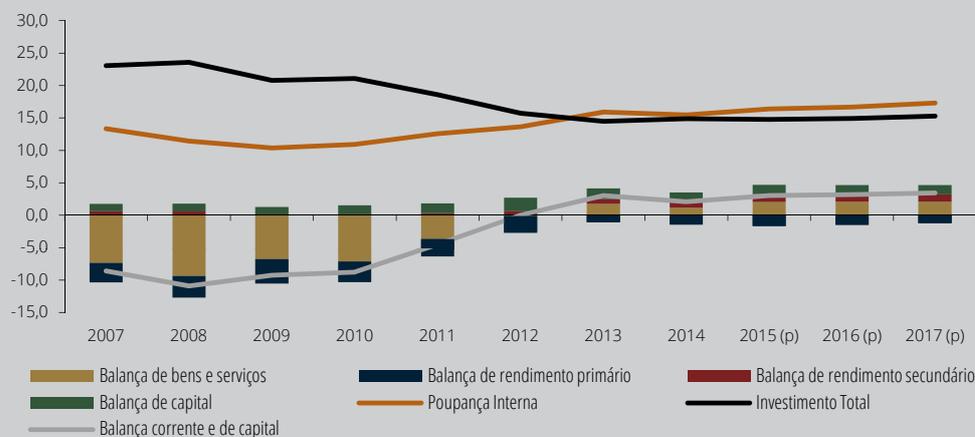
O forte crescimento das exportações nos últimos anos e os ganhos de quota de mercado observados no período 2011-2013 têm sido dos aspetos mais relevantes do processo de ajustamento da economia portuguesa, refletindo um grau de adaptação assinalável das empresas nacionais às exigências dos mercados internacionais. A evolução recente das exportações reflete uma alteração gradual do padrão das exportações portuguesas ao longo da última década, que traduziu também as exigências impostas pelo esforço acrescido de procura de novos mercados num contexto de forte ajustamento da procura interna. Neste quadro, projeta-se a continuação do aumento do peso das exportações no PIB nos próximos anos, passando de cerca de 41 por cento em 2014 para cerca de 46 por cento em 2017.

Em 2015, as importações de bens e serviços deverão apresentar um crescimento de 5,7 por cento, após um crescimento de 6,4 por cento em 2014 (Gráfico 3.15). Importa referir que o

valor de 2014 está influenciado pela forte acumulação de existências de bens energéticos que têm um elevado conteúdo importado. Ao longo do restante horizonte de projeção, as importações deverão evoluir em linha com a elasticidade média histórica desta componente face à evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados.

### Continuação do processo de ajustamento dos desequilíbrios externos acumulados

De acordo com as atuais projeções, a capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, será reforçada ao longo do horizonte, passando de 2,1 por cento do PIB em 2014 para 3,0 por cento do PIB em 2015 e para 3,2 e 3,4 por cento do PIB em 2016 e 2017, respetivamente. A evolução da capacidade de financiamento da economia resulta da conjugação de um aumento da taxa de poupança da economia com uma relativa estabilização da taxa de investimento ao longo do horizonte de projeção (Gráfico 3.16).



**Gráfico 3.16 • Financiamento da economia**  
| Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

O aumento do excedente da balança corrente e de capital de 0,9 pontos percentuais (p.p.) do PIB projetado para 2015 reflete essencialmente o aumento do excedente da balança de bens e serviços. Esta evolução está fortemente associada a um efeito favorável de termos de troca, muito influenciado pela diminuição do preço do petróleo em euros (ver Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”). Adicionalmente, o dinamismo das exportações permite assegurar que o aumento das importações decorrente da evolução do consumo privado e do investimento é consistente com a manutenção do excedente externo.

Por seu turno, projeta-se um aumento do défice da balança de rendimento primário, tendo em conta menores transferências de alguns fundos estruturais da União Europeia, segundo a informação contida no Orçamento do Estado para 2015.

Em 2016 e 2017, o saldo da balança de bens e serviços em percentagem do PIB mantém-se em valores semelhantes ao de 2015. Em 2016, o efeito de volume positivo decorrente do facto de o dinamismo projetado para as exportações ser ligeiramente superior ao das importações é compensado por uma evolução ligeiramente desfavorável do efeito dos termos de troca, num contexto de aumento moderado do preço de petróleo. Para 2017 projeta-se uma relativa estabilização destes efeitos. Nestes dois anos, o défice da balança de rendimento primário deverá diminuir, num quadro de redução das taxas de juro, assumindo-se que os excedentes da balança de rendimento secundário e da balança de capital permanecem relativamente estáveis em percentagem do PIB.

### Projeções para o crescimento do PIB inalteradas face às anteriores projeções

Face às últimas projeções publicadas pelo Banco de Portugal, em março, a atual projeção para o crescimento do PIB mantém-se inalterada, tendo-se verificado algumas alterações na

composição da procura agregada. Assim, projeta-se agora um dinamismo superior da FBCF, do consumo de bens duradouros e das exportações. Esta revisão foi, no entanto, compensada por um crescimento mais forte do que o então projetado das importações, refletindo *inter alia* a revisão da composição da procura agregada. Para 2016 e 2017, a revisão na composição da despesa é marginal.

### 4. Preços e salários

Após a redução de 0,2 por cento em 2014, a inflação medida pela taxa de variação do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) deverá apresentar valores positivos, embora reduzidos, no período 2015-2017, projetando-se uma aceleração dos preços em linha com a recuperação da atividade económica. Para 2015 projeta-se um aumento dos preços de 0,5 por cento, em termos médios anuais, seguindo-se aumentos ligeiramente superiores a 1 por cento nos dois anos seguintes. Comparando com as projeções para a área do euro, divulgadas pelo BCE no dia 3 de junho, após um diferencial negativo de 0,6 p.p. observado em 2014, os preços em Portugal deverão crescer acima da média da área do euro em 2015 (0,2 p.p.). Para 2016 e 2017 projeta-se o regresso a um diferencial de inflação negativo face à média da área do euro.

### Aumento moderado dos preços ao longo do horizonte de projeção

A recuperação da economia internacional e da economia portuguesa contribuem para pressões progressiva e moderadamente ascendentes (internas e externas) sobre os preços ao longo do horizonte de projeção.

Refletindo as hipóteses assumidas para a evolução do preço do petróleo, os preços dos bens energéticos deverão diminuir em 2015 e aumentar em 2016 e 2017, mantendo-se no final do horizonte de projeção em níveis mais baixos do que os observados em 2014.

Os preços dos serviços e bens não energéticos deverão acelerar de forma moderada ao longo do horizonte de projeção (Gráfico 4.1). Num quadro de depreciação do euro, este cenário tem subjacente uma aceleração dos preços de importação excluindo bens energéticos ao longo do horizonte de projeção, interrompendo-se a tendência de queda observada desde 2012.

Adicionalmente, a par da melhoria gradual da situação no mercado de trabalho e do aumento da produtividade, assume-se uma evolução moderada dos salários por trabalhador, com uma relativa estabilização em 2015 e uma aceleração nos dois anos seguintes. O aumento contido das remunerações por trabalhador no setor privado estará influenciado, *inter alia*, por um enviesamento negativo nas remunerações agregadas, associado a um efeito de composição decorrente da alteração da estrutura do emprego que tipicamente ocorre nas fases ascendentes do ciclo e que resulta no aumento do peso dos trabalhadores com remunerações mais baixas.

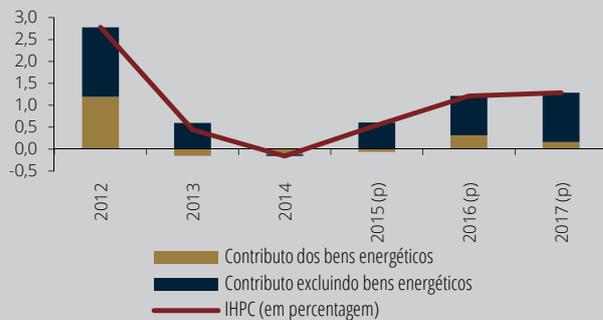
Neste contexto, os custos unitários por trabalhador deverão diminuir em 2015 e aumentar de forma contida em 2016 e 2017. A variação

média dos custos unitários do trabalho projetada para Portugal é inferior à projetada para a média da área do euro no âmbito do exercício de projeção do Eurosistema. Relativamente às margens de lucro da economia, medidas pelo excedente bruto de exploração por unidade produzida, projeta-se um aumento em 2015, que estará influenciado pelo facto de a descida acentuada do preço do petróleo não ser totalmente repercutida na evolução dos preços no consumidor, e uma relativa estabilização em 2016 e 2017.

### Interrupção da tendência descendente das expectativas de inflação

O aumento progressivo de preços projetado para o período 2015-2017 é influenciado pelo impacto positivo das medidas de política monetária não convencionais recentemente adotadas pelo BCE, nomeadamente por via do reforço da atividade económica e da depreciação do euro, assim como pela incorporação da hipótese técnica de aumento do preço do petróleo. Este enquadramento deverá contribuir para manter ancoradas as expectativas de inflação na área

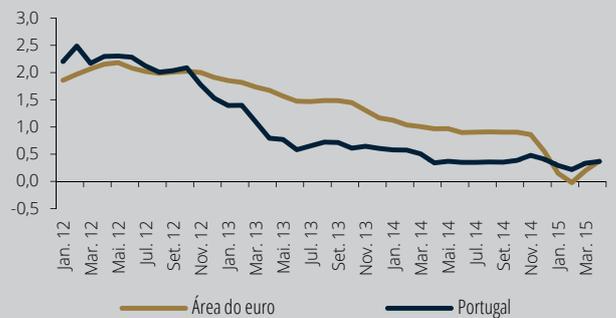
**Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais**



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 4.2 • Expetativas de inflação a um horizonte de 12 meses | Em percentagem**



Fonte: Consensus Economics.

do euro, e concomitantemente em Portugal, no médio e longo prazo. No período mais recente, estas expectativas interromperam a sua tendência descendente (Gráfico 4.2).

### Revisão em alta da projeção para a inflação

A projeção para a variação dos preços no consumidor foi revista em alta face às projeções divulgadas em março. Em 2015, esta revisão refletiu a incorporação de informação mais recente relativa ao IHPC, bem como a evolução do preço do petróleo, que aponta para uma redução menos pronunciada neste ano, em linha com a revisão das hipóteses técnicas do exercício. Por seu turno, as projeções para 2016 e 2017 foram ligeiramente revistas em alta.

## 5. Incerteza e riscos

As projeções apresentadas representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses incluídas na “Caixa 1 Hipóteses do exercício de projeção”. A não materialização

destas hipóteses, bem como a possibilidade de ocorrência de acontecimentos que, pela sua natureza idiossincrática, não foram considerados nas projeções dão origem a um conjunto de riscos e incertezas. A análise quantificada dos riscos e da incerteza em torno da projeção é apresentada nesta secção<sup>4</sup>.

Ao longo do horizonte de projeção podem ser identificados fatores de risco e incerteza decorrentes quer do enquadramento internacional, quer de fatores internos. A nível internacional, considera-se como fator de risco a possibilidade de uma recuperação mais lenta da atividade económica, em particular nas economias de mercado emergentes, bem como uma evolução mais moderada dos fluxos de comércio internacional. A concretização deste risco resultaria num menor dinamismo da procura externa dirigida à economia portuguesa, em particular em 2016 e 2017 (Quadro 5.1). Acresce ainda um risco descendente associado à possibilidade de recrudescimento de tensões geopolíticas e nos mercados de dívida soberana, com impacto sobre o consumo e o investimento ao longo do horizonte de projeção.

**Quadro 5.1** • Fatores de risco – probabilidade de uma realização inferior ao considerado na projeção | Em percentagem

	2015	2016	2017
<b>Variáveis de enquadramento</b>			
Procura externa	50	55	55
Consumo público	50	55	55
<b>Variáveis endógenas</b>			
Consumo privado	50	55	55
FBCF	50	45	45
IHPC	52	52	52

Fonte: Banco de Portugal.

**Quadro 5.2** • Cenário macroeconómico – probabilidade de uma realização inferior à da projeção atual | Em percentagem

	Pesos	2015	2016	2017
Produto interno bruto	100	50	52	55
Consumo privado	66	49	54	55
FBCF	15	50	48	48
Exportações	40	51	53	55
Importações	39	50	53	53
IHPC		53	55	55

Fonte: Banco de Portugal.

No que se refere aos riscos internos, refira-se o eventual impacto positivo das reformas estruturais, quer no consumo quer no investimento, e o impacto descendente sobre as margens de lucro<sup>5</sup>. Adicionalmente considera-se a possibilidade de serem necessárias medidas adicionais para cumprir os objetivos orçamentais, traduzindo-se numa redução quer do consumo público quer do consumo privado face ao cenário base em 2016 e 2017. Por último, considera-se um risco ascendente no investimento em 2016 e 2017, decorrente das medidas de incentivo ao investimento decididas a nível europeu, bem como da necessidade de aumentar a capacidade produtiva em algumas empresas, em particular nas empresas exportadoras, na sequência do incremento do nível de utilização da capacidade produtiva das empresas no setor da indústria transformadora observado no período mais recente.

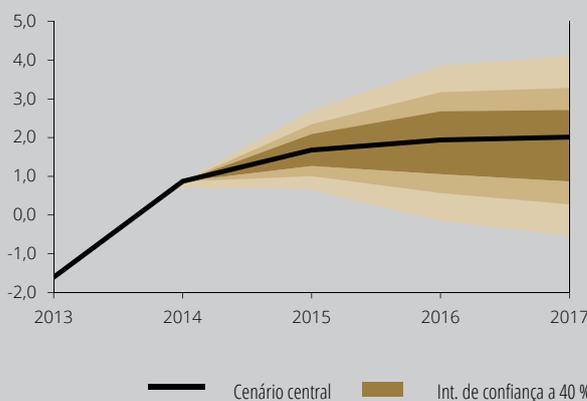
O conjunto de riscos identificados anteriormente determina, para 2016 e 2017, uma probabilidade de 55 por cento da evolução da procura externa, do consumo público e do consumo

privado ser mais desfavorável do que a considerada na projeção apresentada neste boletim. Por outro lado, considera-se uma probabilidade de 55 por cento da evolução do investimento privado ser mais favorável do que a considerada em 2016 e 2017. Finalmente, o risco identificado para os preços é no sentido descendente, com uma probabilidade de ocorrência ao longo do horizonte de projeção de 52 por cento.

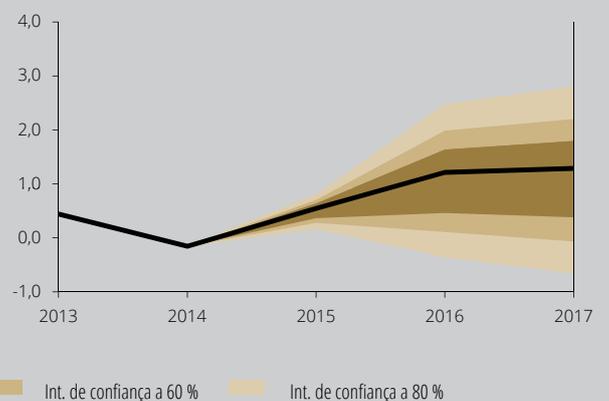
### Riscos globalmente equilibrados para a atividade económica

Este balanço de riscos implica riscos globalmente equilibrados para a atividade económica, resultante da combinação dos fatores de risco acima referidos (Quadro 5.2 e Gráfico 5.1). Em relação ao IHPC, a análise aponta para riscos ligeiramente descendentes ao longo do horizonte, decorrentes principalmente da possibilidade de uma redução das margens de lucro, refletindo o impacto de reformas estruturais (Quadro 5.2 e Gráfico 5.2).

**Gráfico 5.1 • Produto interno bruto**  
| Taxa de variação, em percentagem



**Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor**  
| Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

## 6. Conclusões

As atuais projeções apontam para a continuação da recuperação moderada da atividade económica iniciada em 2013, antecipando-se um ritmo médio de crescimento próximo do projetado para a área do euro. O crescimento na economia portuguesa deverá ser assente na manutenção de um crescimento robusto das exportações, a par de uma recuperação da procura interna. Esta evolução é compatível com uma capacidade líquida de financiamento externo, condição fundamental para a manutenção do acesso aos mercados de financiamento em condições de normalidade. Adicionalmente, o crescimento nominal projetado para o PIB e a redução da taxa de juro implícita na dívida, conjugada com a manutenção de um excedente primário, à semelhança do verificado desde 2013, contribuirão para uma redução da dívida pública a partir de 2015.

Nos últimos anos, a economia portuguesa verificou progressos significativos na correção de alguns desequilíbrios macroeconómicos acumulados ao longo das últimas décadas, em particular a obtenção de excedentes nas contas externas, a orientação de recursos para setores com maior exposição à concorrência internacional

e a manutenção do processo de consolidação orçamental. Não obstante, o potencial de crescimento da economia portuguesa continua condicionado pela necessidade de manutenção da redução do endividamento no setor público e no setor privado, pelas perspetivas desfavoráveis quanto aos desenvolvimentos demográficos, pelo elevado nível de desemprego de longa duração, bem como pelos limitados níveis de capital produtivo por trabalhador, após um longo período de quedas acentuadas do investimento.

Neste contexto, a economia portuguesa deverá prosseguir o processo de ajustamento em curso, com aumentos sustentáveis do consumo, com um crescimento do investimento que assegure a renovação do capital e com níveis de endividamento progressivamente menores. O sucesso da economia portuguesa dependerá sobretudo da capacidade para aumentar a quantidade e qualidade dos recursos produtivos, da prossecução de reformas estruturais que promovam de forma sustentada e equitativa o crescimento económico, bem como de uma condução das políticas económicas que preserve os equilíbrios macroeconómicos fundamentais. O atual enquadramento internacional favorável representa uma boa oportunidade para aprofundar esta agenda em Portugal.

### Notas:

1. O aumento das vendas de veículos ligeiros de passageiros de 36,1 por cento no primeiro trimestre de 2015 está influenciado pelo elevado crescimento das vendas de veículos *rent-a-car*, que apresentam um contributo de cerca de 11 pontos percentuais.
2. Considera-se como medida de atividade no setor público as remunerações e o consumo de capital fixo.
3. Ver "Private investment: what's the holdup", *World Economic Outlook*, IMF, April 2015.
4. A metodologia utilizada nesta secção baseia-se em Pinheiro, M. e Esteves P. (2012) "On the uncertainty and risks of macroeconomic forecasts: combining judgements with sample and model information", *Empirical Economics*, 42, 639-665.
5. Para um breve resumo sobre os principais resultados apresentados na literatura dos efeitos macroeconómicos de reformas estruturais, ver "Box 7: The macroeconomic effects of structural reforms" no *Boletim Mensal* do BCE, julho de 2014 e "Reformas estruturais na área do euro" no *Boletim Económico* do Banco de Portugal, outubro de 2014.



## TEMA EM DESTAQUE

Política monetária não convencional  
do BCE: o que foi feito e que impacto teve?



# Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?

## 1. Introdução

A crise financeira global teve um impacto significativo na condução da política monetária nas principais economias avançadas e veio realçar a importância do sistema financeiro para a estabilidade macroeconómica. O aumento súbito da aversão ao risco, a deterioração da confiança nas principais instituições financeiras e o conseqüente colapso da liquidez nos mercados interbancários, em particular após a falência do *Lehman Brothers* em setembro de 2008, desencadearam uma resposta sem precedentes dos bancos centrais e dos governos de diversos países.

As medidas adotadas surtiram um efeito estabilizador nos mercados financeiros, ainda que temporário. Na primavera de 2010, assistiu-se a uma nova vaga de turbulência financeira com origem na área do euro e ligada a uma reavaliação dos riscos relativos à situação das finanças públicas em vários países. Estas tensões deram lugar a uma crise de dívida soberana, expondo as limitações na arquitetura institucional da União Económica e Monetária bem como a dificuldade em corrigi-las de forma rápida e eficaz.

A crise agravou-se a partir de meados de 2011, alimentada pela interação adversa entre o risco dos bancos e o risco do respetivo soberano, num quadro de deterioração da atividade económica. Em resultado, observou-se uma fragmentação financeira crescente na área do euro e uma diferenciação das condições de financiamento dos bancos consoante o país em que operavam. A pressão sobre os prémios de risco soberano persistiu até ao verão de 2012, quando a própria viabilidade do euro veio a ser posta em causa, comprometendo a política monetária única.

Estas duas crises consecutivas – financeira e de dívida soberana – tiveram um impacto negativo e persistente sobre a economia da área do euro. No início de 2015, a atividade no conjunto

da área do euro situava-se ainda em níveis inferiores aos observados antes da crise financeira, a inflação continuava em queda e a fragmentação financeira entre países permanecia relativamente elevada.

O Conselho do Banco Central Europeu (BCE) reagiu aos problemas gerados pelas crises financeira e de dívida soberana reduzindo significativamente as taxas de juro oficiais e introduzindo medidas de carácter não convencional<sup>1</sup>. Numa fase inicial, reduziu a taxa de operações principais de refinanciamento, num total de 325 pontos base (p.b.) entre outubro de 2008 e maio de 2009 (Gráfico 1). Paralelamente, em resposta à paralisação dos mercados interbancários, o BCE passou a ceder liquidez de forma ilimitada e assegurou a sua distribuição adequada pelo sistema bancário. O objetivo último das medidas adotadas era apoiar a concessão de crédito à economia, dado o papel central dos bancos no sistema financeiro da área do euro.

Na sequência do abrandamento das tensões nos mercados financeiros no decurso de 2009, o BCE iniciou uma retirada gradual de algumas medidas não convencionais, que viria a revelar-se prematura com o surgimento da crise soberana em 2010. Esta crise impeliu o BCE a alargar progressivamente a sua atuação de forma a responder também a fricções nos mercados de dívida soberana, identificados como essenciais para as condições de financiamento dos bancos e para a transmissão da política monetária<sup>2</sup>.

No verão de 2012, dúvidas quanto à irreversibilidade do euro forçaram o BCE a recorrer a novas medidas de modo a salvaguardar a moeda única. Desde então, a intervenção do BCE centrou-se em fornecer um maior grau de acomodação monetária e em assegurar a sua transmissão efetiva a todos os países da área do euro. O BCE continuou a reduzir as taxas de

juro oficiais e tentou influenciar diretamente as expectativas sobre as taxas de política futuras através da comunicação (*forward guidance*).

Em setembro de 2014, o BCE considerou que não existia espaço para novas reduções de taxas de juro oficiais<sup>3</sup> e decidiu fornecer estímulo monetário adicional através de compras definitivas de ativos em larga escala, incluindo, numa fase posterior, títulos de dívida soberana.

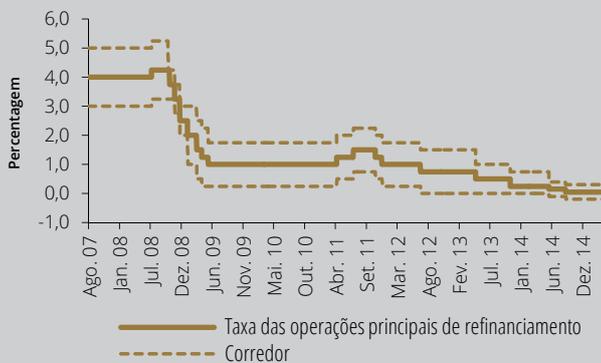
As medidas não convencionais de política monetária traduziram-se numa expansão substancial do balanço do Eurosistema, à semelhança do observado nos bancos centrais das principais economias avançadas (Gráfico 2). Quer a dimensão quer a composição dos respetivos balanços refletiram, contudo, diferentes escolhas de resposta à crise financeira global e a fricções em mercados específicos.

No caso do BCE, as medidas não convencionais eram vistas como complementares do instrumento de taxa de juro, destinando-se a assegurar o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão da política monetária, no qual os bancos desempenham um papel fulcral. Para além disso, a complexidade e a duração prolongada da crise de dívida soberana exigiram

um esforço considerável de adaptação da resposta em termos de política não convencional. Adicionalmente, é de referir que a atuação do BCE foi concomitante com um processo de alterações profundas do desenho institucional da união monetária (incluindo a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade e da união bancária). Por último, e em contraste com o observado noutros bancos centrais, a dimensão do balanço do Eurosistema foi até muito recentemente determinada pela procura de liquidez por parte do sistema bancário.

Neste artigo pretende-se analisar as medidas de política não convencional do BCE e discutir a sua eficácia, dados os objetivos que se propunham atingir. Na secção 2 são revistas em detalhe as principais medidas adotadas desde o início da crise e na secção 3 discutem-se os canais através dos quais se espera que estas funcionem. A secção 4 revê a evidência empírica disponível sobre o impacto financeiro e económico das medidas não convencionais. Esta secção inclui os resultados de uma estimação preliminar dos efeitos do programa de compra definitiva de ativos em larga escala anunciado pelo BCE em janeiro de 2015.

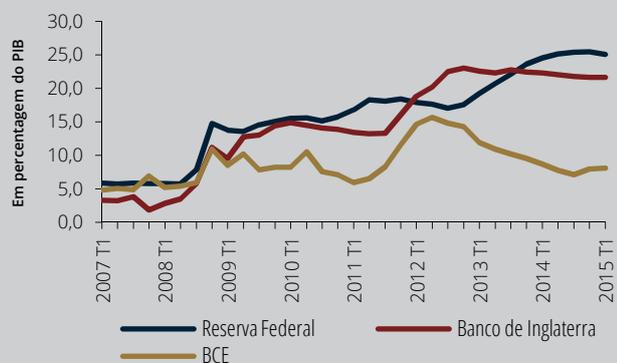
Gráfico 1 • Taxas de juro oficiais do BCE



Fonte: BCE.

Nota: O corredor corresponde ao intervalo entre as taxas de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e da facilidade permanente de depósito.

Gráfico 2 • Balanços dos bancos centrais



Fontes: Thomson Reuters e Eurostat.

Nota: O balanço refere-se a ativos de política monetária.

## 2. A resposta de política monetária não convencional do BCE

As principais medidas não convencionais adotadas pelo BCE são analisadas distinguindo entre operações de crédito com garantia e compras definitivas de ativos financeiros<sup>4</sup> (ver o Quadro 1 para uma cronologia dos principais anúncios e a Lista de abreviaturas no final do artigo).

Estes dois tipos de medidas podem gerar uma expansão do balanço do banco central mas diferem em vários aspetos. Como referido por Cour-Thimann e Winkler (2013), ao contrário das operações de crédito com garantia, as compras de ativos permitem contornar o sistema bancário e apoiar mais diretamente os mercados de títulos selecionados. Além disso, podem contribuir para o processo de desalavancagem dos bancos e do setor privado. A compra de ativos implica que o banco central interfere no mecanismo de mercado de determinação dos preços dos ativos e aumenta a sua exposição aos riscos associados aos títulos adquiridos.

### 2.1. Operações de crédito com garantia

As principais medidas adotadas neste âmbito – cedência de liquidez aos bancos de forma ilimitada e por prazos mais longos do que anteriormente – pretendiam aliviar as restrições de liquidez no mercado monetário e as dificuldades de financiamento dos bancos e, numa fase posterior, atenuar a fragmentação financeira. Estas medidas visavam, em última análise, apoiar o crédito bancário à economia.

- A partir de outubro de 2008, o BCE adotou o procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total (*Fixed-Rate Full Allotment – FRFA*) para todas as operações de refinanciamento. No âmbito deste procedimento, o banco central fornece toda a liquidez procurada pelos bancos à taxa de juro em vigor contra garantias elegíveis<sup>5</sup>. O BCE assume, deste modo, a função de redistribuição da liquidez entre bancos habitualmente

desempenhada pelos mercados monetários. O *FRFA* levou a um aumento acentuado da liquidez excedentária detida pelos bancos e, conseqüentemente, a uma expansão significativa do balanço do Eurosistema (Gráfico 2).

- As garantias aceites nas operações de refinanciamento foram expandidas em diversas ocasiões a fim de facilitar o acesso dos bancos à liquidez adicional cedida pelo banco central. O alargamento do quadro de ativos elegíveis como garantia incluiu, entre outras, a expansão da lista de ativos, a redução dos limites de notação de crédito e a permissão para os bancos centrais nacionais aceitarem como garantia direitos de crédito de boa cobrança adicionais (*i.e.* empréstimos bancários).
- O BCE realizou diversas operações de refinanciamento de prazo alargado (*Longer-Term Refinancing Operations – LTRO*) com maturidades significativamente mais longas do que no período pré-crise (anteriormente, eram realizadas *LTRO* com maturidade de 3 meses e frequência mensal). Entre abril de 2008 e outubro de 2011, o BCE conduziu várias *LTRO* com maturidades de 6 e 12 meses. Com a intensificação das tensões nos mercados de dívida soberana e perante indicações de uma crescente fragmentação do sistema bancário, o BCE anunciou, em dezembro de 2011, duas *LTRO* com maturidade de 3 anos, com opção de reembolso antecipado ao fim de um ano. Estas duas operações, realizadas em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012, atingiram recordes em termos de montantes cedidos (cerca de 500 mil milhões de euros cada). Tal correspondeu a uma injeção de liquidez de cerca de metade do montante cedido – dado que os bancos desfizeram posições em operações com prazos mais curtos – e resultou no segundo aumento notório do balanço do Eurosistema desde o início da crise (Gráfico 2).

### Quadro 1 • Cronologia dos principais anúncios de medidas de política não convencional do BCE

Ago. 07	Primeira <i>LTRO</i> suplementar a 3 meses
Dez. 07	Início de cedência de liquidez em USD em ação conjunta com a Reserva Federal
Mar. 08	Primeira <i>LTRO</i> a 6 meses
Out. 08	Procedimento <i>FRFA</i> ; Alargamento do quadro de ativos elegíveis como garantia nas operações de crédito do Eurosistema; Início de cedência de liquidez em CHF em ação conjunta com o Banco Nacional da Suíça
Mai. 09	<i>CBPP1</i> ; Primeira <i>LTRO</i> a 12 meses (3 operações: jun. 09, set. 09 e dez. 09)
Jun. 09	Modalidades técnicas do <i>CBPP1</i>
Mai. 10	<i>SMP</i>
Ago. 11	Reativação do <i>SMP</i>
Out. 11	<i>CBPP2</i> ; <i>LTRO</i> a 12 meses (2 operações: out. 11 e dez. 11)
Nov. 11	Modalidades técnicas do <i>CBPP2</i>
Dez. 11	<i>LTRO</i> a 3 anos (2 operações: dez. 11 e fev. 12); Alargamento do quadro de ativos elegíveis como garantia; Redução do coeficiente de reservas para 1 %
Jun. 12	Alargamento do quadro de ativos elegíveis como garantia
Ago. 12	<i>OMT</i>
Set. 12	Modalidades técnicas das <i>OMT</i>
Jul. 13	<i>Forward guidance</i> : "... as taxas de juro oficiais deverão manter-se aos níveis atuais ou mais baixos por um período de tempo alargado"
Jun. 14	<i>TLTRO</i> (8 operações trimestrais: de set. 14 a jun. 16); Trabalhos preparatórios para compras de <i>ABS</i> ; Suspensão da esterilização do <i>SMP</i> ; <i>Forward guidance</i> : "... as taxas de juro oficiais manter-se-ão aos níveis atuais por um período de tempo alargado"
Set. 14	<i>CBPP3</i> ; <i>ABSPP</i>
Out. 14	Modalidades técnicas do <i>CBPP3</i> e do <i>ABSPP</i>
Jan. 15	<i>APP</i> (inclui <i>CBPP3</i> , <i>ABSPP</i> e <i>PSPP</i> ); Alteração da taxa de juro aplicável às <i>TLTRO</i> restantes
Mar. 15	Informações sobre a implementação do <i>PSPP</i>

Fonte: BCE.

Notas: *LTRO* (*Longer-Term Refinancing Operations*): Operações de refinanciamento de prazo alargado. *FRFA* (*Fixed-Rate Full Allotment*): Procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total. *CBPP* (*Covered Bond Purchase Programme*): Programa de compra de *covered bonds*. *SMP* (*Securities Markets Programme*): Programa para os mercados de títulos de dívida. *OMT* (*Outright Monetary Transactions*): Transações Monetárias Definitivas. *TLTRO* (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*): Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas. *ABSPP* (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*): Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados. *APP* (*Expanded Asset Purchase Programme*): Programa alargado de compra de ativos. *PSPP* (*Public Sector Purchase Programme*): Programa de compra de títulos de dívida do setor público.

- Em junho de 2014, o BCE anunciou uma série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO*), com vencimento em setembro de 2018, para incentivar diretamente a concessão de crédito bancário ao setor privado. A característica distintiva das *TLTRO* é o facto de o montante atribuível a cada banco depender da sua concessão de empréstimos. Cada banco teve direito a uma dotação inicial correspondente a 7 por cento do seu saldo de empréstimos ao setor privado não financeiro (excluindo empréstimos a particulares para aquisição de habitação) a 30 de abril de 2014, a ser utilizada nas duas primeiras operações. Nas seis operações seguintes, os bancos têm acesso a montantes adicionais até três vezes a diferença entre o crédito líquido concedido e um valor de referência específico a cada banco. Este valor de referência foi estabelecido de forma a permitir o acesso às *TLTRO* dos bancos que tivessem registado uma variação negativa do crédito líquido. O montante dos empréstimos contraídos nas duas primeiras *TLTRO* foi de 212,4 mil milhões de euros (cerca de 55 por cento da dotação inicial total) e de 97,8 mil milhões de euros na terceira.

## 2.2. Compra de ativos

O BCE realizou compras definitivas de ativos em vários mercados – *covered bonds*, obrigações soberanas e instrumentos de dívida titularizados (*Asset-Backed Securities – ABS*) –, mas a finalidade e a dimensão das intervenções variaram significativamente ao longo do tempo (ver o Quadro 2 para detalhes).

- O primeiro programa de compra de *covered bonds* (*Covered Bond Purchase Programme – CBPP*), anunciado em maio de 2009, pretendia revitalizar este segmento de mercado – uma fonte importante de financiamento dos bancos na área do euro –, que foi particularmente afetado pela crise financeira<sup>6</sup>. Em outubro de 2011, o mercado de *covered bonds* voltou a estar sob pressão, levando o BCE a anunciar um segundo programa de compras (*CBPP2*), que partilhava com o anterior o objetivo último de encorajar o crédito bancário. O montante de compras realizado no *CBPP1* foi consonante com o inicialmente anunciado (60 mil milhões de euros)<sup>7</sup>; no *CBPP2*, ficou bastante abaixo do previsto, devido à reduzida emissão no mercado primário e à melhoria da procura por parte dos investidores, após as *LTRO* a 3 anos.
- Em maio de 2010, o BCE decidiu intervir nos mercados de títulos de dívida pública e privada no âmbito do programa para os mercados de títulos de dívida (*Securities Markets Programme – SMP*), com vista a assegurar um funcionamento adequado de segmentos de mercado disfuncionais e a restabelecer o mecanismo de transmissão da política monetária. O BCE reconheceu o papel essencial dos mercados de dívida soberana nesta transmissão, dada a sua influência sobre os preços de outros ativos, sobre os custos de financiamento e os balanços dos bancos bem como a sua relevância como garantia nas operações de refinanciamento. O âmbito e a dimensão das intervenções não foram pré-anunciados. A primeira vaga de compras, entre maio de 2010 e março de 2011, terá sido limitada a títulos de dívida pública gregos, irlandeses e portugueses. Em resposta a riscos acrescidos de contágio a outros soberanos e mercados, as compras no âmbito do *SMP* foram reativadas entre agosto de 2011 e fevereiro de 2012, direcionadas principalmente para obrigações soberanas italianas e espanholas. A carteira de títulos do *SMP* ascendeu a cerca de 200 mil milhões de euros a 31 de dezembro de 2012 (cerca de 50 por cento de títulos italianos, 20 por cento de títulos espanhóis e o restante distribuído entre títulos gregos, portugueses e irlandeses), com uma maturidade média residual de cerca de quatro anos.

Quadro 2 • Principais características dos programas de compra de ativos do BCE

	CBPP1	SMP	CBPP2	OMT	CBPP3	ABSPP	APP	PSPP
Período de implementação	Jul. 09 a jun. 10	Início em mai. 10; temporário mas sem data de fim especificada; descontinuado em set. 12	Nov. 11 a out. 12	Não iniciado até à data	De out. 14 até pelo menos final de set. 16	De nov. 14 até pelo menos final de set. 16	De mar. 15 até pelo menos final de set. 16	
Cobertura	Covered bonds denominadas em euros e emitidas na área do euro	Títulos de dívida pública e privada da área do euro	Covered bonds denominadas em euros e emitidas na área do euro	Obrigações soberanas emitidas por países da área do euro	Covered bonds denominadas em euros e emitidas na área do euro	Tranches sénior e mezzanine com garantia de ABS denominados em euros e emitidos na área do euro	Obrigações denominadas em euros e emitidas por administrações públicas centrais e agências da área do euro (88 % das compras PSPP) e por instituições internacionais e bancos multilaterais de desenvolvimento localizados na área do euro (12 % das compras PSPP)	
Crítérios de elegibilidade / Condicionalidade	Por norma, notação mínima de AA ou equivalente atribuída por uma das principais agências de notação de crédito e, em qualquer caso, nunca inferior a BBB-; por norma, volume mínimo de emissão de 500 x 10 <sup>6</sup> €, em qualquer caso, nunca inferior a 100 x 10 <sup>6</sup> €	Âmbito das intervenções decidido pelo Conselho do BCE	Notação mínima de BBB- ou equivalente atribuída por uma das principais agências de notação de crédito; volume mínimo de emissão de 300 x 10 <sup>6</sup> €; maturidade residual máxima de 10,5 anos	Maturidade residual de 1 a 3 anos / Condicionalidade rigorosa e efetiva associada a um programa adequado do EFSF / ESM; não há aquisições durante períodos de assistência financeira	Notação mínima de BBB- ou equivalente atribuída por duas das agências de notação de crédito aceites; limite de 70 % de emissão por ISM relativamente a posições em todas as carteiras; regras específicas para Grécia e Chipre	Notação mínima de BBB- ou equivalente atribuída por duas das agências de notação de crédito aceites; taxa de juro negativa acima da taxa da facilidade de depósito; não há aquisições em períodos de novas emissões e de avaliação de programas de assistência financeira; limite de 25 % de emissão por ISM relativamente a posições em todas as carteiras; limite agregado de 33 % por emiteente; regras específicas para títulos que não atinjam a notação requerida para Grécia e Chipre	Notação mínima de BBB- ou equivalente atribuída por uma das agências de notação de crédito aceites; maturidade residual de 2 a 30 anos; taxa de juro negativa acima da taxa da facilidade de depósito; não há aquisições em períodos de novas emissões e de avaliação de programas de assistência financeira; limite de 25 % de emissão por ISM relativamente a posições em todas as carteiras; limite agregado de 33 % por emiteente; regras específicas para títulos que não atinjam a notação requerida para Grécia e Chipre	
Mercado	Primário e secundário	Primário: títulos de dívida privada; secundário: títulos de dívida pública e privada	Primário e secundário	Secundário	Primário e secundário	Primário e secundário	Secundário	
Montantes	Montante previsto 60 x 10 <sup>6</sup> €; totalmente realizado (27 % no mercado primário)	Não especificado	Montante previsto 40 x 10 <sup>6</sup> €; aquisições de 16,4 x 10 <sup>6</sup> € (37 % no mercado primário)	Não há limites ex-ante para os montantes	Montante pretendido de compras mensais 60 x 10 <sup>6</sup> € (títulos do setor público e privado)			
Esterilização	Não	Sim; suspensa em jun. 14	Não	Sim	Não	Não	Não	
Intenção de detenção / Elegibilidade para empréstimo	Detenção até vencimento / Disponível para empréstimo desde mar. 10	Detenção até vencimento	Detenção até vencimento / Disponível para empréstimo	-	Disponível para empréstimo	-	Disponível para empréstimo	
Tratamento de credores	-	-	-	Tratamento idêntico (pari passu) a credores privados e outros	-	-	Tratamento idêntico (pari passu) a credores privados	
Divulgação de informação	Mensal: desagregação por mercado primário e secundário	Semanal: posições agregadas; desagregação por país divulgada pela primeira vez em fev. 13	Mensal: desagregação por mercado primário e secundário	Semanal: posições agregadas; mensal: maturidade média e posições por país	Semanal: posições agregadas; mensal: desagregação por mercado primário e secundário	Semanal: posições agregadas	Semanal: posições agregadas; mensal: posições e média ponderada da maturidade residual, por residência do emiteente	

Fonte: BCE.

Notas: EFSF / ESM (European Financial Stability Facility / European Stability Mechanism); Fundo Europeu de Estabilidade Financeira / Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira; ISM (International Securities Identification Number); Número de identificação internacional de título.

- Em agosto de 2012, o BCE anunciou a disponibilidade para realizar transações monetárias definitivas (*Outright Monetary Transactions – OMT*) e, no mês seguinte, especificou as características técnicas do programa. O objetivo das *OMT* era salvaguardar a unidade da política monetária na área do euro. Estas transações foram concebidas como um mecanismo efetivo de defesa contra cenários indesejáveis e de expectativas autossustentadas, incluindo o de redenominação do euro. As compras de obrigações soberanas de curto prazo ao abrigo das *OMT* são potencialmente ilimitadas, mas estão sujeitas a condicionalidade. Em particular, requerem que o Estado-Membro esteja sob um programa do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira / Mecanismo Europeu de Estabilidade e cumpra plenamente as suas condições. Estas características das *OMT* visaram colmatar algumas lacunas do *SMP*, nomeadamente a falta de transparência e a ausência da condicionalidade necessária para garantir que os governos implementam reformas e mantêm a disciplina orçamental. Até à data, o programa não foi ativado.
- Em setembro de 2014, o BCE lançou dois programas de compra de ativos do setor privado: *covered bonds (CBPP3)* e *ABS* simples e transparentes cujos ativos subjacentes consistam em créditos sobre o setor privado não financeiro (*Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP*)<sup>8</sup>. Juntamente com as *TLTRO*, estes programas tinham por objetivo apoiar a concessão de crédito à economia e tornar a política monetária mais acomodatória. Em particular, estas medidas deveriam conduzir a uma expansão significativa do balanço do Eurosistema para os níveis observados no início de 2012<sup>9</sup> e, em última análise, contribuir para um retorno da inflação para valores próximos de 2 por cento. Em janeiro de 2015, o BCE considerou que o grau de acomodação monetária alcançado era insuficiente, atendendo aos riscos de um período

demasiado prolongado de baixa inflação, e decidiu expandir o âmbito e a dimensão das compras. O programa alargado de compra de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme – APP*) inclui o *CBPP3* e o *ABSPP* e um novo programa de compra de títulos de dívida do setor público (*Public Sector Purchase Programme – PSPP*). A expansão das compras a obrigações soberanas justifica-se quer pelo seu papel de referência na fixação dos preços de um vasto conjunto de ativos, quer pela sua disponibilidade em volume suficiente<sup>10</sup>. Apenas uma pequena fração destas compras está sujeita a partilha de riscos a fim de preservar os incentivos para a condução de políticas orçamentais prudentes. As compras mensais ao abrigo do *APP* deverão ascender a 60 mil milhões de euros até, pelo menos, setembro de 2016 e, em qualquer caso, até que o Conselho do BCE considere que se verificou um ajustamento sustentado da trajetória da inflação para 2 por cento. Em março de 2015, o primeiro mês de compras ao abrigo do *APP*, os montantes foram consonantes com o objetivo mensal, tendo sido adquiridos cerca de 47 mil milhões de euros de obrigações soberanas (com uma maturidade média residual de 8,6 anos).

### 3. Como funciona a política monetária não convencional?

Em tempos normais, a política monetária envolve a fixação da taxa de juro oficial e a gestão da situação de liquidez para orientar as taxas do mercado monetário<sup>11</sup>. As alterações na taxa de política são transmitidas às taxas de juro de mercado de diferentes prazos e aos preços dos ativos financeiros, como obrigações, ações e às taxas de câmbio, através de arbitragem financeira.

Como as expectativas de inflação se ajustam lentamente, a atuação do banco central afeta também as taxas de juro reais, que, por sua vez, influenciam as decisões de despesa e, em última análise, a inflação.

A política monetária também se transmite à economia através de alterações na riqueza e no crédito às famílias e empresas. Este último desempenha um papel fundamental no mecanismo de transmissão, sobretudo nas economias em que o setor bancário tem um peso importante, como é o caso da área do euro.

A visão tradicional do canal de crédito bancário defende que as alterações induzidas pela política monetária nos depósitos estimulam os empréstimos. Por exemplo, uma descida da taxa de juro de política reduz o custo de oportunidade de deter depósitos, o que se repercute num aumento dos fundos disponíveis sob a forma de depósitos e leva os bancos a concederem mais crédito<sup>12</sup>. No entanto, a desregulamentação e a inovação financeira terão contribuído para alterações na transmissão da política monetária através do canal de crédito bancário. Em particular, as condições gerais de financiamento dos bancos – que são influenciadas pela sua crescente dependência de financiamento de mercado, pela sua posição em termos de capital e pela perceção de solidez dos seus balanços – parecem ter-se tornado especialmente relevantes para a forma como estes reagem à política monetária. Embora estas mudanças tenham ocorrido nos anos que precederam a crise financeira global, só na sequência da crise é que foi reconhecida a sua importância. Os principais modelos teóricos do período pré-crise tendiam a ignorar o papel dos mercados financeiros como origem de fricções na transmissão da política monetária.

Em tempos conturbados, a transmissão da política monetária pode ser gravemente perturbada. No contexto da recente crise financeira, os bancos centrais foram obrigados a considerar formas não convencionais de atuação que envolveram, em geral, uma expansão significativa dos seus balanços. As contribuições teóricas do período pós-crise abandonaram as hipóteses demasiado fortes e irrealistas de mercados financeiros sem fricções e de perfeita substituíbilidade entre ativos, sob as quais a expansão do balanço do banco central é completamente neutra<sup>13</sup>. Segundo estes modelos, mesmo após atingido o limite inferior para a taxa de juro<sup>14</sup>,

a política monetária pode ainda ter impacto sobre as condições financeiras gerais através de diversos canais. Na prática, estes canais podem funcionar em paralelo e a sua relevância dependerá da conceção específica de cada medida e da estrutura financeira da economia.

O fornecimento excepcional de liquidez pelos bancos centrais aos intermediários financeiros na fase inicial da crise destinava-se a reparar o mecanismo de transmissão, nomeadamente o canal de crédito. No caso do BCE, a adoção do procedimento *FRFA* e as *LTRO* com maturidades mais longas do que as habituais e contra um conjunto mais amplo de garantias são exemplos deste tipo de medidas. Em resultado, as reservas excedentárias do sistema bancário atingiram níveis extremamente elevados relativamente ao observado no passado, por motivos de precaução. Este desenvolvimento não é consistente com a visão tradicional do canal de crédito bancário, o que sugere que outros fatores se tornaram relativamente mais importantes para explicar a oferta de crédito.

As medidas que envolveram compras de ativos em segmentos específicos de mercado, que se tinham tornado disfuncionais num contexto de elevada incerteza e de aversão ao risco, operam através do chamado canal de liquidez ou de funcionamento de mercado. A presença do banco central como comprador nestes mercados melhora o seu funcionamento por incentivar as transações. Ao constituir-se como uma fonte de procura de ativos com pouca liquidez, o banco central contribui também para elevar os seus preços e reduzir as suas taxas de rendibilidade<sup>15</sup>. Este canal de liquidez é potencialmente mais relevante em tempos de graves fricções financeiras. O *CBPP* e o *SMP* são exemplos de medidas adotadas pelo BCE que operam por intermédio deste canal de liquidez.

Por seu turno, as compras definitivas de ativos em larga escala visavam influenciar as taxas de juro de longo prazo e tornar as condições financeiras menos restritivas através do canal

de reequilíbrio de carteiras. O funcionamento deste canal depende da substituíbilidade imperfeita entre ativos resultante da presença de fricções de mercado, tais como informação assimétrica ou participação limitada. Em termos simples, quando adquire uma grande quantidade de ativos detidos pelo setor privado, o banco central reduz a oferta relativa e contribui para elevar os preços e reduzir a taxa de rendibilidade desses ativos<sup>16</sup>. Se o preço for suficientemente alto, os investidores optarão por vender os ativos ao banco central em troca de moeda. Desde que esta não seja um substituto perfeito dos ativos vendidos, os investidores tentarão reinvestir em outros ativos semelhantes, mas mais baratos. Este é o caso de investidores que têm uma forte preferência por ativos com maturidades ou características de risco específicas (por exemplo, fundos de pensões e companhias de seguros)<sup>17</sup>.

O reequilíbrio das carteiras deverá prosseguir até que os preços de todos os ativos se ajustem e que os investidores, em agregado, estejam dispostos a deter o montante total de moeda e ativos. Durante este processo, os efeitos de substituição tenderão a fazer subir os preços de outros ativos financeiros para além dos inicialmente adquiridos pelo banco central. As compras de ativos em larga escala podem igualmente induzir uma depreciação da taxa de câmbio se uma parcela significativa dos ativos adquiridos pelo banco central for detida por investidores estrangeiros ou se, no processo de reequilíbrio de carteiras, os investidores decidirem substituir ativos nacionais por ativos estrangeiros. O canal de reequilíbrio de carteira é um dos principais canais através do qual se espera que o *APP* anunciado recentemente pelo BCE produza efeitos.

As políticas monetárias não convencionais podem operar também pelo canal de sinalização. Se as medidas fornecerem informação sobre a orientação futura da política – através de *forward guidance*, de condução de operações de refinanciamento a prazo alargado com taxa de juro fixa ou de compras de ativos em larga escala<sup>18</sup> – o banco central pode contribuir para reduzir as taxas de juro de prazos

mais longos, mesmo em situações em que não são possíveis reduções adicionais da taxa de juro oficial. Para além disso, ao comunicar a sua disponibilidade para tornar a orientação da política tão acomodatória quanto necessário, o banco central enfatiza a sua determinação e confiança na prossecução dos seus objetivos. Tal contribui para reduzir os riscos globais na economia, melhorar a confiança dos agentes económicos e evitar uma desancoragem das expectativas de inflação<sup>19</sup>. Estes efeitos de sinalização poderão ser um elemento importante na transmissão do *APP*. Em ocasiões de elevada incerteza o canal de sinalização pode ser particularmente eficaz, contribuindo para reduzir a probabilidade de ocorrência de riscos extremos, tal como aconteceu com o anúncio das *OMT*.

#### 4. Evidência empírica sobre o impacto da política monetária não convencional do BCE

Para responder à questão sobre quão eficazes foram as medidas não convencionais adotadas pelo BCE, apresenta-se um resumo seletivo da literatura empírica organizado por tipo de medida (operações de crédito com garantia ou compras de ativos) e por impacto sobre variáveis financeiras, crédito bancário e condições económicas em geral. Os estudos analisados concentram-se, sobretudo, no impacto sobre a área do euro como um todo, mas, quando disponível, é apresentada também evidência para países individuais.

A avaliação da eficácia da política monetária não convencional não é um exercício simples.

Em primeiro lugar, é complicado estimar o impacto de cada medida num contexto em que os choques à economia se sucederam e em que os bancos centrais e os governos anunciaram várias iniciativas em simultâneo. Este problema de simultaneidade é particularmente importante quando se examinam os efeitos sobre as variáveis macroeconómicas, dada a menor frequência com que são observadas.

Em segundo lugar, a construção de um contrafactual apropriado – o que teria acontecido

às condições económicas na ausência da resposta de política – é uma tarefa especialmente difícil em alturas de elevada incerteza e de condições financeiras e económicas invulgarizadas. Tal explica que a literatura empírica tente, em geral, responder à questão mais simples sobre qual o efeito na atividade e na inflação das condições financeiras menos restritivas devidas às medidas de política não convencional, assumindo que os mecanismos habituais de transmissão monetária se mantêm<sup>20</sup>.

Em terceiro lugar, dadas as diferentes metodologias utilizadas (*e.g.* estudos de evento, análise de regressão, modelos vetoriais autorregressivos (*VAR*), modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (*DSGE*)), a comparabilidade dos resultados não está assegurada.

Todas estas reservas recomendam uma leitura cautelosa dos resultados empíricos.

#### 4.1. Operações de crédito com garantia

A evidência relativa ao impacto da liquidez substancial fornecida pelo BCE está resumida no Quadro 3, onde se distingue o impacto da adoção do procedimento *FRFA* e das *LTRO* com prazo até 1 ano dos efeitos das *LTRO* a 3 anos. No caso das *TLTRO*, não existe ainda evidência disponível.

Os resultados sugerem que as *LTRO* (até 1 ano) e o *FRFA* conseguiram aliviar as tensões nos mercados monetários da área do euro. Os estudos mostram que estas medidas tiveram efeitos significativos sobre as taxas de juro / diferenciais do mercado monetário<sup>21</sup> e que poderão ter contribuído para uma redução da volatilidade neste mercado. Como tal, as medidas do BCE terão ajudado a suportar a transmissão da política monetária às condições de financiamento dos bancos, mitigando a queda dos fluxos de crédito ao setor privado.

Os estudos confirmam que houve um impacto positivo sobre os empréstimos bancários, especialmente para as empresas não financeiras.

Para avaliar os efeitos macroeconómicos das *LTRO* (até 1 ano) e do *FRFA*, são seguidos dois tipos de abordagem: modelos *VAR*, que impõem pouca estrutura sobre os dados,

ou modelos mais estruturais, tais como os *DSGE*. Os resultados de ambas as metodologias apontam para efeitos positivos sobre a produção industrial ou sobre o produto interno bruto (PIB) real, sugerindo que a atividade na área do euro teria sido mais fraca em 2009/2010 sem a intervenção do BCE. Fahr *et al.* (2013), que tentam distinguir entre o efeito da provisão ilimitada de liquidez e o efeito do alargamento dos prazos a que a liquidez é fornecida, chegam à conclusão de que o impacto macroeconómico mais significativo resultou da adoção do *FRFA*. Em relação à inflação, os estudos apontam para um aumento mais limitado.

A evidência sobre as *LTRO* a 3 anos sugere que estas operações tiveram um efeito de redução dos diferenciais de taxa de juro no mercado monetário, sobretudo no momento em que foram anunciadas. As *LTRO* a 3 anos poderão ter influenciado também os mercados de títulos de dívida soberana via balanços dos bancos. Embora os estudos não encontrem impacto do anúncio das *LTRO* a 3 anos sobre as taxas de juro de obrigações soberanas a 10 anos, há evidência de que a sua implementação se traduziu numa redução dessas taxas, principalmente nos países sob *stress*. Este resultado é consistente com a utilização de parte dos fundos para a aquisição de títulos de dívida soberana.

Os estudos disponíveis sugerem, por outro lado, que as *LTRO* a 3 anos tiveram um efeito positivo sobre a oferta de empréstimos bancários na área do euro. Os resultados para países individuais (Espanha e França), utilizando dados micro sobre relações bancos-empresas, confirmam que os bancos mais ilíquidos ou que recorreram mais a estas *LTRO* usaram estes fundos para aumentar os empréstimos às empresas.

A evidência sobre os efeitos macroeconómicos das *LTRO* a 3 anos é escassa mas, de acordo com Darracq-Paries e De Santis (2015), o impacto sobre o PIB da área do euro foi positivo, atingindo um máximo de 0,8 por cento em meados de 2013, enquanto os efeitos sobre a inflação foram menores e mais desfasados.



#### 4.2. Compra de ativos

O Quadro 4 apresenta um resumo da evidência empírica relativa ao impacto dos programas de compras de ativos do BCE – *CBPP1* e 2, *SMP* e *OMT* – sobre variáveis financeiras.

Uma parte considerável destes estudos estima os efeitos dos programas a partir de estudos de evento. Esta metodologia centra-se na análise das variações dos preços dos ativos numa janela temporal estreita em torno das datas de notícias / anúncios de política, baseando-se na premissa de que o impacto sobre os preços dos ativos ocorre quando se formam as expectativas sobre as compras e não quando as compras são efetuadas. Há estudos que vão para além do impacto dos anúncios e avaliam igualmente os efeitos das compras propriamente ditas utilizando técnicas de regressão. É o caso de alguns estudos sobre o *SMP*, dado que a informação relativa ao funcionamento deste programa (*e.g.* momentos e montantes das compras, obrigações visadas) só pôde ser apreendida à medida que as intervenções ocorreram.

A evidência relativa ao impacto dos programas de compras de *covered bonds* do BCE é reduzida. Beirne *et al.* (2011) mostram que o *CBPP1* terá atingido os seus objetivos, uma vez que contribuiu para uma redução das taxas de juro, para estimular novas emissões e para melhorar a liquidez do mercado de *covered bonds*. Para além disso, há evidência que sugere um impacto, ainda que reduzido, dos programas de compra de *covered bonds* sobre as taxas de juro de obrigações soberanas.

No caso do *SMP*, todos os estudos apresentados mostram que o anúncio das decisões de iniciar e reativar o programa teve um impacto substancial no sentido da baixa sobre as taxas de juro de obrigações soberanas de longo prazo dos países sob *stress* (de 100 p.b. no mínimo). No caso de Portugal, a redução estimada da taxa de juro das obrigações soberanas a 10 anos varia entre 170 e 230 p.b.

O impacto das compras efetivas ao abrigo do *SMP* nos meses seguintes é mais difícil de quantificar, uma vez que as intervenções foram geralmente desencadeadas por uma evolução desfavorável das taxas de juro, criando um problema de endogeneidade. Os

estudos empíricos adotam diferentes estratégias para lidar com este problema (*e.g.* controlo por fatores comuns, uso de dados de alta frequência) e apontam para uma redução significativa das taxas de juro por cada euro de compras, ainda que na sua maior parte de curta duração. Existe também alguma evidência de redução da volatilidade nos mercados de obrigações soberanas onde ocorreram compras. Estes resultados sugerem que as medidas não convencionais direcionadas para segmentos de mercado disfuncionais podem ser particularmente eficazes.

A maior parte da literatura empírica não avalia os canais de transmissão das intervenções nos mercados de dívida soberana. As exceções são Krishnamurthy *et al.* (2014) e Eser e Schwaab (2015) que sugerem que o *SMP* funcionou essencialmente através do canal de liquidez ou de funcionamento de mercado. Adicionalmente, o *SMP* parece ter tido efeitos de propagação importantes para outros mercados. Em particular, contribuiu para uma redução dos diferenciais de taxa de juro das *covered bonds*, o que sugere que a interdependência entre o risco soberano e o risco dos bancos terá desempenhado um papel na transmissão das medidas não convencionais (Szczerbowski, 2014). O *SMP* também afetou positivamente os preços das ações, tanto os índices gerais como os dos bancos.

Os trabalhos que avaliam o efeito dos anúncios das *OMT*<sup>22</sup> apontam para reduções significativas das taxas de juro de obrigações soberanas a 10 anos em Itália e Espanha (entre 74 e 129 p.b.). No caso de Portugal, Szczerbowski (2014) e Krishnamurthy *et al.* (2014) encontram igualmente um impacto substancial dos anúncios das *OMT* (entre 54 e 118 p.b.). Existe evidência de reduções superiores nas taxas de juro de prazos mais curtos, o que seria de esperar dado que as *OMT* são dirigidas a títulos com maturidades residuais de 1 a 3 anos. O impacto sobre as taxas de juro de prazos mais longos provavelmente refletiu também a atenuação do risco de redenominação da moeda. De facto, Krishnamurthy *et al.* (2014) concluem que a redução deste risco poderá ter sido um fator importante na transmissão das *OMT* em Espanha e Portugal.

Quadro 4 • Impacto dos programas de compra de ativos do BCE na área do euro (ou em países da área do euro)

Medidas	Autores	Metodologia	Impacto nos mercados financeiros
<i>CBPP1</i>	Beirne <i>et al.</i> (2011)	Estudo de evento e regressão para tx; juro; análise de cointegração para as montantes em circulação	Tx, juro <i>covered bonds</i> : cerca de -12 p.b. (-17 p.b. em <b>DE</b> e <b>ES</b> ; -10 p.b. em <b>FR</b> e sem impacto na <b>IE</b> ), principalmente no anúncio Mercado primário de <i>covered bonds</i> : estimulou emissões e melhorou liquidez
<i>CBPP1 e 2</i>	Falagiarda e Reitz (2015) Kilponen <i>et al.</i> (2012) Szczepowicz (2014)	Estudo de evento Análise de regressão Estudo de evento	Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. tx, juro <i>euro swap</i> : sem impacto de anúncio nos países sob <i>stress</i> Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. tx, juro <i>euro swap</i> : sem impacto de anúncio nos países sob <i>stress</i> e <i>core</i> (DE, FR); só o <i>CBPP1</i> teve um impacto de anúncio negativo significativo em todos os países Diferencial tx, juro <i>covered bonds</i> vs. obrigações soberanas: 10a vs. tx, juro <i>euro swap</i> : redução de -10 p.b. em <b>IT</b> , cerca de -5 p.b. em <b>DE</b> , <b>FR</b> e <b>ES</b> , sem impacto em <b>PT</b> e <b>IE</b> Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. DE: impacto de anúncio -5 p.b. (cerca de -15 p.b. em <b>IT</b> , <b>ES</b> e <b>GR</b> e sem impacto em <b>PT</b> , <b>IE</b> e <b>FR</b> ) (Co)variâncias de tx, juro obrigações soberanas: 5a: redução de contágio entre países sob <i>stress</i> ; redução de <i>light-to-severity</i> de países sob <i>stress</i> para DE
<i>SMP</i>	Beetsma <i>et al.</i> (2014) De Pooter <i>et al.</i> (2014) Eser e Schwaab (2015) Falagiarda e Reitz (2015) Fratzcher <i>et al.</i> (2014)	Regressão em painel Regressão em painel Regressão em painel Estudo de evento Regressão em painel	Prémio de liquidez de obrigações soberanas: 5a: -23 p.b. por compras de 1 % da dívida acumulada nos países sob <i>stress</i> (IT, ES, PT, IE) (-5 p.b. no longo prazo) Tx, juro obrigações soberanas: 5a: impacto de anúncio substancial; impacto de compras de -1 p.b. em <b>IT</b> a -20 p.b. na <b>GR</b> por 10 <sup>9</sup> € de compras (menores efeitos no longo prazo) Volatilidade de tx, juro obrigações soberanas: menor nos dias de intervenção para a maioria dos países sob <i>stress</i> Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. DE: impacto de anúncio de -107 p.b. na <b>IE</b> a -447 p.b. na <b>GR</b> Tx, juro obrigações soberanas: 10a: impacto de anúncio -121 p.b. e impacto de compras -1,5 p.b. por 10 <sup>9</sup> € compradas nos países sob <i>stress</i> (IT, ES); sem impacto nos países <i>core</i> (DE, NL, AT, FI) Índices acionistas: impacto positivo para o total e para o índice de bancos nos dois grupos de países
	Ghysels <i>et al.</i> (2014)	Modelo de componentes multifrequência (dados diários e intradiários)	Tx, juro obrigações soberanas: 5a: impacto de compras de sem impacto em <b>IT</b> a -280 p.b. na <b>IE</b> por 10 <sup>9</sup> € de compras
	Kilponen <i>et al.</i> (2012) Krishnamurthy <i>et al.</i> (2014)	Análise de regressão Estudo de evento	Volatilidade de tx, juro obrigações soberanas: redução em geral nos países sob <i>stress</i> Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. tx, juro <i>euro swap</i> : impacto de anúncio significativamente negativo nos países sob <i>stress</i> e, em menor grau, nos países <i>core</i> (DE, FR)
	Mesters <i>et al.</i> (2014)	Modelo Nelson-Siegel (com extensões) da curva de rendimentos de obrigações soberanas	Tx, juro obrigações soberanas: 10a: impacto de anúncio de -123 p.b. em <b>IT</b> a -503 p.b. na <b>GR</b>
	Patipiteily <i>et al.</i> (2013) Szczepowicz (2014)	Regressão em painel Estudo de evento	Índices acionistas: impacto positivo, principalmente em ações do sector financeiro, nos países sob <i>stress</i> Tx, juro obrigações soberanas: impacto negativo em <b>IT</b> e <b>ES</b> ; mas temporário
	Casraghi <i>et al.</i> (2013) Doran <i>et al.</i> (2013)	Análise de regressão Análise de rentabilidades médias acumuladas para obrigações individuais (dados intradiários)	Tx, juro obrigações soberanas: 10a: efeito negativo de curto prazo nos países sob <i>stress</i> no verão de 2011 Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. DE: impacto de anúncio -41 p.b. (de -111 p.b. em <b>IT</b> a -485 p.b. na <b>GR</b> ) Diferencial tx, juro <i>covered bonds</i> vs. obrigações soberanas: DE: impacto de anúncio -19 p.b. (de -31 p.b. em <b>IT</b> a -163 p.b. em <b>PT</b> ; cerca de -10 p.b. nos países <i>core</i> (DE, FR))
	Trebesch e Zettelmeyer (2014)	Regressões de dados seccionais e em painel de obrigações individuais	<b>IT</b> Tx, juro obrigações soberanas: 10a: -5 p.b. por 10 <sup>9</sup> € de compras <b>IE</b> Tx, juro obrigações soberanas: impacto de anúncio substancial; estabilização da tx, juro desde a intervenção inicial até ao fim das transações nos dias de intervenção pelo BCE
<i>OMT</i>	Altavilla <i>et al.</i> (2014) Falagiarda e Reitz (2015) Fratzcher <i>et al.</i> (2014) Krishnamurthy <i>et al.</i> (2014) Szczepowicz (2014) Casraghi <i>et al.</i> (2013)	Estudo de evento Estudo de evento Regressão em painel Estudo de evento Estudo de evento Estudo de evento	<b>GR</b> Tx, juro obrigações soberanas: -175 a -194 p.b. na tx, juro de uma obrigação individual por 10 <sup>9</sup> € de compras; queda mais atenuada de tx, juro nas obrigações adiquiridas pelo BCE Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. DE: impacto de anúncio cerca de -100 p.b. em <b>IT</b> e <b>ES</b> (cerca de -200 p.b. para maturidades de 2 anos); sem impacto em <b>DE</b> e <b>FR</b> Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. DE: impacto de anúncio cerca de -85 p.b. em <b>IT</b> e <b>ES</b> ; sem impacto em <b>PT</b> , <b>IE</b> e <b>GR</b> Tx, juro obrigações soberanas: 10a: impacto de anúncio -74 p.b. nos países sob <i>stress</i> (IT, ES); +10 p.b. nos países <i>core</i> (DE, NL, AT, FI) Índices acionistas: impacto positivo, especialmente para ações de bancos, nos dois grupos de países Tx, juro obrigações soberanas: 10a: impacto de anúncio de sem impacto na <b>GR</b> a -129 p.b. em <b>ES</b> Índices acionistas: impacto positivo, principalmente em ações do sector financeiro, nos países sob <i>stress</i> Diferencial tx, juro obrigações soberanas: 10a vs. DE: impacto de anúncio -23 p.b. (de -25 p.b. na <b>IE</b> a -115 p.b. em <b>ES</b> ) <b>IT</b> Tx, juro obrigações soberanas: 10a: impacto de anúncio -95 p.b. (-180 p.b. para maturidades de 2 anos)

Fontes: Autores, ver segunda coluna. Os resultados apresentados envolveram seleção e cálculos para permitir a comparação entre estudos.

Os efeitos macroeconómicos das OMT só foram avaliados por Altavilla *et al.* (2014), que quantificam o efeito da redução de taxas de juro de obrigações soberanas na economia real usando um modelo VAR multi-país para os quatro maiores países da área do euro<sup>23</sup>. Estes autores concluem que os anúncios das OMT estiveram associados a um aumento significativo da atividade, do crédito e dos preços em Itália e Espanha.

Não existem ainda estudos publicados sobre o impacto do APP lançado pelo BCE em janeiro de 2015<sup>24</sup>. O trabalho preliminar de Abreu *et al.* (2015), que utiliza a metodologia de estudo de evento, encontra um impacto significativo do APP sobre diversas variáveis financeiras da área do euro. A resposta dos preços dos ativos é avaliada numa janela de dois dias em torno das datas de um conjunto de eventos relacionados com o APP, controlando pelo impacto de surpresas na divulgação de dados macroeconómicos durante essa janela tal como proposto em Altavilla *et al.* (2014). Tendo em conta que a compra de obrigações soberanas em larga escala na área do euro terá sido, em certa medida, antecipada pelos investidores, o conjunto de eventos relevante inclui a data de

anúncio oficial do APP (22 de janeiro de 2015), bem como diversas comunicações do BCE desde finais de agosto de 2014 que terão alterado as expectativas sobre um tal programa<sup>25</sup>.

Os resultados mostram que o impacto total estimado do APP excedeu largamente o do anúncio oficial, confirmando a existência de efeitos de antecipação significativos (Quadro 5). O APP implicou uma redução de 59 p.b. das taxas de juro de obrigações soberanas da área do euro a 10 anos – com reduções maiores em Portugal, Itália e Espanha do que em França e na Alemanha – e uma depreciação do euro face ao dólar e em termos nominais efetivos de cerca de 13 e 7 por cento, respetivamente. Estes efeitos explicam uma parte substancial das variações observadas nestas variáveis desde finais de agosto de 2014, quando as expectativas relativas a um programa deste tipo se começaram a formar. O impacto estimado do APP sobre as taxas de juro de obrigações soberanas da área do euro é consistente com o intervalo de estimativas de impacto dos dois primeiros programas de compra de ativos em larga escala nos Estados Unidos, tendo em conta as dimensões dos programas<sup>26</sup>.

**Quadro 5 • Impacto dos anúncios do APP sobre variáveis financeiras selecionadas**

	Conferência de imprensa da reunião de política monetária de 22-1-2015	Impacto total	Por memória: Variação acumulada (de 21-8-2014 a 6-3-2015)
Taxa de juro de obrigações soberanas na área do euro (p.b.)			
10 anos	-17**	-59**	-76
30 anos	-23**	-64**	-104
Taxa de juro de obrigações soberanas a 10 anos (p.b.)			
Alemanha	-15**	-27*	-60
França	-15**	-51**	-75
Itália	-19**	-101**	-126
Espanha	-17**	-97**	-110
Portugal	-32**	-128**	-146
Taxa de câmbio € / USD (variação %)	-3,0**	-12,5**	-18,2
Taxa de câmbio nominal efetiva do euro (variação %)	-2,4	-7,2**	-9,8
Índice Eurostoxx (variação %)	3,2**	4,1	17,4

Fonte: Abreu *et al.* (2015).

Notas: As variações diárias de cada variável foram regredidas em variáveis *dummy* de evento (usando uma janela temporal de dois dias), controlando pelo efeito de surpresas na divulgação de indicadores macroeconómicos. As surpresas foram calculadas como a diferença entre os dados divulgados e as respetivas expectativas de um painel de analistas compiladas pela *Bloomberg*. O impacto total corresponde à soma dos coeficientes estimados para as variáveis *dummy* de evento. O período amostral é de 2-1-2007 a 6-3-2015. \* e \*\* correspondem a significância ao nível de 5 e 1 por cento, respetivamente.

Em qualquer caso, o nível das taxas de juro de obrigações soberanas na área do euro induzido pelo *APP* pode não perdurar, devido quer a uma eventual reação inicial excessiva dos mercados financeiros quer a desenvolvimentos macroeconómicos e orçamentais subsequentes.

### Considerações finais

A política monetária não convencional do BCE utilizou diferentes instrumentos para atingir diferentes objetivos. Confrontado com duas crises sucessivas, o BCE recorreu ao fornecimento de liquidez excecional aos bancos e a compras limitadas de ativos em mercados disfuncionais, a fim de restabelecer o funcionamento dos mercados monetários e financeiros e a intermediação bancária. Mais recentemente, com o objetivo de proporcionar maior estímulo monetário à economia, após atingido o limite inferior para a taxa de juro de política, o BCE adotou *forward guidance* e decidiu realizar compras de ativos em larga escala.

A evidência sobre o impacto das medidas não convencionais implementadas pelo BCE sugere que estas foram fundamentais para reduzir tensões nos mercados financeiros e evitar riscos extremos. Iniciativas como o procedimento *FRFA* e as *LTRO* a prazos mais alargados do que os habituais contribuíram para melhorar o funcionamento do mercado monetário e evitar uma redução mais drástica do crédito e da atividade económica. As compras de ativos em segmentos de mercado disfuncionais

tiveram igualmente efeitos significativos. Em particular, o *SMP* contribuiu para uma redução das taxas de juro de obrigações soberanas de longo prazo nos países sob *stress*, embora em grande parte temporária, e teve repercussões positivas sobre outros mercados. Os estudos empíricos mostram que os anúncios das *OMT* e do *APP* também se traduziram em condições financeiras menos restritivas na área do euro, especialmente nos países sob *stress*.

No entanto, o grau de incerteza subjacente aos resultados quantitativos é considerável. Adicionalmente, os estudos sobre os impactos macroeconómicos de algumas medidas são escassos, impedindo uma avaliação definitiva da sua eficácia.

A incorporação de medidas não convencionais no conjunto de instrumentos dos bancos centrais requer um alargamento da base de evidência, incluindo sobre os canais de transmissão destas medidas para melhor compreender o seu funcionamento. É igualmente necessário documentar potenciais externalidades negativas, tais como distorções nos mercados financeiros e questões relacionadas com a gestão do balanço e com a credibilidade e a independência dos bancos centrais. Uma última questão relevante, ainda pouco abordada na literatura, diz respeito à estratégia de saída da política monetária não convencional, muito embora não seja de esperar que esta questão se coloque no curto / médio prazo no caso da área do euro.

## Referências

Abassi, P. e Linzert, T., 2012, "The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 14/2012.

Abreu, I., Barbosa, R., Duarte, R. e Manteu, C., 2015, "The impact of ECB's expanded asset purchase programme on financial markets: evidence from event-based regressions", mimeo, Banco de Portugal.

Altavilla, C., Giannone, D. e Lenza, M., 2014, "The financial and macroeconomic effects of *OMT* announcements", *ECB Working Paper*, 1707.

Andrade, P., Cahn, C., Fraise, H. e Mésonnier, J., 2015, "Can the provision of long-term liquidity help avoid a credit crunch? Evidence from the Eurosystem's *LTROS*", *Banque de France Document de Travail*, 540.

- Angelini, P., Nobili, A. e Picillo, C., 2011, "The interbank market after August 2007: what has changed, and why?", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 43, No. 5, pp. 923-958.
- Beetsma, R., de Jong, F., Giuliodori, M. e Widijanto, D., 2014, "The impact of news and the SMP on realized (co)variances in the eurozone sovereign debt market", *ECB Working Paper*, 1629.
- Bernanke, B. S., 2012, "Monetary policy since the onset of the crisis", discurso proferido no *Federal Reserve of Kansas City Economic Symposium*, Jackson Hole, 31 de agosto.
- Bernanke, B. S. e Gertler, M., 1995, "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *NBER Working Paper*, 5146.
- Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Manganelli, S., Monar, F., Sahel, B., Sušec, M., Tapping, J. e Vong, T., 2011, "The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets", *ECB Occasional Paper*, 122.
- Cahn, C., Matheron, J. e Sahuc, J., 2014, "Assessing the macroeconomic effects of LTROS", *Banque de France Document de Travail*, 528.
- Carpenter, S., Demiralp, S. e Eisenschmidt, J., 2013, "The effectiveness of the non-standard policy measures during the financial crisis: the experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank", *ECB Working Paper*, 1562.
- Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L. e Secchi, A., 2013, "The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis", *Banca d'Italia Occasional Paper*, 203.
- Clayes, G., Leandro, A. e Mandra, A., 2015, "European Central Bank quantitative easing: the detailed manual", *Bruegel Policy Contribution*, 2015/02.
- Cour-Thimann, P. e Winkler, B., 2013, "The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure", *ECB Working Paper*, 1528.
- Cova, P. e Ferrero, G., 2015, "The Eurosystem's asset purchase programmes for monetary policy purposes", *Banca d'Italia Occasional Paper*, 270.
- Darracq-Paries, M. e De Santis, R. A., 2015, "A non-standard monetary policy shock: the ECB's 3-year LTROS and the shift in credit supply", *Journal of International Money and Finance*, 54, pp. 1-34.
- De Pooter, M., Martin, R. F. e Pruitt, S., 2014, "The liquidity effects of official bond market intervention", mimeo, Federal Reserve Board.
- Doran, D., Dunne, P., Monks, A. e O'Reilly, G., 2013, "Was the Securities Markets Programme effective in stabilizing Irish yields?", *Central Bank of Ireland Research Technical Paper*, 7/RT/13.
- Eggertsson, G. B. e Woodford, M., 2003, "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 139-233.
- Eser, F. e Schwaab, B., 2015, "Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme", *Journal of Financial Economics*, a ser publicado.
- Everett, M. M., 2015, "International liquidity shocks and the European sovereign debt crisis: was euro area unconventional monetary policy successful?", *FIW Working Paper*, 143.
- Falagiarda, M. e Reitz, S., 2015, "Announcements of ECB unconventional programs: implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries", *Journal of International Money and Finance*, 53, pp. 276-295.
- Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M., Smets, F. e Tristani, O., 2013, "A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past", *Economic Policy*, abril, pp. 243-288.
- Farmer, R. E. A., 2012, "The effect of conventional and unconventional monetary policy rules on inflation expectations: theory and evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, No. 28 (4), pp. 622-639.
- Frank, N. e Hesse, H., 2009, "The effectiveness of central bank interventions during the first phase of the subprime crisis", *International Monetary Fund Working Paper*, 09/206.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M. e Straub, R., 2014, "ECB unconventional monetary policy actions: market impact, international spillovers and transmission channels", apresentado na 15<sup>th</sup>

- Jacques Polak Annual Research Conference*, International Monetary Fund, Washington D.C., 13-14 novembro.
- García-Posada, M. e Marchetti, M.**, 2015, "The bank lending channel of unconventional monetary policy: the impact of the VLTROS on credit supply in Spain", *Banco de España Documento de Trabajo*, 1512.
- Ghysels, E., Idier, J., Manganelli, S. e Vergote, O.**, 2014, "A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme", *ECB Working Paper*, 1642.
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. e Reichlin, L.**, 2012, "The ECB and the interbank market", *The Economic Journal*, 122, pp. F467-F486.
- Kilponen, J., Laakkonen, H. e Vilmunen, J.**, 2012, "Sovereign risk, European crisis resolution policies and bond yields", *Bank of Finland Discussion Paper*, 22.
- Kiyotaki, N. e Moore, J.**, 2012, "Liquidity, business cycles, and monetary policy", *NBER Working Paper*, 17934.
- Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen, A.**, 2012, "The aggregate demand for treasury debt", *Journal of Political Economy*, No. 120 (2), pp.233-267.
- Krishnamurthy, A., Nagel, S. e Vissing-Jorgensen, A.**, 2014, "ECB policies involving government bond purchases: impact and channels", mimeo.
- Lenza, M., Pill, H. e Reichlin, L.**, 2010, "Monetary policy in exceptional times", *Economic Policy*, abril, pp. 295-339.
- Mesters, G., Schwaab, B. e Koopman, S. J.**, 2014, "A dynamic yield curve model with stochastic volatility and non-Gaussian interactions: an empirical study of non-standard monetary policy in the euro area", *Tinbergen Institute Discussion Paper*, TI 2014-071/III.
- Pattipeilohy, C., Van den End, J. W., Tabbae, M., Frost, J. e de Haan, J.**, 2013, "Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: an assessment and new evidence", *De Nederlandsche Bank Working Paper*, 381.
- Szczerbowicz, U.**, 2014, "The ECB's unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments?", *RIETI Discussion Paper*, 14-E-008.
- Trebesch, C. e Zettelmeyer, J.**, 2014, "ECB interventions in distressed sovereign debt markets: the case of Greek bonds", *CESifo Working Paper*, 4731.
- Vayanos, D. e Vila, J.**, 2009, "A preferred-habitat model of the term structure of interest rates", *NBER Working Paper*, 15487.
- Wallace, N.**, 1981, "A Modigliani-Miller theorem for open-market operations", *American Economic Review*, No. 71, pp. 267-274.

## Lista de abreviaturas

Medidas não convencionais do Banco Central Europeu (BCE)

*ABSPP* Programa de compra de instrumentos de dívida titularizados

*APP* Programa alargado de compra de ativos

*CBPP* Programa de compra de *covered bonds*

*FRFA* Procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total

*LTRO* Operações de refinanciamento de prazo alargado

*OMT* Transações Monetárias Definitivas

*PSPP* Programa de compra de títulos de dívida do setor público

*SMP* Programa para os mercados de títulos de dívida

*TLTRO* Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas

Quadros: variáveis, países e unidades

*ABS* Instrumentos de dívida titularizados

CHF Franco Suíço

PIB Produto Interno Bruto

USD Dólar dos EUA

AT Áustria

DE Alemanha

ES Espanha

FI Finlândia

FR França

GR Grécia

IE Irlanda

IT Itália

NL Países Baixos

PT Portugal

a Anos

m Meses

p.b. Pontos base

p.p. Pontos percentuais

Tx. Taxa

### Notas

1. Em rigor, as medidas de política monetária decididas pelo Conselho do BCE são implementadas pelo Eurosistema, mas, por uma questão de simplicidade, serão referidas como medidas do BCE. Neste artigo, entende-se por medidas não convencionais as que implicaram alterações significativas do quadro operacional existente e / ou um uso ativo do balanço do Eurosistema.

2. Neste período, o BCE continuou a assegurar um fornecimento amplo de liquidez e, num contexto de uma aparente estabilização dos mercados e de riscos ascendentes para a inflação, decidiu aumentar as taxas de juro oficiais em abril e julho de 2011. Estes aumentos foram, contudo, revertidos até ao final desse ano.

3. Nesta data, o Conselho do BCE fixou a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 0,05 por cento e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito em -0,20 por cento.
4. A adoção da *forward guidance* não é abordada. Para uma análise, ver “*Forward guidance* – comunicação sobre a orientação futura da política monetária” no *Boletim Económico* de outono de 2013 do Banco de Portugal.
5. As operações mais importantes conduzidas pelo BCE são as operações principais de refinanciamento, que, antes desta alteração, eram executadas através de leilões para montantes pré-definidos de liquidez a taxa variável (sendo a taxa mínima de proposta fixada pelo BCE). Estas operações continuaram a ser realizadas semanalmente e para o prazo de uma semana.
6. As *covered bonds* são obrigações geralmente garantidas por hipotecas. Ao contrário dos *ABS*, em caso de não pagamento, os detentores de *covered bonds* podem recorrer ao emitente bem como ao conjunto de garantias subjacentes e os bancos têm de manter as garantias subjacentes no seu balanço.
7. A dimensão do programa correspondeu aproximadamente a 2,5 por cento dos montantes em circulação de *covered bonds* (Cour-Thimann e Winkler, 2013).
8. O mercado de *ABS* tem um papel importante na concessão de novos créditos à economia, em particular dada a relação entre os diferenciais de taxa de juro a que os *ABS* são negociados e as taxas aplicadas aos empréstimos subjacentes.
9. A redução do balanço desde 2013 esteve relacionada com os reembolsos antecipados substanciais das duas *LTRO* a 3 anos.
10. Em março de 2015, o montante em circulação de títulos de dívida soberana na área do euro com maturidades entre 2 e 30 anos era de cerca de 5 biliões de euros avaliado a preços de mercado (Claeys *et al.*, 2015).
11. Para uma análise mais detalhada, ver “Transmissão da política monetária na área do euro” no *Boletim Económico* de outono de 2012 do Banco de Portugal.
12. Um canal de crédito mais amplo considera também o impacto da política monetária sobre os balanços dos tomadores de empréstimos (ver Bernanke e Gertler, 1995).
13. Este resultado – também conhecido como a proposição da irrelevância – foi formalizado por Eggertsson e Woodford (2003) seguindo Wallace (1981). A intuição é que as compras de um determinado ativo pelo banco central não alteram as suas características de risco, mas apenas o deslocam do balanço do setor privado para o do setor público consolidado. Como os agentes económicos antecipam que quaisquer riscos assumidos pelo governo se vão traduzir em impostos futuros, as compras dos bancos centrais são completamente ineficazes.
14. Os bancos centrais apenas conseguem reduzir a taxa de juro de política para níveis ligeiramente inferiores aos da taxa de rentabilidade nominal da moeda, que é zero, na medida em que a detenção de moeda também envolve custos (*e.g.* de armazenagem e seguro).
15. Uma formalização teórica destes efeitos é proposta em Kiyotaki e Moore (2012).
16. Adicionalmente, se o banco central comprar obrigações de longo prazo, a parcela de risco de taxa de juro suportada pelos investidores privados diminui e, tudo o resto igual, as taxas de juro de longo prazo reduzem-se devido ao menor prémio de risco.
17. Vayanos e Vila (2009) apresentam um modelo formal da hipótese de *habitat* preferido. Krishnamurthy e Vissing-Jorgensen (2012) aplicam esta ideia à procura de ativos seguros e fornecem evidência de que a existência de clientelas significativas para estes ativos reduz a sua taxa de rentabilidade.
18. Se o banco central detém ativos de longo prazo, poderá incorrer em perdas se as taxas de juro aumentarem e os preços se reduzirem.
19. Farmer (2012) mostra que a política monetária não convencional da Reserva Federal foi eficaz na estabilização das expectativas de inflação, ao sinalizar a intenção do banco central de alcançar o seu objetivo de inflação.
20. O cenário contrafactual assume implicitamente que as tensões financeiras permaneceriam em torno dos níveis observados antes da resposta de política. No entanto, é possível que esta tenha impedido a materialização de cenários mais extremos de colapso dos mercados financeiros. Neste caso, os resultados tenderão a subestimar o impacto das medidas não convencionais.
21. Os estudos que utilizam um período amostral que termina antes ou imediatamente após a adoção do *FRFA* chegam geralmente a efeitos menores (por exemplo, Frank e Hesse, 2009 e Angelini *et al.*, 2011).
22. O conjunto de eventos relativo às *OMT* inclui, em geral, a declaração do presidente M. Draghi em Londres a 26 de julho de 2012 e os anúncios do Conselho do BCE em agosto e setembro de 2012.
23. Casiraghi *et al.* (2013) avaliam o impacto conjunto das *LTRO* a 3 anos, do *SMP* e das *OMT* em Itália (ver o Quadro 3).
24. O estudo de Cova e Ferrero (2015) quantifica o impacto macroeconómico potencial do *APP* na economia italiana, utilizando o modelo econométrico do Banco de Itália e assumindo hipóteses quanto ao impacto direto sobre as variáveis financeiras, nomeadamente a taxa de juro das obrigações soberanas italianas e a taxa de câmbio do euro.
25. O conjunto de eventos inclui todas as conferências de imprensa de política monetária de setembro de 2014 a março de 2015 (alguns detalhes operacionais do *APP* só foram divulgados na reunião de março), bem como uma seleção de discursos / entrevistas do presidente M. Draghi desde o final de agosto de 2014 em que se observou uma subida de tom da retórica – ou, pelo menos, uma manutenção – relativa ao uso de medidas não convencionais adicionais.
26. O impacto estimado do *APP* sobre a taxa de juro das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro corresponde a uma redução de 5 p.b. por 100 mil milhões de euros de compras (assumindo que o ritmo mensal de compra de 60 mil milhões de euros é mantido até setembro de 2016). De acordo com Bernanke (2012), a evidência sobre o impacto cumulativo dos dois primeiros programas de compra de ativos em larga escala sobre as taxas de juro de obrigações do Tesouro norte-americano a 10 anos varia entre -2 a -8 p.b. por 100 mil milhões de USD de compras. Note-se que a comparação não tem em conta diferenças no tipo de ativos adquiridos nem nas condições de mercado prevalecentes.





# SÉRIES

Séries anuais do património  
dos particulares: 1980-2014



## Séries anuais do património dos particulares: 1980-2014

As séries anuais do património dos particulares, para o período 1980-2014, correspondem à atualização e revisão das estimativas no *Boletim Económico* de junho do ano passado. Estas estimativas de património, que têm sido objeto de divulgação anual<sup>1</sup>, incluem a componente financeira (ativos e passivos) e a habitação (principal componente do património não financeiro). Os conceitos e metodologia são idênticos aos descritos em Cardoso, Farinha e Lameira (2008)<sup>2</sup>.

As séries financeiras (ativos e passivos) aqui apresentadas, tal como anteriormente, são consistentes com as contas nacionais financeiras publicadas pelo Banco de Portugal, sendo que atualmente as contas financeiras estão disponíveis para o período 1994-2014.

A metodologia de cálculo da riqueza em habitação baseia-se num método habitualmente utilizado para calcular estimativas de *stock* de capital – o método de inventário permanente. Este método consiste em acumular sucessivamente o investimento em capital fixo (neste caso em habitação), postulando hipóteses razoáveis para o seu período de vida útil e para o método de depreciação. A série do património em habitação foi ajustada, considerando como *benchmark* para o ano 2010 uma estimativa obtida do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF)<sup>3</sup>. Os dados do inquérito fornecem uma estimativa pontual para o ano de referência, sendo os restantes anos obtidos por forma a respeitar as taxas de variação da série atualizada com a metodologia referida, baseada em séries longas da FBCF em habitação.

Em setembro de 2014, foram divulgadas novas séries retrospectivas, tanto no âmbito das contas financeiras (refletidas nos ativos financeiros e nos passivos) como das contas nacionais não financeiras (refletidas nas séries longas de FBCF habitação) devido principalmente à adoção dos novos manuais metodológicos internacionais, o Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 2010) e o novo Manual da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional (BPM6). As principais alterações metodológicas estão descritas em Banco de Portugal (2014)<sup>4</sup> no que se refere às contas nacionais financeiras e em INE (2014)<sup>5</sup> no que se refere às contas não financeiras. As séries divulgadas têm início em 1994 no caso das contas financeiras e 1995 no caso das contas não financeiras.

As séries financeiras para o período anterior a 1994 foram retropoladas utilizando as taxas de variação implícitas nas séries de património anteriores e obtidas de acordo com a metodologia descrita detalhadamente em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005). De forma equivalente, as séries longas da FBCF habitação utilizadas no cálculo do *stock* de habitação respetivo foram retropoladas com recurso às taxas de variação implícitas nas séries estimadas anteriormente.

### Notas

1. As séries apenas são publicadas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.
2. Cardoso, F., Farinha, L. e Lameira, R. (2008), "Household wealth in Portugal: revised series", *Occasional Paper 1*, Banco de Portugal. Esta publicação corresponde à revisão das séries previamente publicadas em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005) "Household wealth in Portugal: 1980-2004" *Working Paper n.º 4*, Banco de Portugal, onde está descrita de forma mais detalhada a metodologia de cálculo.
3. Mais informação sobre este inquérito pode ser consultada aqui.
4. Nota de Informação Estatística n.º11 de 2014 do Banco de Portugal "Banco de Portugal divulga novas séries estatísticas".
5. Destaque do INE de 29 de agosto de 2014 "Nova Série de Contas Nacionais Portuguesas para o período de 1995-2011".

