

PERSPETIVAS SOBRE A REVISÃO DA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

PERSPETIVAS SOBRE A REVISÃO DA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

Editores

Ildeberta Abreu
João Valle e Azevedo

Julho 2021

As análises e opiniões aqui expressas são da
exclusiva responsabilidade dos autores
e não coincidem necessariamente com
as do Banco de Portugal
ou do Eurosistema

Índice

<i>Prefácio</i>	v
Mário Centeno, Governador	
1. Introdução	1
Ildeberta Abreu	
2. Razões para uma nova estratégia	3
Sandra Gomes, Nikolay Iskrev e Pedro Pires Ribeiro	
3. Questões jurídicas no âmbito da revisão da estratégia de política monetária	8
Luís Barroso	
4. O objetivo primordial de estabilidade de preços	12
4.1 A definição de estabilidade de preços: um objetivo simétrico de inflação de 2% no médio prazo	12
José Cardoso da Costa e Sandra Gomes	
4.2 Preservar o mecanismo de transmissão da política monetária para alcançar a estabilidade de preços	16
José Cardoso da Costa e Sandra Gomes	
4.3 Renovar a abordagem assente em dois pilares na análise dos riscos para a estabilidade de preços	19
João Valle e Azevedo, Diana Bonfim e Carlos Martins	
5. Sem prejuízo da estabilidade de preços, contribuir para a realização dos objetivos da União	24
5.1 Uso flexível do médio prazo e da função de reação para apoiar o crescimento económico e o pleno emprego	24
João Valle e Azevedo e Nuno Monteiro	
5.2 Resposta às alterações climáticas	27
Bernardino Adão e Nuno Lourenço	
6. Instrumentos de política monetária e comunicação	31
6.1 Uso contingente dos instrumentos para garantir a orientação da política e a sua adequada transmissão	31
Rúben Branco e Carla Soares	
6.2 Comunicação acessível, direcionada e envolvente para aumentar a eficácia e a confiança	35
Alexandre Carvalho e Rita Duarte	
7. Desafios associados à interação entre a política monetária e a política orçamental	39
Maria Manuel Campos, José Cardoso da Costa e Sandra Gomes	
Referências	44

Prefácio

Mário Centeno, Governador

A revisão da estratégia de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) reveste-se da maior importância para o debate em curso sobre o aprofundamento da união económica e monetária. Pouco depois do seu lançamento, o euro e sua política monetária enfrentaram desafios notáveis, em grande parte imprevistos quando a estratégia atual foi concebida. Além de questões relativas a todos os bancos centrais – como as razões para a baixa inflação, a validade de certas relações económicas ou a incidência e desafios do limite inferior das taxas de juro nominais –, o BCE lidou com o enquadramento único e imperfeito da união monetária. Em particular, estão ainda pendentes novos passos na união bancária, união fiscal, união económica e união política, essenciais para alcançar uma união económica e monetária completa.

O euro é a nossa moeda comum e a identidade mais tangível da nossa participação na construção da União. A estratégia de política monetária é parte integrante do quadro da política económica europeia. Essa é mais uma razão para todos os europeus se interessarem e permanecerem próximos do Eurosistema.

O BCE cumpriu o seu mandato, desempenhando um papel crítico na estabilização da área do euro. Contribuiu, assim, de forma significativa para o emprego e para o crescimento económico, na prossecução do objetivo primordial de estabilidade de preços. Tudo isto tornou evidente que a espinha dorsal da política monetária, e da estabilidade de preços, é a provisão de liquidez num sentido muito amplo. O início da crise pandémica confirmou a adequação da resposta do BCE. A complementaridade com a política orçamental surgiu naturalmente e foi eficaz no combate ao impacto da crise pandémica.

No cumprimento do seu mandato, o BCE serve os cidadãos europeus e contribui para o seu bem-estar. A revisão da estratégia de política monetária deve esclarecer a melhor forma de o BCE cumprir o seu mandato no futuro. Isto inclui assegurar que os objetivos e ações são bem compreendidos, partilhados e definidos para benefício de todos os europeus.

O BCE está a contribuir, no âmbito das suas competências, para um objetivo mais amplo de aprofundar ainda mais uma união económica e monetária ainda incompleta. O debate deve prosseguir na União Europeia e resultar em ações decisivas. Faz certamente parte da missão do Banco de Portugal participar neste debate, não só no âmbito do Eurosistema, mas também junto de académicos, participantes de mercado, organizações da sociedade civil e cidadãos. O Banco de Portugal acolheu eventos de interação, dando a estes grupos a oportunidade de partilharem as suas opiniões.

Portugal aderiu ao euro desde o seu início, o que significa que partilhou a sua soberania monetária, para ser um orgulhoso membro da soberania monetária europeia. O Banco de Portugal insere-se agora num projeto mais amplo, podendo contribuir para a preservação do valor de uma das principais moedas mundiais. No debate sobre a estratégia de política monetária é fundamental uma compreensão clara dos argumentos, alicerçada na capacidade de ouvir, analisar e sintetizar. A elevada formação do nosso capital humano, bem como a relevância atribuída à investigação económica aliada a um ambiente que promove a diversidade de pontos de vista, incluindo os dos decisores de política, garantiram que o Banco de Portugal estava pronto para contribuir para este debate. Ao fazer propostas elaboradas em torno de uma consideração cuidadosa das restrições jurídicas, económicas e, muitas vezes, políticas, este trabalho é uma demonstração disso.

1. Introdução

Ildeberta Abreu

O BCE está atualmente a rever a sua estratégia de política monetária. Esta é uma oportunidade para o BCE redefinir o enquadramento mais adequado para cumprir o seu mandato e discutir o modo de servir melhor os interesses dos cidadãos europeus. A revisão da estratégia desencadeou um debate estimulante entre académicos, participantes dos mercados financeiros e outros observadores, bem como no Eurosistema (isto é, o BCE e os bancos centrais nacionais da área do euro). O público em geral e as organizações da sociedade civil partilharam também as suas opiniões nos eventos de interação organizados pelo Eurosistema. Para delinear uma estratégia adequada para os próximos anos é essencial analisar de forma abrangente as diferentes questões. Este trabalho pretende dar um contributo desafiante para este debate e avança algumas reflexões por parte de colaboradores do Banco de Portugal.

A estratégia de política monetária é o enquadramento que guia as decisões do banco central no cumprimento do seu mandato e a sua comunicação com o público. Para ser eficaz, a estratégia deve conduzir a decisões que sejam bem fundamentadas e consistentes. Além disso, deve evoluir ao longo do tempo de modo a refletir as alterações no conhecimento, na estrutura da economia, na configuração institucional e, em última análise, nas aspirações dos cidadãos.

O mandato do BCE está estabelecido no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE). O objetivo primordial é a manutenção da estabilidade de preços. Sem prejuízo deste objetivo, o BCE apoiará as políticas económicas gerais na União, tendo em vista contribuir para a realização dos seus objetivos. O BCE não tem poder para alterar o seu mandato, mas tem autonomia para especificar o significado de estabilidade de preços e tem ampla independência operacional para escolher a estratégia e os instrumentos para o seu cumprimento.

A estratégia de política monetária do BCE foi anunciada em 1998 e revista em 2003. A estratégia atual inclui uma definição do objetivo de estabilidade de preços e uma análise dos riscos para a estabilidade de preços assente em dois pilares. Em 1998, o Conselho do BCE definiu estabilidade de preços como um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2% e indicou que esta é para ser mantida no médio prazo. Afirmou também que a estratégia de política monetária se focaria estritamente no objetivo primordial. Em 2003, o Conselho do BCE clarificou que, na prossecução da estabilidade de preços, pretende manter as taxas de inflação num nível abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. A avaliação dos riscos para a estabilidade de preços baseia-se em duas perspetivas analíticas: (i) a análise económica, que identifica os riscos de curto a médio prazo e (ii) a análise monetária, que serve para verificar, numa perspetiva de médio a longo prazo, as indicações fornecidas pela análise económica. O BCE também adotou um conjunto de instrumentos para implementar as decisões de política monetária e uma política de comunicação atempada e transparente para ajudar à sua credibilização e responsabilização.

Desde 2003, a economia da área do euro registou alterações profundas. Essas alterações incluem um ambiente prolongado de baixa inflação, baixo crescimento potencial e baixa taxa de juro natural. Lidar com inflação baixa coloca desafios diferentes dos associados a lidar com inflação elevada, que era prevalecente no início da área do euro. O espaço de manobra para utilizar os instrumentos convencionais de política monetária tornou-se mais limitado. As crises que ocorreram nestas duas décadas desencadearam também alterações institucionais que vieram aprofundar a união económica e monetária (UEM) e aumentar a resiliência da área do euro. Outras dinâmicas estruturais, como a globalização, a digitalização, uma maior consciencialização sobre as alterações climáticas e mudanças na estrutura dos mercados financeiros contribuíram igualmente para alterar o ambiente em que a política monetária opera. O BCE utilizou a

flexibilidade incorporada na sua estratégia e ajustou vários elementos da sua política para responder a estas circunstâncias desafiantes, especialmente desde a crise financeira global.

À luz dos desafios colocados pelas alterações económicas e institucionais, em janeiro de 2020 o Conselho do BCE anunciou o lançamento de uma revisão aprofundada da sua estratégia de política monetária, no pleno respeito pelo mandato consagrado no Tratado. O BCE quer garantir que a sua estratégia é a mais adequada para cumprir o seu mandato, tanto hoje como no futuro. A revisão da estratégia deverá estar concluída no segundo semestre de 2021.

Os próximos capítulos discutem vários elementos da estratégia atual do BCE. Em particular, discutem se estes elementos poderiam ser aperfeiçoados, e de que modo, para melhor atingir o objetivo primordial de estabilidade de preços e contribuir para a realização dos outros objetivos da União Europeia (UE). Diversas questões substantivas são transversais aos vários capítulos. Algumas são comuns a outros bancos centrais, o que permite retirar lições da sua experiência. Outras estão relacionadas com as circunstâncias únicas da UEM e tornam os desafios enfrentados pelo BCE mais complexos do que os dos seus pares.

A primeira questão diz respeito às explicações para o nível persistentemente baixo da inflação e das expectativas de inflação na área do euro, uma vez que diferentes diagnósticos poderão ter diferentes implicações para a política monetária. Uma questão crucial é se esse nível baixo resulta de dinâmicas de curto prazo ou, cada vez mais, de fatores de longo prazo. Isto tem implicações para a definição de estabilidade de preços e para a análise dos riscos para a estabilidade de preços, mas também para a utilização de certos instrumentos de política, como a *forward guidance*.

Outra questão tem a ver com o modo de lidar com as limitações à política convencional, dada a restrição que decorre do limite inferior das taxas de juro. Para além de integrar os instrumentos não convencionais no conjunto de instrumentos do BCE, outras possibilidades têm sido sugeridas. Algumas das propostas mais defendidas – objetivo de inflação mais elevado, estratégias de *make-up* e *forward guidance* reforçada – são cuidadosamente analisadas para avaliar se seriam úteis ou, ao invés, teriam consequências indesejadas.

Considerar a melhor forma de lidar com os desafios à transmissão eficaz da política monetária do BCE é outro tópico crucial, na medida em que esta poderá ser uma condição necessária ao cumprimento do objetivo de estabilidade de preços. Ao contrário de outros bancos centrais, o BCE enfrenta o desafio único de ser o banco central comum a vários Estados soberanos. Dada esta especificidade, importa discutir se o papel dos bancos centrais na provisão de liquidez de última instância – tanto ao setor bancário como a segmentos específicos dos mercados financeiros – deve ser reconhecido explicitamente na estratégia de política monetária do BCE. Este reconhecimento tem diversas implicações, nomeadamente para as funções atribuídas aos diferentes instrumentos, para a comunicação com o público e para a interação das políticas monetária e orçamental.

Uma última questão diz respeito à pertinência de apoiar as políticas económicas gerais na UE, sem prejuízo da estabilidade de preços. A estabilidade de preços é o objetivo pelo qual os bancos centrais são, em última análise, os únicos responsáveis e isso justifica a sua primazia. No entanto, as disposições do Tratado parecem ser compatíveis com um enfoque menos estrito da estratégia de política monetária do BCE na estabilidade de preços do que acontece atualmente. É discutida a possibilidade de ser atribuído um papel mais explícito a outras considerações económicas, como o emprego e o crescimento económico, e as potenciais implicações para a comunicação, a credibilidade e as perceções do público sobre o BCE. O papel que o BCE poderia desempenhar em resposta aos desafios da sustentabilidade ambiental e das alterações climáticas é também discutido.

2. Razões para uma nova estratégia

Sandra Gomes, Nikolay Iskrev e Pedro Pires Ribeiro

Nas últimas décadas, as taxas de juro reais têm apresentado uma trajetória descendente na área do euro e noutras economias avançadas, refletindo em grande medida uma redução da taxa de juro natural. A taxa de juro natural (r^*) é a taxa de juro real de curto prazo que prevalece em condições macroeconómicas estáveis, na ausência de choques transitórios ou de rigidez nominal. A variável r^* não é observada, sendo a sua estimação empírica sensível à metodologia adotada. As estimativas disponíveis mostram que esta taxa tem diminuído na área do euro, situando-se atualmente em níveis próximos de 0%, ou até negativos, o que compara com valores em torno de 2% no início deste século (Gráfico 2.1 – Painel A). Esta trajetória descendente tem sido determinada por fatores estruturais, tais como os desenvolvimentos demográficos e um abrandamento da produtividade e do produto potencial (isto é, o que uma economia produziria caso os fatores trabalho e capital fossem utilizados nos seus níveis máximos sustentáveis), mas também por fatores financeiros que se tornaram particularmente relevantes desde as crises ocorridas após a última revisão da estratégia (Brand, Bielecki e Penalver, 2018).

Gráfico 2.1 • Taxas de juro na área do euro | Em percentagem



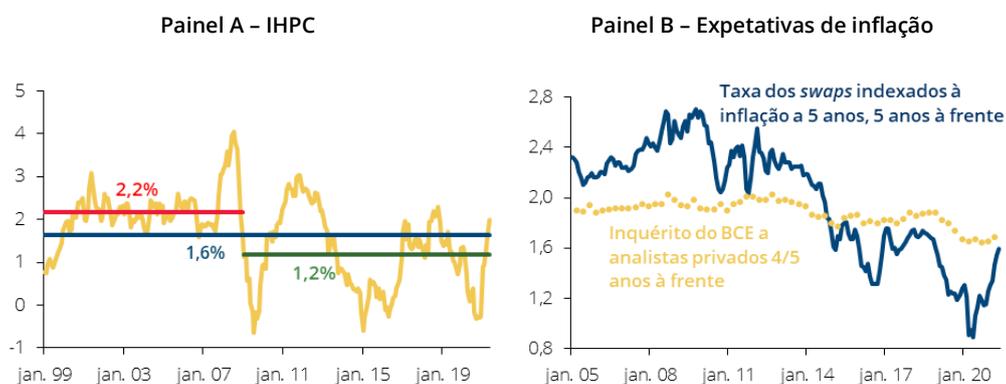
Fontes: BCE, Refinitive e Reserva Federal de Nova Iorque (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Painel A – as taxas de juro reais são aproximadas pela diferença entre as médias das taxas de juro nominais e das taxas de inflação anuais registadas em cada trimestre. A taxa de juro natural é estimada de acordo com Holston, Laubach e Williams (2017) e está disponível até 2020 T2. Painel B – dados de final de mês.

A taxa de juro natural é um elemento importante na análise que suporta as decisões dos bancos centrais. A política monetária não consegue, em geral, influenciar os fatores estruturais que afetam a taxa de juro natural, mas esta taxa pode ser usada pelos bancos centrais para avaliar a orientação da política monetária. Em particular, se a taxa real de política está abaixo (acima) de r^* , a política é expansionista (contracionista). No entanto, é difícil usar a taxa de juro natural como referência para calibrar a orientação da política monetária porque esta é uma variável não observada e o seu nível varia ao longo do tempo.

O facto de a taxa de juro natural permanecer em níveis historicamente baixos coloca desafios significativos à política monetária. Por um lado, os bancos centrais devem levar em consideração que o nível da taxa de política que não é contracionista nem expansionista é mais baixo do que no passado. Por outro lado, é mais provável que a taxa de juro de política atinja o seu limite inferior efetivo (na sigla inglesa, ELB – *effective lower bound*), isto é, o nível a partir do qual o banco central deixa de a poder reduzir porque os agentes económicos estariam dispostos a trocar depósitos por moeda física. Tal reduz o espaço de manobra disponível para a acomodação convencional e torna mais provável a utilização de medidas não convencionais.

Outra alteração importante registada na área do euro na última década é a persistência da inflação em níveis baixos, apesar das significativas medidas convencionais e não convencionais adotadas pelo BCE (Gráfico 2.1 – Paineis B e Gráfico 2.2 – Paineis A). Nos primeiros anos da área do euro, a taxa de inflação situou-se perto de 2% mas tem permanecido, em média, bastante abaixo desse nível após as crises. A recuperação económica na sequência da crise das dívidas soberanas de 2010-12 não foi acompanhada por um aumento da inflação, apesar das várias medidas de política monetária adotadas. O facto de os organismos que elaboram previsões terem projetado consistentemente taxas de inflação acima do que se veio a observar (o chamado “*missing inflation puzzle*”, Constâncio, 2015; FMI, 2016b) sugere que os modelos económicos tradicionais que relacionam inflação e atividade económica têm tido dificuldade em capturar os principais fatores que determinam a inflação. Tal pode dever-se à medição incorreta da subutilização dos recursos produtivos ou à não inclusão de outros fatores relevantes nestes modelos. Não obstante a inflação ter permanecido abaixo do esperado, a atuação do BCE contribuiu para fortalecer a atividade económica e o emprego e para preservar a estabilidade macroeconómica, promovendo, assim, o bem-estar (Secção 5.1).

Gráfico 2.2 • Inflação e expectativas de inflação na área do euro | Em percentagem



Fontes: BCE, Bloomberg e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Painel A – as linhas horizontais representam a média do período indicado. Painel B – o inquérito do BCE a analistas privados (ECB *Survey of Professional Forecasters*) é realizado trimestralmente. A compensação de inflação extraída de *swaps* indexados à inflação inclui quer expectativas de inflação genuínas, quer prémios de risco, pelo que não deve ser diretamente comparada com o inquérito do BCE.

A dinâmica da inflação terá sido influenciada por fatores estruturais, mas estes não explicam totalmente o nível persistentemente baixo da inflação na área do euro. Entre os fatores potencialmente relevantes incluem-se a globalização, a digitalização e o envelhecimento da população. O processo de maior integração económica a nível global tem conduzido a um aumento da concorrência e, provavelmente, tem exercido uma pressão descendente sobre os preços. No entanto, este fator não parece explicar o período recente de baixa inflação na área do euro, uma vez que este é um processo que se observa há várias décadas e que tem afetado vários países. Outras forças estruturais, tais como o rápido crescimento e a adoção generalizada de tecnologias digitais, poderão ter amplificado o impacto da globalização. A digitalização pode afetar a inflação ao melhorar a produtividade, reduzir os preços dos bens e serviços tecnológicos e facilitar a criação de estruturas de mercado novas e mais concorrenciais. O envelhecimento da população pode induzir uma redução da taxa de juro natural e, portanto, interage com a orientação da política monetária. Uma política monetária mais contracionista do que o pretendido exerceria uma pressão descendente sobre a inflação. Embora estes fatores estruturais estejam maioritariamente fora do controlo do banco central, a política monetária tem de considerar os seus efeitos. As alterações climáticas e os esforços para lidar com os seus efeitos também poderão

ter um impacto duradouro na forma de funcionamento da economia e, deste modo, devem igualmente ser tidos em consideração (Secção 5.2).

Uma taxa de inflação persistentemente abaixo do objetivo do BCE pode afetar as expectativas de inflação dos agentes económicos. A evolução recente das expectativas de inflação na área do euro a prazos mais longos tem suscitado dúvidas sobre a sua ancoragem em torno do objetivo do BCE. O painel B do Gráfico 2.2 mostra que as expectativas de inflação, medidas com base em inquéritos e em instrumentos financeiros, se têm reduzido para níveis historicamente baixos e fora do intervalo consistente com o objetivo de estabilidade de preços do BCE, em geral percecionado como 1,7-1,9% (BCE, 2003). A capacidade de influenciar as expectativas de inflação a prazos mais longos é amplamente reconhecida como um requisito crucial para que os bancos centrais atinjam os seus objetivos de inflação. As expectativas são determinantes importantes das decisões de consumo e de investimento dos agentes económicos e, deste modo, podem afetar a inflação. A experiência do Japão, onde a inflação permanece baixa há décadas, mostra a dificuldade em aumentar as expectativas de inflação quando os baixos níveis de inflação passam a estar incorporados no processo de decisão dos agentes económicos.

Uma questão em aberto é se o baixo nível da inflação e das expectativas de inflação reflete o facto de os agentes económicos questionarem a capacidade ou vontade do BCE em aumentar a inflação ou se os fatores monetários de longo prazo estarão a ter uma importância crescente. As expectativas de inflação podem ter diminuído porque os agentes veem o período prolongado de baixa inflação como evidência da incapacidade de o banco central fornecer a acomodação monetária necessária, dada a existência do ELB. De acordo com esta interpretação, a queda da inflação e das expectativas de inflação resulta da política monetária não ter sido suficientemente acomodatória. Os agentes podem também ter interpretado a atuação do BCE como evidenciando uma maior tolerância a inflação baixa do que a inflação alta, devido à ambiguidade na definição do objetivo de estabilidade de preços (Secção 4.1). Uma hipótese alternativa é que o período de inflação baixa possa ter resultado da política de baixas taxas de juro por um período prolongado (Uribe, 2021; Valle e Azevedo, Ritto e Teles, 2019). Em média, a taxa de juro real é igual à taxa de juro nominal deduzida da taxa de inflação (a chamada relação de Fisher). No longo prazo, a política monetária tem uma influência limitada sobre a taxa de juro natural e, portanto, a taxa de juro nominal e a inflação evoluem a par. Consequentemente, um ambiente de baixa inflação pode resultar da manutenção das taxas de juro em níveis baixos por um período prolongado e de expectativas de que assim permaneçam.

Explicações alternativas para o baixo nível da inflação e das expectativas de inflação podem ter implicações distintas para a condução da política monetária. Se o baixo nível da inflação se deve à subutilização dos recursos produtivos é necessária acomodação monetária adicional para aumentar a inflação e as expectativas de inflação. No entanto, se a baixa inflação se deve a fatores de longo prazo, nomeadamente a um período prolongado de baixas taxas de juro e à promessa de assim as manter, então um reforço da acomodação monetária não conseguirá aumentar a inflação para níveis consistentes com o objetivo de estabilidade de preços do BCE (Secção 4.3). É difícil concluir qual destas visões é a correta. É provável que ambas tenham um papel relevante na explicação da baixa inflação ao longo da última década.

As crises dos últimos anos mostraram a relevância do papel do banco central no sentido de garantir o normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. As crises também levaram a uma expansão dos instrumentos de política monetária. Em resposta às crises, o BCE introduziu várias medidas para restaurar o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão, que é uma condição necessária para atingir o objetivo de estabilidade de preços (Secção 4.2). Estas ações foram instrumentais para corrigir disfunções em alguns segmentos dos mercados financeiros, reduzir a fragmentação (isto é, perturbações em segmentos dos mercados de financiamento em alguns países da área do euro que não são explicadas por fundamentos

económicos) e remover riscos de rutura da área do euro. O BCE também introduziu diversas medidas não convencionais para fornecer acomodação, em particular quando as taxas de juro se aproximaram do ELB. Dada a maior complexidade da política monetária, o BCE, tal como outros bancos centrais, reforçou a sua comunicação, que se tornou ela própria um instrumento de política monetária. O uso deste conjunto alargado de instrumentos para responder a diferentes contingências suscita algumas questões que devem ser discutidas (Secção 6.1). Poderão também ser necessárias melhorias adicionais nas práticas de comunicação para responder às exigências de maior clareza e transparência (Secção 6.2).

A estrutura dos mercados financeiros, que influencia a condução e a transmissão da política monetária, também sofreu alterações nas últimas décadas. Mudanças importantes incluem o aumento da relevância de instituições não bancárias no financiamento do setor privado (FMI, 2016a) e a implementação de requisitos regulatórios mais exigentes, em particular desde a crise financeira global. A maior relevância destas instituições nos últimos anos, nomeadamente nos mercados de financiamento, tem um impacto indiscutível na forma como os impulsos de política monetária são transmitidos à economia real. Adicionalmente, o facto de as instituições não bancárias terem um papel mais importante em vários segmentos dos mercados financeiros mas não poderem aceder a reservas do banco central tem afetado o mecanismo de transmissão da política monetária (BCE, 2016). Os requisitos regulatórios que induziram uma maior procura por ativos líquidos de elevada qualidade creditícia exacerbaram estes efeitos sobre o mecanismo de transmissão. A estratégia de política monetária do BCE e o seu quadro operacional devem tomar em consideração estas alterações.

As crises promoveram também mudanças institucionais na área do euro e evidenciaram a necessidade de aprofundar a integração económica. Depois da crise financeira global e da crise das dívidas soberanas, tornou-se clara a necessidade de fortalecer o quadro de governação económica na UEM e de aprofundar a integração do sistema bancário. O Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) foi estabelecido para fornecer assistência financeira a países da área do euro que enfrentem problemas de financiamento severos. A união bancária foi criada, incluindo o Mecanismo Único de Supervisão (MUS), o Mecanismo Único de Resolução e o estabelecimento de um conjunto único de regras para o setor financeiro da UE. O BCE passou a exercer funções de supervisão no âmbito do MUS, o que levantou algumas questões sobre potenciais conflitos de interesse entre os dois braços do BCE (Cassola, Kok e Mongelli, 2019). Houve igualmente desenvolvimentos quanto à supervisão das políticas orçamentais e macroeconómicas ao nível da União. Estas alterações foram fundamentais para que o BCE pudesse adotar medidas tais como o anúncio das transações monetárias definitivas (na sigla inglesa, OMT – *Outright Monetary Transactions*), cuja ativação depende da condicionalidade associada a um programa adequado do MEE (Hartmann e Smets, 2018). No entanto, continua a ser desejável um maior aprofundamento da UEM, incluindo a necessidade de completar a união bancária, nomeadamente com a instituição de um sistema europeu de garantia de depósitos. Apesar das reformas na vertente orçamental, o aumento da dívida pública em vários Estados-Membros, a par do aumento significativo da detenção de obrigações de dívida pública pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais, reacendeu o debate sobre a interação entre as políticas orçamental e monetária e a possibilidade de surgimento de um regime de dominância orçamental (isto é, um regime em que as decisões do banco central estão limitadas por considerações sobre a sustentabilidade da dívida pública). A crise pandémica intensificou estas discussões, tal como salientado no Capítulo 7.

Em suma, a atual estratégia permitiu a flexibilidade necessária para responder aos principais desafios que se colocaram à área do euro. No entanto, existe margem para melhorias de modo a que o BCE possa cumprir os seus objetivos de forma mais adequada nos próximos anos. Desde 2003, o Conselho do BCE afirmou repetidamente a sua disponibilidade para intervir, introduziu um conjunto alargado de medidas não convencionais e tomou várias decisões para assegurar

uma transmissão da política monetária eficaz e salvaguardar a unicidade da política monetária na área do euro. No entanto, a inflação tem-se mantido persistentemente abaixo do objetivo do BCE nos últimos anos. Houve episódios em que as perturbações na transmissão da política monetária podem ter dificultado o cumprimento do objetivo de inflação. Adicionalmente, em alguns casos, a comunicação sobre o objetivo do BCE e a sua resposta de política não foi suficientemente clara. Esta revisão da estratégia é uma oportunidade para refletir sobre o modo como as mudanças ocorridas desde 2003 afetam a forma como o BCE pode cumprir melhor os seus objetivos no futuro.

3. Questões jurídicas no âmbito da revisão da estratégia de política monetária

Luís Barroso

Embora o TFUE estabeleça que o objetivo primordial do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é a manutenção da estabilidade de preços, o Tratado não define esse conceito. O Tratado, bem como os Estatutos do SEBC/BCE, caracteriza-se por um mandato claro, que visa garantir a estabilidade dos preços, tal como estabelecido nos artigos 127.º, n.º 1, e 282.º, n.º 2, do TFUE. Embora o Tratado se refira à estabilidade de preços como o objetivo primordial do SEBC, o conceito de estabilidade de preços não é definido ou especificado. A única exceção encontra-se no artigo 140.º, n.º 1, do TFUE, relativo aos critérios de convergência para os Estados-Membros não pertencentes à área do euro, em que o objetivo de estabilidade dos preços é associado a “uma taxa de inflação que esteja próxima da taxa, no máximo, dos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços”.

O SEBC beneficia de uma ampla margem de discricionariedade no que diz respeito à especificação do objetivo de manutenção da estabilidade de preços, embora esta concretização esteja sujeita ao controlo do Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE), que avalia se existiu algum erro manifesto de apreciação por parte do BCE. Uma vez que o TFUE não especifica de que forma o objetivo de estabilidade de preços deve ser concretizado em termos quantitativos, o SEBC deve defini-lo. O TJUE considerou que a especificação atual do objetivo, adotada pelo BCE em 2003, não está viciada por um erro manifesto de apreciação e não excede o quadro do Tratado.

As medidas que se destinam a preservar o mecanismo de transmissão da política monetária dizem respeito ao objetivo primordial do SEBC. Se a capacidade de o BCE influenciar a evolução dos preços através das suas decisões de política monetária estiver prejudicada numa parte da área do euro, esses problemas podem tornar as decisões do BCE ineficazes nessa parte da área do euro e, consequentemente, irão prejudicar a unicidade da política monetária. Além disso, uma vez que a existência de perturbações no mecanismo de transmissão compromete a eficácia das medidas adotadas pelo SEBC, tal afeta necessariamente a capacidade do SEBC garantir a estabilidade dos preços (conforme considerado pelo TJUE no Processo C-62/14, *Gauweiler*). Esta perspetiva aplica-se desde logo ao programa OMT, no contexto do qual o SEBC poderia adquirir, no mercado secundário, obrigações soberanas emitidas por Estados-Membros sujeitos a um programa de ajustamento macroeconómico ou a um programa cautelar. A legalidade deste programa foi confirmada pelo TJUE no citado Processo *Gauweiler*. Nesse acórdão, o TJUE concluiu que as medidas destinadas a preservar o mecanismo de transmissão dizem respeito ao objetivo primordial previsto no artigo 127.º, n.º 1, do TFUE. Embora o TJUE tenha abordado especificamente a ineficácia da política monetária “numa parte da área do euro”, essa conclusão pode à partida aplicar-se a outros tipos de perturbações no mecanismo de transmissão, incluindo as que afetam a área do euro no seu conjunto.

As medidas que visam preservar o mecanismo de transmissão procuram ultrapassar perturbações nesse mecanismo, devido, nomeadamente, à fragmentação entre países da área do euro ou a disfunções apreciáveis em segmentos importantes do sistema financeiro. A capacidade do SEBC influenciar a evolução dos preços através das suas decisões de política monetária depende da existência de certas circunstâncias que lhe permitam transmitir os impulsos necessários aos mercados financeiros. Para além das perturbações no mecanismo de transmissão causadas pela fragmentação das condições de financiamento, a existência de uma significativa instabilidade nos mercados financeiros pode igualmente gerar a ineficácia das decisões do BCE na área do euro, prejudicando, desse modo, a condução da política monetária.

A adoção de medidas pelo BCE que visem fazer face a esse tipo de perturbações também diz respeito ao objetivo primordial do SEBC.

Sem prejuízo do objetivo de estabilidade de preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na União tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da União. Tal formulação decorre diretamente do artigo 127.º, n.º 1, do TFUE, sendo que os objetivos da União, que deverão beneficiar do apoio do SEBC às políticas económicas gerais na União, estão definidos no artigo 3.º do Tratado da União Europeia (TUE).

A contribuição do SEBC para a realização dos objetivos da União deve ocorrer de forma indireta, por via do apoio às políticas económicas gerais na União. O SEBC não deve pretender contribuir diretamente para os objetivos da União referidos no artigo 3.º do TUE, embora deva contribuir para a sua realização, apoiando as políticas económicas gerais na União. Assim, a prossecução de objetivos secundários deve implicar a existência de políticas económicas gerais relevantes na União, cujo apoio, a ser promovido pelos meios adequados, deve ser devidamente justificado pelo BCE, de acordo com o seu mandato.

Embora o conceito de “políticas económicas gerais na União” não esteja definido no Tratado, deve considerar-se que se refere a políticas económicas que sejam suficientemente consistentes, coerentes e abrangentes. Nos termos do artigo 119.º, n.º 1, do TFUE, a ação dos Estados-Membros e da União implica a adoção de uma política económica baseada na estreita coordenação das políticas económicas dos Estados-Membros, no mercado interno e na definição de objetivos comuns. Além disso, os desenvolvimentos institucionais europeus após a crise das dívidas soberanas (em particular a criação do MEE) e a pandemia COVID-19 (que criou as condições para um acordo quanto a um instrumento de recuperação da UE) são indicadores relevantes do surgimento de políticas económicas gerais na União para além da mera coordenação das políticas nacionais. A coerência das políticas económicas na UE cria bases mais sólidas para a prossecução dos objetivos secundários do SEBC.

Os objetivos secundários podem justificar a participação do BCE em certas organizações. O TJUE considerou, no Processo C-370/12 (*Pringle*), que as funções atribuídas ao BCE pelo Tratado MEE estão em consonância com as diferentes missões que o TFUE e os Estatutos do SEBC/BCE conferem a essa instituição. Com efeito, de acordo com o TJUE, através das suas funções no âmbito do Tratado MEE o BCE dá apoio às políticas económicas gerais na União, em conformidade com o artigo 282.º, n.º 2, do TFUE.

Pode considerar-se que a expressão “políticas económicas gerais na União” designa políticas que são claramente relevantes do ponto de vista económico, ainda que estas não constituam políticas económicas em sentido estrito. Embora o artigo 127.º, n.º 1, do TFUE (ou qualquer outra disposição dos Tratados da UE) não defina o conceito de “políticas económicas gerais”, esse artigo explica que o apoio do SEBC a essas políticas deve ocorrer “tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da União enunciados no artigo 3.º [TUE]”. Por sua vez, a segunda frase do artigo 3.º, n.º 3, do TUE, refere-se ao “desenvolvimento sustentável da Europa, assente num crescimento económico equilibrado e na estabilidade dos preços, numa economia social de mercado altamente competitiva que tenha como meta o pleno emprego e o progresso social, e num elevado nível de proteção e de melhoramento da qualidade do ambiente”. A integração nesta disposição de preocupações relacionadas com a economia, o emprego, o progresso social e o ambiente, permite uma interpretação não restritiva do conceito “políticas económicas gerais”.

As considerações sobre o emprego e o crescimento económico equilibrado podem ter um papel mais explícito na estratégia de política monetária, se tal for devidamente justificado e sem prejuízo do objetivo primordial de estabilidade de preços. A estratégia atual já prevê, no que se refere à orientação de médio prazo, que a política monetária não deve tentar ajustar de forma precisa a evolução dos preços ou da inflação no curto prazo. A orientação de médio prazo permite que a

política monetária tenha em conta preocupações relacionadas com as flutuações do produto, desde que tal não coloque em risco a estabilidade de preços. O BCE pode continuar a realçar a importância de uma perspetiva flexível de médio prazo, a fim de acomodar considerações e objetivos relevantes. A estreita ligação entre as questões relativas ao emprego e o objetivo primordial do SEBC pode ser um fator importante neste contexto. A prioridade atribuída ao objetivo de criação de emprego ao nível da UE é também um dado a ter em conta, considerando designadamente a agenda estratégica da UE (2019-2024), conforme aprovada pelo Conselho Europeu. Assim, desde que seja assegurada a centralidade do objetivo primordial de estabilidade de preços, o Tratado permite que considerações relativas ao pleno emprego e ao crescimento económico equilibrado possam assumir um papel mais claro na estratégia de política monetária, embora permanecendo sempre dentro dos limites do mandato e garantindo o cumprimento do princípio da proporcionalidade.

O apoio às políticas económicas gerais na União pode também implicar um apoio do SEBC a políticas que visem a promoção de um elevado nível de proteção e melhoria da qualidade do ambiente. Existe uma ligação cada vez mais estreita e relevante entre as políticas económica e ambiental, tendo em vista o objetivo de promoção de uma economia neutra para o clima, esbatendo-se assim a distinção entre os dois tipos de políticas. Adicionalmente, a segunda frase do artigo 3.º, n.º 3, do TUE, refere-se ao “desenvolvimento sustentável da Europa” e refere explicitamente preocupações relacionadas com a proteção e melhoria da qualidade do ambiente. Tal reforça a ideia de que o conceito de “políticas económicas gerais” deve ser interpretado de forma flexível de modo a incluir as políticas de proteção do meio ambiente. Além disso, o artigo 11.º do TFUE contém uma obrigação clara para a UE, que deve, em princípio, aplicar-se também ao BCE, afirmando-se nessa norma que “[a]s exigências em matéria de proteção do ambiente devem ser integradas na definição e execução das políticas e ações da União, em especial com o objetivo de promover um desenvolvimento sustentável”.

O SEBC contribuirá para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro. Esta obrigação decorre do artigo 127.º, n.º 5, do TFUE e do artigo 3.º, n.º 3, dos Estatutos do SEBC/BCE. A estabilidade do sistema financeiro não é um objetivo do SEBC, pelo que este não tem o dever de contribuir diretamente para o mesmo. A contribuição do SEBC deve ocorrer de forma indireta, através do apoio concedido às políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes. As medidas adotadas pelo SEBC ao abrigo do artigo 127.º, n.º 5, do TFUE – por exemplo, as que evitam a acumulação de riscos no sistema financeiro – devem, portanto, ser distinguidas das medidas que se destinam a fazer face a perturbações no mecanismo de transmissão associadas à instabilidade financeira em sentido lato, que se enquadram mais claramente no âmbito do artigo 127.º, n.º 1, do TFUE.

O artigo 127.º, n.º 5, do TFUE cria um dever específico do SEBC com vista a contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere, em particular, à estabilidade do sistema financeiro. Os objetivos primordial e secundários do SEBC estão definidos no artigo 127.º, n.º 1, do TFUE. As atribuições fundamentais do SEBC são as definidas no artigo 127.º, n.º 2, e no artigo 3.º, n.º 1, dos Estatutos do SEBC/BCE. O artigo 127.º, n.º 5, do TFUE, juntamente com o artigo 3.º dos Estatutos, o qual define de forma geral as atribuições do SEBC, prevê, no seu número 3, o dever do SEBC contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro.

O Tratado não indica quaisquer instrumentos específicos para o exercício da função do SEBC no quadro do artigo 127.º, n.º 5, do TFUE, o que sugere que tal função pode ser exercida através das atribuições fundamentais do SEBC. O dever do SEBC contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à estabilidade do sistema

financeiro pode ser efetivamente exercido, no âmbito do Tratado, se estiver integrado nas atribuições fundamentais do SEBC, em particular na definição e implementação da política monetária da União (Mersch, 2018). Caso contrário, o papel do SEBC no que diz respeito à estabilidade do sistema financeiro limitar-se-ia à sua função consultiva, o que não se articularia bem com a distinção entre o n.º 4 do artigo 127.º, que se aplica à função consultiva do BCE, e o artigo 127.º, n.º 5, que impõe ao SEBC o dever de contribuir para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à estabilidade do sistema financeiro.

Embora tenham sido conferidas atribuições específicas ao BCE no âmbito da supervisão prudencial das instituições de crédito, não foi atribuída ao BCE uma responsabilidade direta pela estabilidade do sistema financeiro. O Regulamento do MUS confere ao BCE atribuições específicas em matéria de supervisão prudencial das instituições de crédito, com o objetivo de contribuir para a solidez das instituições de crédito e para a estabilidade do sistema financeiro na União e em cada Estado-Membro. Embora estas atribuições específicas do BCE devam contribuir para a estabilidade do sistema financeiro, nomeadamente através do exercício de certos poderes macroprudenciais, não foi atribuída ao BCE uma responsabilidade geral e direta pela estabilidade do sistema financeiro em virtude da criação do MUS.

As medidas adotadas pelo SEBC devem ser compatíveis com os princípios jurídicos gerais da UE. Tal como qualquer outra instituição da UE, o BCE está sujeito aos princípios jurídicos da UE, conforme estabelecido no Tratado ou na jurisprudência do TJUE, incluindo o princípio da proporcionalidade, o princípio da atribuição (ou seja, a União apenas pode exercer as competências que os Estados-Membros lhe conferiram) e o dever de fundamentar as suas decisões de forma adequada.

Impõe-se igualmente o cumprimento dos princípios jurídicos da UE que se aplicam especificamente ao SEBC. De acordo com a parte final do artigo 127.º, n.º 1, do TFUE, o SEBC atuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a afetação eficiente dos recursos. Além disso, o SEBC deve respeitar a proibição de financiamento monetário estabelecida no artigo 123.º do TFUE.

O princípio da proporcionalidade reveste-se de particular importância para o SEBC na adoção de medidas destinadas a preservar o mecanismo de transmissão ou na prossecução de objetivos secundários. O TJUE, nos Processos C-62/14 (*Gauweiler*) e C-493/17 (*Weiss*), esclareceu que decorre do artigo 119.º, n.º 2, do TFUE e do artigo 127.º, n.º 1, do TFUE, conjugado com o artigo 5.º, n.º 4, do TFUE, que um programa de compra de obrigações no âmbito da política monetária só pode ser validamente adotado e executado se as medidas em questão forem proporcionais aos objetivos dessa política. O controlo do poder discricionário do BCE implica avaliar se a análise do BCE quanto à situação económica da área do euro, no momento em que determinada medida ou programa é aprovado, está viciada por erro manifesto de apreciação. Por outro lado, as medidas do BCE devem ser adequadas (isto é, apropriadas para contribuir para os objetivos do SEBC) e necessárias (isto é, não ir manifestamente além do necessário para atingir os objetivos declarados). Por último, o SEBC deve ponderar os diversos interesses em presença, de forma a evitar que possam produzir-se, na execução do programa em causa, inconvenientes manifestamente desproporcionais aos objetivos prosseguidos.

4. O objetivo primordial de estabilidade de preços

A estratégia atual do BCE inclui dois elementos principais: a definição do objetivo de estabilidade de preços e uma abordagem analítica assente em dois pilares (isto é, o pilar económico e o pilar monetário). Tal como explicado no Capítulo 2, as várias alterações que ocorreram na área do euro tornam necessária uma discussão da estratégia atual, em particular no que diz respeito à definição e à avaliação do objetivo primordial de estabilidade de preços.

4.1 A definição de estabilidade de preços: um objetivo simétrico de inflação de 2% no médio prazo

José Cardoso da Costa e Sandra Gomes

O objetivo primordial do SEBC está definido no TFUE como a manutenção da estabilidade de preços na área do euro. No entanto, o Tratado não define explicitamente o que se entende por estabilidade de preços, deixando alguma flexibilidade ao BCE para definir o seu objetivo (Capítulo 3). Atualmente, o objetivo de estabilidade de preços está especificado como um aumento homólogo do IHPC na área do euro abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo. Isto inclui: (i) a escolha de um índice específico para medir os preços no consumidor na área do euro, (ii) uma definição quantitativa e (iii) uma orientação de médio prazo. Cada um destes elementos será discutido em seguida.

O IHPC continua a ser a melhor e mais usada medida de preços no consumidor na área do euro, mas existem dimensões em que poderia ser melhorado. O IHPC tem sido usado na definição de estabilidade de preços desde o início da área do euro, em grande medida porque é o único índice de preços suficientemente harmonizado entre os países da área do euro e está disponível de forma atempada. Desde a última revisão da estratégia em 2003, foram introduzidas diversas melhorias no cálculo do IHPC, em termos de harmonização entre países, amostragem, cobertura e rapidez de divulgação. Uma área de possível melhoria está relacionada com os custos associados à habitação própria, ou seja, os custos associados à aquisição, manutenção e utilização da habitação pelos proprietários. A sua inclusão no IHPC é desejável para melhorar a representatividade do cabaz de consumo, uma vez que atualmente os custos com a habitação são incluídos no IHPC apenas através de rendas e pequenas reparações, mas também para melhorar a comparabilidade entre países, dadas as diferenças na detenção de habitação própria entre países da área do euro. Esta foi uma preocupação referida pelo público em geral nas atividades de interação organizadas pelo Eurosistema (BCE, 2021a). A inclusão dos custos associados à habitação própria no IHPC apresenta vários desafios, como por exemplo o facto de o IHPC incluir principalmente despesas de consumo final das famílias que envolvem transações monetárias. Adicionalmente, a sua inclusão poderá implicar um custo em termos de frequência ou uma divulgação menos atempada, pelo que será necessário mais trabalho e análise antes de se considerar usar uma medida de preços no consumidor alternativa na definição de estabilidade de preços.

A atual definição de estabilidade de preços é ambígua no que se refere ao limite inferior para a inflação. A formulação do objetivo de estabilidade de preços inclui duas componentes: uma definição quantitativa de estabilidade de preços na forma de um intervalo (entre 0 e 2%) e a intenção de manter a taxa de inflação próxima do limite superior deste intervalo. Assim, o limite superior para a inflação está claramente definido, mas o limite inferior é mais vago. Esta ambiguidade tem sido criticada porque poderá ter levado à perceção de que o BCE é mais tolerante em relação a inflação baixa do que a inflação alta. Esta perceção poderá ter contribuído

para que o BCE fosse menos bem-sucedido a ancorar as expectativas de inflação nos anos mais recentes (Paloviita, Haavio, Jalasjoki e Kilponen, 2017; Hartmann e Smets, 2018). Apesar desta ambiguidade na atual definição do objetivo de estabilidade de preços, é difícil argumentar que o BCE tenha tido uma reação assimétrica a níveis de inflação abaixo do objetivo quando comparada com a reação a níveis acima do objetivo, especialmente quando se leva em consideração as medidas não convencionais tomadas durante e após a crise financeira global e não apenas as alterações das taxas de juro oficiais. Ao longo do tempo, os membros do Conselho do BCE têm tentado clarificar este aspeto, salientando frequentemente a natureza simétrica da função de reação do BCE (isto é, a regra que define a reação de política monetária aos desenvolvimentos económicos) (Draghi, 2016). Desde julho de 2019, a declaração introdutória da conferência de imprensa do BCE refere de forma explícita o compromisso do Conselho com a simetria.

Uma definição de estabilidade de preços clara e simétrica constituiria uma melhoria. Uma definição simétrica seria mais fácil de comunicar e por isso permitiria um melhor entendimento da simetria da função de reação do BCE (isto é, reage a desvios acima e abaixo do objetivo), o que poderia contribuir para ancorar melhor as expectativas de inflação. A evidência em relação aos benefícios de formular o objetivo em termos de um ponto, um intervalo, ou um intervalo com um ponto focal é escassa. Em termos gerais, a literatura parece dar preferência a um objetivo formulado em termos de um ponto. Esta formulação é simples e clara, logo mais fácil de comunicar ao público, e provavelmente mais eficaz a ancorar as expectativas de inflação (Beechey e Österholm, 2018; Mishkin, 2008). Análises com base em modelos também sugerem que objetivos formulados em termos de um ponto apresentam melhores propriedades no que respeita à estabilização macroeconómica do que objetivos baseados num intervalo. Optar por um intervalo (simétrico) em torno de um ponto não parece ser útil uma vez que a existência deste último é suficiente para ancorar as expectativas. Não obstante um intervalo introduzir um elemento de flexibilidade adicional, isso também poderá ser alcançado através da orientação de médio prazo da definição de estabilidade de preços do BCE.

O facto de a política monetária estar restringida mais frequentemente pelo ELB das taxas de juro nominais poderia sugerir um aumento do objetivo de inflação, mas tal poderia colocar em causa a credibilidade do BCE. Um objetivo de inflação de 2% parece ser um compromisso adequado. A redução da taxa de juro natural induz um menor espaço de manobra para acomodação monetária e uma ocorrência mais frequente do ELB. Têm sido feitas várias sugestões para lidar com este desafio. Uma das abordagens aconselha um aumento do objetivo de inflação para ampliar a margem de manobra. Uma regra de política com margem de manobra suficiente poderia evitar de forma mais eficaz o ELB e daria mais espaço à política de estabilização (Andrade, Galí, Le Bihan e Matheron, 2019; Ball, 2014; Williams, 2009). No entanto, esta abordagem tem custos porque a inflação funciona como um imposto distorcionário (Adão, 2019). Não existe evidência clara de que o balanço entre uma maior margem para ação e os custos da inflação mais alta aponte para uma inflação acima de 2%. Adicionalmente, aumentar o objetivo de inflação, especialmente num contexto de um período prolongado de inflação baixa, implicaria provavelmente custos de reputação significativos e poderia desestabilizar as expectativas de inflação (Deutsche Bundesbank, 2018). A escolha de um objetivo de inflação no limite superior da definição atual de estabilidade de preços, ou seja 2%, parece ser mais sensata.

Para superar as limitações da política de taxa de juro, dada a restrição do seu limite inferior, têm sido propostas estratégias em que desvios passados da inflação face ao objetivo do banco central devem ser compensados no futuro (estratégias de *make-up*). A literatura tem discutido várias formulações alternativas para um objetivo de estabilidade de preços que levem em consideração desvios da inflação face ao objetivo no passado, tais como *price level targeting* ou *average inflation targeting* (AIT). De acordo com estas estratégias, se a inflação esteve abaixo (acima) do objetivo no passado, o banco central compromete-se a levá-la acima (abaixo) do objetivo através de uma

política mais (menos) acomodatória no futuro. Numa classe de modelos em que os agentes percebem plenamente a política e acreditam nesta promessa, mesmo que o banco central esteja restringido pelo ELB, as taxas de juro reais são comprimidas e é possível fornecer a acomodação necessária, crucialmente porque os agentes antecipam, percebem e acreditam nas ações de política futuras. Isto ajudaria a levar a inflação para o objetivo e reduziria a probabilidade de estar restringido pelo ELB no futuro, fomentando a estabilização macroeconómica (Arias, Bodenstein, Chung, Drautzburg e Raffo, 2020).

Estas estratégias têm limitações, incluindo o facto de os argumentos teóricos a seu favor se basearem em hipóteses restritivas e de se poderem revelar intertemporalmente inconsistentes. Primeiro, os resultados teóricos sobre a eficácia destas estratégias – baseados em grande medida num tipo restrito de modelos neo-keynesianos – dependem crucialmente das hipóteses de que a estratégia é credível, os agentes são *forward looking* (isto é, utilizam a informação disponível sobre o futuro nas suas decisões) e as expectativas de inflação de longo prazo permanecem firmemente ancoradas. Isto equivale a assumir que a política monetária consegue afetar as taxas de juro reais por um período prolongado. Mesmo que estas estratégias sejam credíveis e que os agentes sejam de alguma forma *forward looking*, não é certo que este período possa ser muito longo. O facto de as expectativas de inflação de longo prazo terem vindo a apresentar uma trajetória descendente na área do euro é um motivo de preocupação. Esta redução das expectativas tem ocorrido apesar de anúncios acerca da trajetória futura das taxas de juro de política (*forward guidance*) que são considerados credíveis. Segundo, estas estratégias podem ser úteis no ELB se for necessária acomodação adicional, mas podem ser intertemporalmente inconsistentes, ou seja, pode acontecer que em algum momento no futuro o banco central renegue as suas promessas por já não serem ótimas. No caso de a inflação permanecer persistentemente acima do objetivo, o banco central estaria a comprometer-se a baixar a inflação para níveis inferiores ao objetivo durante algum tempo, e, portanto, estaria a comprometer-se a apertar a política monetária ainda que tal induzisse um abrandamento na atividade ou mesmo uma recessão. Para ultrapassar esta dificuldade, alguns autores propõem a introdução de estratégias assimétricas, ou seja, estratégias que apenas se tornam ativas se a política estiver restringida pelo ELB ou se a inflação estiver abaixo do objetivo (Arias et al., 2020). Na prática, estratégias assimétricas poderão gerar confusão, uma vez que o público pode inicialmente não perceber ou não acreditar neste compromisso dos decisores de política.

A introdução de estratégias de *make-up* poderia ser uma forma de reforçar anúncios de *forward guidance*, mas a evidência sugere que tal não é necessário. Os efeitos teóricos das estratégias de *make-up* são idênticos aos de um compromisso por parte do banco central em manter as taxas de juro baixas por um período prolongado usando *forward guidance*. Estas estratégias podem reforçar a credibilidade da *forward guidance*, mas tal não parece necessário, uma vez que os instrumentos financeiros e os inquéritos sugerem que os anúncios de *forward guidance* pelo BCE têm sido eficazes a ancorar as expectativas dos agentes em relação à evolução das taxas de juro. A *forward guidance* poderá não ter sido tão eficaz a ancorar as expectativas de inflação de longo prazo, mas as estratégias de *make-up* podem não resolver esta questão e até ter consequências indesejadas sobre a inflação.

As estratégias de *make-up* podem ser prejudiciais à ancoragem das expectativas de inflação. Estas estratégias no (ou perto do) ELB podem implicar uma promessa por parte do banco central de manter as taxas de juro em níveis baixos por um período prolongado, de forma a conseguir que a inflação se situe acima do objetivo. No caso de a política monetária se tornar incapaz de afetar as taxas de juro reais, ou seja, no caso de se tornar neutra durante esse período, este compromisso pode contribuir para que o regime de baixa inflação passe a estar incorporado nas expectativas dos agentes e, conseqüentemente, para uma desancoragem das expectativas de inflação. Se assim for, esta política poderá não conseguir aumentar a inflação e poderá contribuir,

ao invés, para o baixo nível de inflação (tendencial). Por outras palavras, esta política, que pretende reduzir o desvio negativo da inflação face à sua tendência (o objetivo do banco central), pode acabar por ter um efeito pernicioso sobre a própria tendência, caso não seja claramente anunciada como temporária (Secção 6.1).

A experiência dos Estados Unidos com uma política do tipo *average inflation targeting* será importante para perceber como esta funciona na prática. Em agosto de 2020, a Reserva Federal norte-americana anunciou alterações à sua estratégia. Uma das alterações importantes foi o anúncio de que pretende atingir uma inflação média de 2% ao longo do tempo como forma de ancorar as expectativas de inflação neste nível (crucialmente, a Reserva Federal considera que estas se mantiveram ancoradas). Isto significa que após períodos em que a inflação se mantém persistentemente abaixo de 2%, a política monetária deverá ativamente procurar que a inflação atinja níveis moderadamente acima de 2% durante algum tempo. Isto está em linha com uma estratégia de AIT. O horizonte para o cálculo da média não foi especificado e, portanto, não é claro durante quanto tempo o Comité responsável pela condução da política monetária (na sigla inglesa, FOMC – *Federal Open Market Committee*) tolerará inflação acima de 2% antes de ajustar a orientação da política. Isto introduz alguma flexibilidade na estratégia. O FOMC considera que esta abordagem irá reforçar a orientação de que uma inflação de 2% não é um teto e ajudar a ancorar as expectativas de longo prazo em 2%. A existência de diferenças entre as expectativas dos membros do FOMC em relação ao nível das taxas de juro até 2023 (tal como avaliadas em março de 2021) e as expectativas implícitas em instrumentos de mercado pode refletir, entre outros fatores, o facto de os agentes precisarem de um período de aprendizagem para entender inteiramente o novo enquadramento da política monetária.

A orientação de médio prazo do objetivo de estabilidade de preços permite a flexibilidade necessária à condução da política monetária. De acordo com a estratégia atual do BCE, a estabilidade de preços deve ser atingida no médio prazo, cujo horizonte foi intencionalmente mantido indefinido. Tal permite flexibilidade na condução da política monetária e contribui para a coerência da comunicação com o público. A flexibilidade é necessária por várias razões. Em primeiro lugar, as decisões de política monetária afetam os preços com algum desfasamento, que é, possivelmente, longo e variável. Em segundo lugar, os choques que afetam uma economia (isto é, as perturbações económicas) são diversos em termos da sua natureza, do seu impacto na atividade e na inflação, e da sua persistência, que são características difíceis de avaliar em tempo real. Se uma economia é atingida por um choque de procura, em que a atividade e os preços se movem na mesma direção, uma reação atempada da política monetária é, em geral, adequada, uma vez que corrige os desenvolvimentos nos preços e contribui para estabilizar a economia. No caso de choques de oferta (por exemplo, relacionados com os preços do petróleo), que levam a variações nos preços e na atividade em sentidos opostos, uma resposta mais paciente pode ser desejável e, portanto, a estabilidade de preços deverá ser atingida num horizonte mais prolongado. Estas razões têm sido explicadas detalhadamente pelo BCE (Noyer, 2001; Schnabel, 2020a).

A orientação de médio prazo pode também permitir ao BCE apoiar as políticas gerais na UE, muito embora tal não tenha sido considerado explicitamente na condução e comunicação da política monetária no passado. O TFUE especifica que, sem prejuízo do objetivo de estabilidade de preços, o BCE apoiará as políticas económicas gerais na União, tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da União (Capítulo 3). Para incluir estas considerações adicionais, pode ser necessário que o BCE tenha uma interpretação mais flexível do horizonte no qual se atinge a estabilidade de preços, tal como é discutido na Secção 5.1. Um uso mais explícito da flexibilidade associada à orientação de médio prazo permitiria, provavelmente, uma maior consistência entre as decisões e a sua comunicação.

4.2 Preservar o mecanismo de transmissão da política monetária para alcançar a estabilidade de preços

José Cardoso da Costa e Sandra Gomes

O sucesso do BCE no cumprimento do seu objetivo de estabilidade de preços depende do bom funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. Assim como uma bomba de água depende do bom funcionamento do sistema de canalização para assegurar que a água chega ao seu destino, qualquer banco central depende de um sistema financeiro funcional para conseguir transmitir os impulsos de política monetária à economia e assim afetar a evolução dos preços. Por exemplo, em tempos normais, alterações das taxas de política afetam as condições no mercado monetário, que se propagam a outros segmentos dos mercados financeiros, influenciando as taxas de juro a prazos mais longos, consequentemente, as decisões de consumo e investimento dos agentes económicos e, em última instância, os preços no consumidor. Se o mercado monetário e outros segmentos do sistema financeiro estiverem disfuncionais e os impulsos de política não se transmitirem adequadamente a alguns setores económicos ou jurisdições da área do euro, então a capacidade de alcançar o objetivo de estabilidade de preços pode ser posta em causa.

Na condução da política monetária, o BCE, como qualquer outro banco central, pode ter de tomar decisões especialmente dirigidas a assegurar um funcionamento adequado do mecanismo de transmissão, de forma a cumprir o objetivo de estabilidade de preços. Em certas ocasiões, o BCE pode ter de adotar medidas que não são, no imediato, motivadas pelo cumprimento do objetivo de estabilidade de preços, mas que são necessárias para contribuir para um funcionamento adequado do sistema financeiro (Praet, 2016). Em determinadas circunstâncias, o banco central tem de assumir a função de provisão de liquidez de última instância, que inclui fornecer liquidez ao sistema bancário e garantir o funcionamento de vários segmentos dos mercados financeiros e, assim, a unicidade da política monetária na área do euro.

A política monetária tem como função fundamental a provisão de liquidez a um custo eficiente. Uma das principais funções de qualquer banco central é estar disponível para fornecer liquidez às suas contrapartes (bancos) sempre que necessário. Esta ideia tem sido defendida desde o lema de Walter Bagehot (1873) de que um banco central deve emprestar livremente a instituições solventes mas ilíquidas contra colateral de boa qualidade e a uma taxa de juro elevada, conforme resumido por Tucker (2014). Este princípio sugere a necessidade de assegurar um amplo acesso a crédito do banco central por parte de instituições solventes que enfrentem dificuldades de liquidez, com salvaguardas em relação a risco moral. Em tempos normais, este crédito de emergência seria habitualmente fornecido a um custo penalizador, de forma a incentivar as instituições a procurar em primeiro lugar soluções de mercado para as suas necessidades de liquidez e assim evitar o risco moral. Em períodos em que os mercados estão disfuncionais, o banco central pode ter de fornecer liquidez temporariamente a um custo baixo, de forma a resolver eventuais falhas de coordenação.

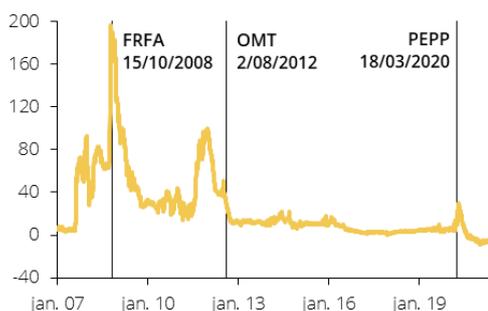
Para garantir as condições necessárias ao cumprimento do seu mandato, o banco central pode ter que ir além do seu papel de prestamista de última instância do sistema bancário e garantir que a liquidez chega a segmentos de mercado específicos. Dado que o sistema bancário tem um papel essencial na intermediação de fundos entre agentes económicos, a função tradicional de prestamista de última instância considera apenas o fornecimento de liquidez aos bancos, crucial para garantir a confiança no sistema. À medida que o papel de outros intermediários financeiros (instituições não bancárias) aumentou, tornou-se claro que os bancos centrais tinham de estar preparados para fornecer liquidez de forma mais alargada, mesmo que indiretamente, de modo a salvaguardar o funcionamento eficiente de vários segmentos dos mercados financeiros e o

mecanismo de transmissão da política monetária. Adicionalmente, alguns dos títulos transacionados nestes mercados desempenham o papel fundamental de servir de colateral nas transações entre intermediários financeiros, incluindo instituições bancárias e não bancárias, e entre bancos e o banco central. Se, em determinadas ocasiões, o banco central pode intervir comprando estes ativos, noutras pode ter de aumentar a sua oferta no mercado (por exemplo, disponibilizando-os através de facilidades de cedência de títulos).

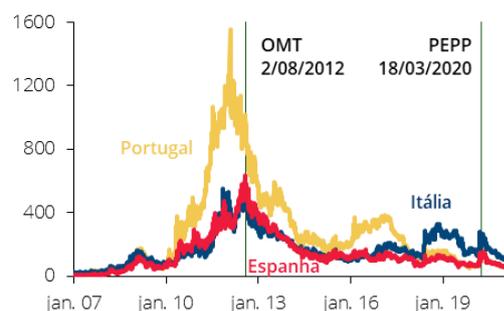
A crise financeira global, a crise das dívidas soberanas na área do euro e, mais recentemente, a crise pandémica, vieram sublinhar a importância fulcral do banco central para evitar défices de liquidez e disrupções no mercado. Em todo o mundo, os bancos centrais assumiram um papel essencial na contenção de disrupções no sistema financeiro (e bancário), fornecendo liquidez a um custo acessível ou comprando ativos de forma a compensar o colapso de formas de liquidez privadas, como aconteceu após a falência do banco Lehman Brothers em setembro de 2008 (Gráfico 4.1 – Painel A). O BCE adotou um conjunto de medidas não convencionais que em muitos casos se mantiveram em vigor (por exemplo, procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total e operações de refinanciamento a prazos mais alargados) e que foram relevantes para evitar disrupções nos mercados financeiros durante a recente crise pandémica (Secção 6.1).

Gráfico 4.1 • Diferenciais de taxas de juro a 3 meses e a 10 anos | Em pontos base

Painel A – Diferencial Euribor-OIS a 3 meses



Painel B – Diferencial de taxas de juro de dívida pública a 10 anos face à Alemanha



Fonte: Refinitiv. | Notas: Painel A – o diferencial é uma medida de risco de crédito no mercado interbancário, definida como a diferença entre a Euribor e a taxa *Overnight Index Swap* (OIS) para o prazo de 3 meses. Painel B – o diferencial é uma medida de risco de crédito dos soberanos da área do euro, definida como a diferença entre a taxa de rendibilidade de uma determinada obrigação soberana e uma obrigação do Tesouro alemão para o prazo de 10 anos. As linhas verticais correspondem à introdução do procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total (FRFA) e ao anúncio das transações monetárias definitivas (OMT) e do programa de compras devido à emergência pandémica (PEPP).

A crise das dívidas soberanas também sublinhou a necessidade de evitar a fragmentação entre países da área do euro e garantir a unicidade da política monetária. Na área do euro, os diferenciais de taxas de juro de dívida pública que vão para além do que seria de esperar dados os fundamentos económicos são particularmente adversos, uma vez que também geram diferenças entre os custos de financiamento incorridos pelos restantes agentes económicos e afetam, por isso, o mecanismo de transmissão da política monetária. O BCE teve um papel fundamental na estabilização dos mercados de dívida soberana e na eliminação de preocupações com a reversibilidade do euro e a unicidade da política monetária na área do euro (Secção 6.1). Um exemplo disso foi o anúncio das OMT na sequência da declaração do ex-Presidente do BCE Mario Draghi, em julho de 2012, de que o BCE estava preparado para fazer *“whatever it takes to preserve the euro”* (Draghi, 2012) e que se revelou crucial para interromper o processo disruptivo então em curso. Outro exemplo foi o lançamento do programa de compras devido à emergência pandémica (na sigla inglesa, PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*) em março de 2020,

que tem maior flexibilidade na implementação das compras de títulos do que o programa de compra de ativos (na sigla inglesa, APP – *Asset Purchase Programme*) que estava em vigor desde 2015 (Gráfico 4.1 – Painel B).

Quando os diferenciais de taxas de juro de dívida pública refletem riscos que não são totalmente justificados pelos fundamentos económicos, o BCE deve assumir o papel de garante de última instância (*backstop*) para o financiamento do Estado, de maneira a prevenir crises induzidas por expectativas. A relevância deste papel foi explicitamente destacada por Mario Draghi no simpósio de Jackson Hole de 2014: *“Turning to fiscal policy, since 2010 the euro area has suffered from fiscal policy being less available and effective, especially compared with other large advanced economies. This is not so much a consequence of high initial debt ratios – public debt is in aggregate not higher in the euro area than in the US or Japan. It reflects the fact that the central bank in those countries could act and has acted as a backstop for government funding. This is an important reason why markets spared their fiscal authorities the loss of confidence that constrained many euro area governments’ market access”* (Draghi, 2014b). Nos países onde a dívida pública é emitida na própria moeda, a emissão de moeda pode servir como uma garantia sobre a dívida pública e pode, em princípio, ser usada para evitar cenários de incumprimento explícito. O facto de a área do euro ser uma união monetária com uma autoridade monetária única mas com 19 autoridades orçamentais que emitem dívida numa moeda comum é um desafio ao cumprimento deste importante papel pelo BCE. O mandato dos bancos centrais modernos foi restringido para assegurar a independência na condução da política monetária. Na área do euro, em particular, o financiamento monetário dos Estados é estritamente proibido pelo artigo 123.º do TFUE. No entanto, o BCE pode contribuir para prevenir crises induzidas por expectativas nos mercados de dívida soberana através da compra de títulos de dívida pública no mercado secundário, garantindo o cumprimento da proibição de financiamento monetário (Capítulo 3). Desde que estas compras reduzam diferenciais de taxas de juro que não se devam a fundamentos económicos, o objetivo primordial do BCE não é colocado em risco. Caso contrário, essas compras poderiam traduzir-se num incumprimento implícito das obrigações orçamentais através de inflação inesperada e a âncora nominal poderia eventualmente deixar de estar sob o controlo da autoridade monetária (Corsetti e Dedola, 2016). Como discutido no Capítulo 7, para garantir que o BCE não enfrenta esse tipo de cenários e consegue assegurar um papel efetivo de *backstop* para o financiamento do Estado é crucial que existam mecanismos para preservar a dominância monetária (isto é, as decisões de política monetária são unicamente determinadas pelo cumprimento dos objetivos do banco central e não pela necessidade de satisfazer a restrição orçamental do Estado).

À medida que as condições económicas e financeiras se regularizam, o papel de estabilização tradicional da política monetária deve recuperar importância em comparação com a necessidade de salvaguardar o mecanismo de transmissão e o banco central deve estar preparado para a normalização da política. Em períodos de disrupção, pode ser relativamente mais fácil definir limites entre as medidas direcionadas a calibrar a orientação da política monetária e aquelas destinadas a preservar o mecanismo de transmissão e a evitar fragmentação. Embora o papel de garantir as condições necessárias para a condução da política monetária não esteja explicitamente considerado na estratégia atual do BCE, esta permitiu a flexibilidade necessária para o BCE ser bem-sucedido na adoção de medidas decisivas para evitar cenários mais disruptivos. À medida que as condições se tornam mais estáveis, o BCE deve transitar gradualmente de um papel de fornecedor de liquidez de última instância para um papel semelhante a um *market maker* de última instância, isto é, deve estar também preparado para remover excesso de liquidez a preços de mercado e normalizar a política (Hauser, 2021). Tal pode minimizar riscos relacionados com uma dimensão elevada do balanço do banco central.

O papel de contribuir para um funcionamento apropriado do mecanismo de transmissão não implica usar a política monetária para promover a estabilidade financeira. A responsabilidade de agir de forma corretiva para eliminar cenários disruptivos e contribuir para o bom funcionamento do mecanismo de transmissão deveria fazer parte de uma estratégia de política monetária robusta de qualquer banco central. No entanto, tal não deve ser interpretado no sentido de usar a política monetária para fins preventivos relacionados com preocupações de estabilidade financeira, como as políticas de *"leaning against the wind"* (por exemplo, medidas para contrariar o aumento excessivo dos preços no mercado imobiliário). Para lidar com essas preocupações devem ser usados preferencialmente instrumentos macroprudenciais (Secção 4.3).

No seu papel de contribuir para o normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, o banco central pode ter necessidade de adotar medidas que, por vezes, podem parecer contraditórias com os desenvolvimentos da inflação no curto prazo. O funcionamento apropriado do mecanismo de transmissão é uma condição necessária para a condução da política monetária e para o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços do BCE, pelo que não existe um *trade-off* fundamental entre estas duas considerações. No entanto, é possível que, ao contrário do que aconteceu no passado recente, o BCE tenha de agir para assegurar o funcionamento apropriado do mecanismo de transmissão numa altura em que a inflação esteja próxima do seu objetivo. Essas medidas poderiam ser percecionadas como induzindo condições de financiamento demasiado acomodatórias que implicariam um aumento da inflação acima do objetivo. Nessas circunstâncias, seria necessária uma comunicação clara, para esclarecer que o funcionamento desadequado do mecanismo de transmissão acarreta riscos para a estabilidade de preços no horizonte relevante para a política monetária – isto é, no médio prazo –, apesar de se estar próximo do objetivo no momento em que as medidas são necessárias.

Explicitar estas considerações na estratégia do BCE sublinharia a sua importância e poderia contribuir para prevenir crises induzidas por expectativas e para promover uma comunicação mais coerente com o público. Tal poderia ajudar a minimizar o risco de hesitações quando se torna necessário contribuir para o funcionamento apropriado do sistema financeiro em momentos de crise. E poderia ajudar a comunicar a necessidade de decisões que podem não ser, no imediato, decorrentes de preocupações com a inflação, mas que em última instância são decisivas para manter a estabilidade de preços.

4.3 Renovar a abordagem assente em dois pilares na análise dos riscos para a estabilidade de preços

João Valle e Azevedo, Diana Bonfim e Carlos Martins

As decisões de política monetária na área do euro baseiam-se numa análise abrangente da natureza e extensão dos riscos para a estabilidade de preços. Na estratégia atual, essa análise está formalmente organizada em torno de dois pilares: o económico e o monetário. Além de garantir que nenhuma informação relevante é esquecida, o papel destes dois pilares é fornecer um quadro para a análise e interpretação da vasta informação que orienta as decisões do Conselho do BCE. Além disso, garante a transparência no processo de tomada de decisão e a responsabilização pública dos decisores de política.

Os dois pilares traduzem perspetivas analíticas complementares dos determinantes da evolução dos preços. A análise económica visa avaliar os determinantes de curto a médio prazo da evolução dos preços, com ênfase na atividade real e nas condições financeiras da economia. Parte do pressuposto de que a evolução dos preços nesses horizontes é largamente influenciada pela interação da oferta e da procura nos mercados de bens, serviços e fatores produtivos. A análise monetária foca-se num horizonte de mais longo prazo, explorando a ligação de longo prazo entre

a moeda e os preços. Serve principalmente como um meio de confirmar, numa perspetiva de médio a longo prazo, as indicações de curto a médio prazo fornecidas pela análise económica.

A análise económica evoluiu desde 2003, acompanhando as alterações marcantes no ambiente económico. Em primeiro lugar, as transformações estruturais que têm afetado a maioria das economias, pelo menos desde meados da década de 1990, aceleraram em alguns casos nos últimos anos. Estas mudanças relacionam-se com a globalização, o envelhecimento da população, a digitalização, as alterações climáticas e o grau de eficiência económica e tecnológica como motor do crescimento da produtividade, e podem ter implicações profundas para o crescimento potencial, a taxa de juro real natural e também para a inflação (Capítulo 2). Além disso, a disponibilidade e a utilização de dados da área do euro, juntamente com o desenvolvimento de modelos para avaliar as perspetivas económicas, melhoraram ao longo do tempo. As projeções dos especialistas do Eurosistema ganharam destaque nas decisões de política monetária, embora as suas limitações sejam reconhecidas.

A monitorização dos agregados monetários fez sempre parte do pilar monetário. Tal fundamenta-se na premissa indisputada de que a inflação é um fenómeno monetário, ou seja, resulta do equilíbrio entre a oferta e a procura por ativos que desempenham o papel de moeda. Esta análise é complicada pela existência de uma grande variedade de ativos que podem ser classificados como (ou que são substitutos próximos de) moeda. Diferentes definições de moeda, baseadas na liquidez e na remuneração dos ativos subjacentes, dão origem a diferentes agregados monetários. Para complicar ainda mais a análise, esses ativos estão sujeitos a mudanças na regulamentação e a inovações tecnológicas que afetam a respetiva oferta, procura e remuneração. Outros fatores, bem conhecidos, afetam também a procura de moeda: o nível do produto, o nível das taxas de juro ou a ocorrência de crises. Em particular, o nível das taxas de juro de política, que é transmitido a todos os ativos que rendem juros na economia, afeta a procura pelos vários tipos de moeda, uma vez que é uma medida da perda de juros resultante da detenção de moeda. Tendo em consideração todos estes fatores, é possível estimar as variações da procura pelos ativos que fazem parte de determinado agregado monetário e confrontá-las com a variação observada desse agregado. Diferenças significativas entre estas medidas podem sugerir pressões inflacionistas (ou deflacionistas). A análise é por vezes simplificada e concentra-se na taxa de crescimento de um agregado monetário após a eliminação de componentes voláteis. Se o crescimento desse agregado se correlacionar bem com a inflação, então é um candidato para detetar pressões inflacionistas.

Na prática, a correlação entre o crescimento dos agregados monetários e a inflação tornou-se fraca nas últimas décadas, suscitando dúvidas sobre a utilidade de monitorizar os agregados monetários para detetar pressões inflacionistas. A relação próxima entre o crescimento da moeda e a inflação, observada durante várias décadas em muitos países, especialmente nas denominadas frequências baixas, tornou-se fraca quando os bancos centrais começaram a adotar regimes nos quais é explicitado o objetivo de inflação, ainda que esses regimes se caracterizem por um crescimento da moeda relativamente baixo em termos históricos. Isso não significa que a inflação não seja um fenómeno monetário. O facto de não se detetar uma relação clara mesmo no médio a longo prazo pode ser resultado do sucesso da política monetária no controle da inflação. Se a inflação é relativamente estável e os movimentos no crescimento dos agregados monetários são contidos e explicados por fatores típicos, não é possível encontrar uma relação clara mesmo no médio a longo prazo. Quando as taxas de juro nominais atingem o ELB a análise complica-se ainda mais. A moeda torna-se (mais) indistinguível do ativo mais seguro e líquido que rende juros, que é a dívida pública de curto prazo. A moeda é capaz de desempenhar o papel de reserva de valor – tal como a dívida pública – sem que a sua detenção implique perda de juros. Portanto, no ELB, o crescimento da moeda pode tornar-se ainda menos relacionado com a inflação e, assim, ainda menos informativo. Isto implica que, mesmo que em teoria a inflação ainda

seja um fenómeno monetário, muitas vezes não será útil acompanhar os agregados monetários para avaliar os riscos para a estabilidade de preços.

O foco da análise monetária evoluiu muito desde 2003, nomeadamente dando maior relevo ao crédito e ao papel da intermediação financeira, à evolução dos preços dos ativos e à identificação de riscos para o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. A crise financeira global e a crise das dívidas soberanas expuseram a vulnerabilidade do processo de transmissão monetária, o que reforçou a necessidade de um âmbito mais amplo para a análise monetária (Hartmann e Smets, 2018). As perturbações associadas às crises obrigaram o BCE a concentrar-se na resposta a mercados disfuncionais e no apoio ao financiamento bancário à economia. O foco da análise monetária deslocou-se para a transmissão da política monetária, incluindo a análise do sistema financeiro e, em particular, do canal de crédito bancário e das suas implicações para a economia real. Tal contribuiu para uma distinção menos evidente entre a análise económica e a monetária. O conjunto alargado de instrumentos de política monetária adotado desde as crises exigiu também melhorias na análise monetária, no sentido de permitir compreender os canais de transmissão e os potenciais efeitos colaterais dos novos instrumentos não convencionais (Secção 6.1).

No futuro, a análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços que informa as decisões de política monetária pode continuar a assentar em dois pilares, mas parece justificar-se uma reformulação do foco da análise monetária na nova estratégia. A análise económica enfrenta desafios importantes para aprofundar novas matérias, tal como ilustrado pela necessidade de investigação adicional sobre as implicações para a política monetária dos riscos e das políticas relacionadas com as alterações climáticas (Secção 5.2). No entanto, estes desafios são especialmente relevantes para os processos internos e não tanto para a formulação da estratégia de política monetária do BCE. A revisão da estratégia é também uma oportunidade para clarificar o foco da análise monetária no mecanismo de transmissão e alinhar a abordagem em dois pilares com a prática dos últimos anos. A separação da análise em dois pilares pode contrastar com a interligação da transmissão da política monetária e dos processos económicos, mas isso pode ser conciliado com uma comunicação cuidadosa.

O foco acrescido na transmissão continua a ser essencial, uma vez que as vulnerabilidades que ameaçaram a transmissão nas crises passadas não desapareceram totalmente e podem ser expostas novamente após a crise pandémica. A transmissão adequada da política monetária deve ser monitorizada constantemente, uma vez que essa é uma condição necessária para o cumprimento do mandato (Secção 4.2). A ênfase na transmissão deve assumir uma perspetiva ampla, não apenas para garantir a transmissão adequada das taxas de juro, mas também para evitar a fragmentação entre fronteiras nacionais. Além disso, os vários instrumentos não convencionais deverão permanecer no conjunto de instrumentos do BCE. A análise monetária deve contribuir para avaliar a necessidade, a conceção, a calibração e a proporcionalidade das medidas de política monetária. A estrutura dos mercados financeiros também mudou, com um papel cada vez mais relevante do financiamento não bancário, o que afeta a importância relativa dos diferentes canais de transmissão (Capítulo 2). Por fim, a inovação e a crescente digitalização dos pagamentos contribuem para o surgimento de novas entidades e tipos de instrumentos de pagamento, que podem também afetar a política monetária e a estabilidade financeira.

Um pilar monetário autónomo poderia ajudar a estabelecer uma perspetiva de médio prazo. Embora a relação empírica de longo prazo entre o crescimento da moeda e a inflação tenha enfraquecido consideravelmente e possa não ser, de todo, útil no ELB, a análise monetária pode continuar a ser uma importante fonte de informação para avaliar os riscos para a estabilidade de preços. O regime de inflação baixa não deve ser considerado um dado adquirido. Se ocorrer uma mudança de regime para uma inflação mais elevada, o crescimento da moeda poderá sinalizar essa alteração.

Adicionalmente, o pilar monetário pode ganhar uma relevância acrescida na avaliação dos riscos de médio prazo para a estabilidade de preços se também incorporar a análise da consistência de longo prazo entre a inflação, as taxas de juro de política e a taxa de juro real natural, ou r^* , em particular no limite inferior das taxas de juro. Esta análise é justificada dadas as relações bem estabelecidas de longo prazo entre estas variáveis e destaca, novamente, que “a inflação é, sempre e em qualquer lugar, um fenómeno monetário”, mesmo no limite inferior das taxas de juro nominais. No longo prazo, a diferença entre a taxa de juro nominal e a inflação deve corresponder a r^* , que é normalmente considerada independente da política monetária. r^* depende da oferta e da procura de poupanças no longo prazo e pode variar com o desenvolvimento tecnológico e o crescimento demográfico. Assim, r^* permite analisar a consistência entre o nível das taxas de juro nominais e o objetivo de inflação ou, se o nível das taxas de juro nominais for em certa medida previsível, sugere uma possível ancoragem da inflação num novo nível. Esta análise destaca que a inflação é um fenómeno monetário, em oposição a um fenómeno real, e que a política monetária é neutral no longo prazo em relação a variáveis como r^* . Por outras palavras, são as variáveis nominais – inflação e taxas de juro nominais – que se ajustam a r^* . No caso particular do ELB, quando os agregados monetários dão uma informação limitada, esta análise permite estabelecer as taxas de juro nominais e a sua trajetória esperada como âncora nominal para o processo de inflação. No entanto, o uso de r^* envolve duas dificuldades: precisa de ser estimada, dado que não é observável, e as estimativas tendem a variar substancialmente, dado serem altamente dependentes do modelo e do horizonte temporal usados. Ainda assim, mesmo um intervalo relativamente amplo de valores para r^* poderá ser útil.

Na área do euro, r^* pode ser utilizada para explicar a razão pela qual as taxas de juro nominais têm estado e deverão permanecer baixas durante algum tempo, mas também para indicar que deverão ser mais altas a mais longo prazo. Além disso, r^* e o nível baixo das taxas de juro nominais podem ajudar a explicar por que razão a inflação tem permanecido baixa. Nos últimos anos, as estimativas de r^* para a área do euro situam-se dentro do intervalo [-1%, 1%] e provavelmente deverão manter-se aí no médio prazo, uma vez que não se espera que os seus determinantes de longo prazo se alterem no futuro próximo (Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós e Sentana, 2018; Holston, Laubach e Williams, 2017). A fim de manter a inflação perto do objetivo de 2%, a taxa de juro de política do BCE teria de situar-se no intervalo [1%, 3%] no longo prazo. Esse nível é baixo em termos históricos mas está acima do nível atual das taxas de juro, que é próximo de zero. É seguro argumentar que as taxas de juro nominais atuais estão longe do equilíbrio de longo prazo, independentemente da incerteza em torno das estimativas de r^* . Usando um raciocínio semelhante, o nível da taxa r^* e o nível baixo das taxas de juro nominais por um período longo podem ajudar a explicar a inflação baixa na área do euro nos últimos anos (Valle e Azevedo et al., 2019; Uribe, 2021) (Capítulo 2).

Comunicar a trajetória expectável das taxas de juro nominais para o seu nível de longo prazo (a taxa r^* acrescida do objetivo de inflação) pode ser útil para os agentes económicos da área do euro. Pode também ajudar a minimizar os riscos de uma armadilha de inflação baixa. A experiência da Reserva Federal nesta dimensão é importante. A Reserva Federal publica há muito tempo as projeções dos participantes individuais do FOMC para as principais variáveis macroeconómicas. Além disso, desde janeiro de 2012, atualiza trimestralmente o seu “gráfico de pontos”. Cada membro do FOMC atribui um ponto para o que considera ser o ponto médio do intervalo apropriado para a taxa de juro no final de cada um dos três anos seguintes e no longo prazo. O “gráfico de pontos” tornou-se uma indicação importante da trajetória futura da taxa de juro de política em direção à taxa de juro nominal de longo prazo, ou seja, a taxa r^* acrescida do objetivo de inflação. Os decisores da Reserva Federal consideraram que seria adequado indicar a trajetória das taxas de juro em direção aos níveis de longo prazo. Esta indicação provou ser um guia útil para a política durante a recuperação da crise financeira global e uma forma adequada

de comunicar ao público por que razão as taxas de juro estiveram tão baixas durante tanto tempo e por que teriam de aumentar. No caso do BCE, uma opção menos ambiciosa, mas ainda assim útil, seria publicar as projeções dos especialistas do Eurosistema para a taxa de juro nominal de longo prazo. Ao enfatizar a ideia de que os níveis baixos das taxas de juro nominais por um período longo não são um “novo normal” – as taxas de juro nominais acabarão por subir para que a taxa de juro real (exógena) r^* seja atingida – a comunicação poderia contribuir para evitar que os níveis baixos da inflação conduzam a uma desancoragem das expectativas de inflação. De facto, é preciso que os agentes entendam que o nível normal das taxas de juro reais, ou r^* , será alcançado com taxas de juro nominais mais altas, e não com inflação mais baixa.

Outro aspeto importante que justifica um papel reforçado da análise monetária está relacionado com a interação entre política monetária e estabilidade financeira, especialmente quando se considera as suas potenciais implicações para a estabilidade de preços. A análise monetária evoluiu para considerar também o papel das fricções e desequilíbrios que podem perturbar a transmissão da política monetária através do sistema financeiro. Este elemento da análise monetária deve continuar a ser reforçado. A expansão do acesso a dados granulares sobre instituições e instrumentos financeiros oferece uma oportunidade única para alavancar e expandir o conhecimento existente. Por seu turno, a política monetária é considerada no contexto da análise da estabilidade financeira, principalmente com o objetivo de identificar os riscos que possam emergir em partes do sistema financeiro onde surjam desequilíbrios resultantes da orientação da política monetária.

Sendo desejável complementar a análise monetária com considerações de estabilidade financeira, tal não deve ser confundido com a potencial adoção de políticas de “*leaning against the wind*”. Neste tipo de políticas, uma maior restritividade da política monetária poderia ser utilizada para conter a acumulação de riscos no sistema financeiro. Os riscos de adotar tal estratégia são elevados. A investigação existente mostra que a política monetária é demasiado “*blunt*” para lidar de forma eficaz com os riscos para a estabilidade financeira. Para além disso, haveria uma forte possibilidade de perder de vista o objetivo de estabilidade de preços. A política monetária é, de facto, capaz de “*get into all the cracks*”, mas isso significa que poderá não ser a política mais eficaz para lidar com riscos para a estabilidade financeira bem identificados e localizados. Para além disso, embora antes da crise financeira global o quadro macroprudencial na maioria das economias avançadas não dispusesse de instrumentos formais para mitigar os riscos de forma eficaz, essa situação mudou. Hoje, as autoridades macroprudenciais na área do euro estão equipadas com mandatos, objetivos e ferramentas para identificar e lidar com riscos para a estabilidade financeira. Como tal, a política macroprudencial deve ser a primeira linha de defesa para lidar com tais riscos. Isto faz ainda mais sentido numa união monetária onde os ciclos financeiros não são totalmente sincronizados.

Embora o “*leaning against the wind*” possa não ser desejável como princípio geral, especialmente numa fase de acumulação de riscos, pode-se justificar manter alguma flexibilidade para lidar com situações específicas. Tal pode ser o caso quando os riscos para a estabilidade financeira são generalizados na área do euro, com efeitos potencialmente disruptivos. Para além disso, o enquadramento macroprudencial está ainda em construção. Fortalecer e melhorar esse enquadramento é crucial para evitar sobrecarregar a política monetária com a responsabilidade de lidar com riscos emergentes para a estabilidade financeira. Finalmente, a política monetária pode desempenhar um papel importante na recuperação da estabilidade financeira em situações em que os riscos já se materializaram. Nestas fases de “limpeza” existem efeitos de reforço mútuo inequívocos entre a política monetária e a macroprudencial.

5. Sem prejuízo da estabilidade de preços, contribuir para a realização dos objetivos da União

Sem prejuízo do objetivo de estabilidade de preços, o BCE apoiará as políticas económicas na União tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da União, incluindo crescimento económico equilibrado, pleno emprego e a melhoria da qualidade do ambiente. Desde a última revisão da estratégia, a política monetária tem desempenhado um papel essencial na resposta a crises graves. O impacto das medidas tomadas pelo BCE na economia real e as lições das últimas décadas requerem uma discussão sobre a possibilidade de adaptar a estratégia de política monetária no sentido de reconhecer de forma mais clara considerações sobre o emprego e o crescimento económico. Além disso, as preocupações crescentes com o impacto das alterações climáticas na economia global levantam questões sobre o papel que o BCE poderá ter na transição para uma economia com menores emissões de carbono.

5.1 Uso flexível do médio prazo e da função de reação para apoiar o crescimento económico e o pleno emprego

João Valle e Azevedo e Nuno Monteiro

A estratégia de política monetária atual do BCE é focada no compromisso com o objetivo primordial de estabilidade de preços. As considerações sobre emprego e crescimento económico estão subjacentes à orientação de médio prazo do objetivo de estabilidade de preços. Uma vez que manter a inflação num valor específico em todos os momentos é impraticável, e até indesejável, a orientação de médio prazo permite ao BCE responder de forma flexível a diferentes choques económicos, de acordo com a sua natureza (Secção 4.1). Para alguns tipos de choque, uma reação imediata da política monetária para preservar a estabilidade de preços contribui também para estabilizar a economia (por exemplo, choques de procura que afetem a atividade económica e os preços no mesmo sentido). No entanto, no caso de choques que afetem a atividade e os preços em sentidos opostos (por exemplo, um aumento do preço do petróleo associado a fatores do lado da oferta), uma reação rápida para restaurar a estabilidade de preços pode ter um impacto negativo na economia real que, por sua vez, se poderá refletir na evolução futura dos preços. Nestes casos, uma resposta mais gradual da política monetária permite alcançar a estabilidade de preços num horizonte mais longo, evitando os efeitos indesejáveis na economia real. Uma vez que com os instrumentos ao seu dispor a política monetária pode afetar fortemente o emprego e o produto – e, portanto, o bem-estar económico – estas preocupações não podem ser ignoradas.

Quando as forças do lado da procura predominam, é razoável que a política monetária reaja à evolução do emprego e do crescimento económico, uma vez que a redução da subutilização dos recursos produtivos pode contribuir para aproximar a inflação do objetivo do banco central. Quando as forças do lado da procura são predominantes na evolução da inflação a curto e médio prazo, a estabilização do emprego e do produto em torno dos seus níveis potenciais está frequentemente associada à estabilização da inflação em torno do objetivo: se a inflação estiver abaixo do objetivo, o estímulo monetário, ao fazer aproximar a economia do pleno emprego e do produto potencial, gera pressões ascendentes sobre os preços.

Perante choques de oferta, é inquestionável a utilidade de uma orientação de médio prazo flexível para permitir evitar reações de política desestabilizadoras. É particularmente útil analisar o período pós-pandemia, na medida em que cicatrizes do lado da oferta e uma forte recuperação da procura podem levar a um aumento considerável – mas previsivelmente temporário – da inflação. Um aperto da política monetária em resposta a estes desenvolvimentos de curto prazo na inflação poderia comprometer uma recuperação que deveria ser rápida, e resultar em efeitos indesejados sobre a inflação no futuro. Pelo contrário, apoiar a recuperação ajudaria, provavelmente, a atingir o objetivo de inflação no médio prazo. A política monetária não deve ser uma fonte adicional de turbulência, uma vez que isso pode dificultar o cumprimento do objetivo primordial de estabilidade de preços e gerar custos potencialmente significativos em termos de bem-estar. Teoricamente, a inclusão do emprego e do crescimento económico na função de reação do BCE justifica-se por preocupações com o bem-estar económico.

Reconhecer um papel mais explícito ao emprego e ao crescimento económico na função de reação do BCE pode ser desejável à luz das lições das últimas décadas, em particular dada a contribuição significativa da política monetária para a estabilização macroeconómica. O contexto económico é hoje bastante diferente daquele em que a estratégia atual foi delineada. As três crises que a área do euro enfrentou desde 2008 mostraram que a dimensão e a persistência dos choques, e não apenas a sua natureza, são importantes para o *trade-off* entre inflação e crescimento económico. A resposta de política monetária do BCE a estes acontecimentos teve um impacto significativo no emprego e na atividade económica, apesar das dificuldades em atingir o objetivo de estabilidade de preços (Secção 6.1). Isto sugere que a acomodação monetária pode ser adequada para mitigar a severidade de recessões e apoiar fases de recuperação, mesmo que o impacto sobre a inflação seja limitado e seja necessária maior paciência quanto ao retorno da inflação ao seu objetivo. Além disso, grandes choques económicos negativos podem deixar cicatrizes, em particular no mercado de trabalho, e com efeitos diferentes entre os vários grupos socioeconómicos. Existe evidência de que a histerese no desemprego (ou seja, efeitos persistentes sobre o desemprego resultantes de choques temporários) afeta principalmente os jovens, os idosos e os trabalhadores menos qualificados e com menores níveis de escolaridade (Cutuli e Grotti, 2020; Hotchkiss e Moore, 2018; Nilsen e Reiso, 2011; Quintini e Venn, 2013). Neste contexto, atribuir um papel mais importante às considerações sobre o emprego, a par de uma expansão da análise do BCE para compreender a heterogeneidade no mercado de trabalho e os efeitos de longo prazo da política, poderia melhorar o processo de decisão e o seu potencial contributo para o bem-estar. Isto contrasta com as considerações, algo instrumentais, motivadas pela relação tradicional entre a subutilização dos recursos produtivos e a evolução dos preços.

O reconhecimento mais explícito de preocupações com o emprego e com o crescimento económico na nova estratégia do BCE poderia ajudar a motivar e a explicar algumas medidas. Como salientado anteriormente, estas preocupações ajudariam a justificar uma acomodação monetária mais prolongada após grandes choques negativos. Uma das lições da última década é que, em certas circunstâncias, uma ampla acomodação monetária pode contribuir para evitar deflação, mas pode não ser suficiente para conduzir a inflação para o objetivo. No entanto, de um ponto de vista de bem-estar, e dados os efeitos consideráveis da política monetária sobre a economia real, é indiscutível que as medidas implementadas na última década foram adequadas. Em retrospectiva, reconhecer um peso maior para o emprego e o crescimento económico nas decisões de política monetária pode permitir mais paciência quanto ao horizonte em que o objetivo de estabilidade de preços é atingido e fornecer uma explicação para as ações de política mais coerente com os seus efeitos.

Atribuir um papel mais explícito ao emprego e ao crescimento económico reforça a flexibilidade da orientação de médio prazo, o que pode ser útil se a persistência de inflação baixa estiver cada vez mais associada a fatores de longo prazo e ainda se verificar alguma subutilização de recursos na economia. Num contexto de taxas nominais no ELB por um período prolongado, a capacidade da política monetária estimular a economia pode tornar-se limitada, mesmo que esta não esteja a operar perto do nível potencial. As taxas reais podem estar próximas do seu nível natural, dadas as baixas taxas de juro de política e o baixo nível de inflação. Nesta situação, a evolução da inflação poderá ser cada vez mais determinada por fatores monetários de mais longo prazo, e poderá ser necessário aumentar as taxas de juro de política para voltar a ancorar a inflação em torno do objetivo (Secção 4.3). A inflação e as taxas nominais podem de facto aumentar simultaneamente de tal forma que as taxas reais permaneçam aproximadamente constantes. Embora este cenário seja teoricamente plausível e tenha algum suporte empírico, há riscos de que estas medidas possam ter efeitos indesejados, especialmente com uma economia ainda frágil. Nesse caso, seria mais razoável adiar temporariamente a normalização da política para evitar desestabilizar a economia real e, em última análise, também a inflação.

Ainda num contexto em que a inflação baixa é cada vez mais determinada por fatores de longo prazo, esta alteração na função de reação também ajudaria a justificar uma normalização da política quando a situação económica o permitisse, e tornaria a sua comunicação mais simples. Isto mostra que reconhecer de forma mais explícita as preocupações com o emprego e o crescimento económico não implica flexibilidade adicional apenas para justificar medidas de acomodação. Um cenário favorável em termos de emprego e de atividade económica poderia tornar a normalização da política monetária, ou a reversão das medidas de acomodação, mais fácil de explicar, mesmo que a inflação se mantivesse baixa. Um maior foco no emprego e no produto também ajudaria a avaliar se uma normalização gradual seria viável ou se poderia ter impactos indesejáveis sobre a atividade e a inflação, além de facilitar a sua justificação. O início da normalização das taxas de juro pela Reserva Federal em 2015 foi certamente mais fácil de justificar devido ao seu mandato dual (Conselho de Governadores da Reserva Federal, 2015): “[...] *economic activity has been expanding at a moderate pace. [...] The Committee judges that there has been considerable improvement in labour market conditions this year, and it is reasonably confident that inflation will rise, over the medium term, to its 2 percent objective. Given the economic outlook, and recognizing the time it takes for policy actions to affect future economic outcomes, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate [...]*”. Embora o BCE não tenha um mandato dual, o reconhecimento de considerações sobre o emprego e a atividade na função de reação de política monetária poderia facilitar a explicação de uma reversão das medidas de política num contexto de inflação baixa, desde que tal fosse consistente com a estabilidade de preços no médio prazo.

O reconhecimento mais claro de considerações sobre o emprego e o crescimento económico também contribuiria para aumentar a credibilidade do BCE. Tal evolução permitiria destacar o impacto significativo da política monetária na economia, especialmente em tempos de crise, e reforçar a avaliação da política monetária do BCE como globalmente bem-sucedida. Embora o seu mandato não seja dual, o BCE pode ser avaliado pela sua contribuição para a estabilização da economia real. A atribuição de um papel mais explícito ao emprego e ao crescimento económico, tendo em conta considerações de bem-estar, poderia reforçar legitimamente a avaliação positiva do contributo da política do BCE para a estabilidade macroeconómica, apesar dos desvios persistentes da inflação face ao objetivo.

Por último, esta nova orientação estaria em linha com os apelos dos cidadãos europeus para que o BCE interprete o bem-estar económico de forma mais abrangente. De acordo com as atividades de interação organizadas pelo Eurosistema, a perceção do público sobre a situação económica deteriorou-se na última década (BCE, 2021b). O público também se mostrou preocupado com o

futuro, apresentando uma perspectiva pessimista quanto ao bem-estar económico. Os efeitos de longo prazo da pandemia, nomeadamente a deterioração das condições de emprego e receios de crescimento económico fraco, foram identificados como as suas principais preocupações, especialmente pelos mais jovens. Neste contexto, o papel do BCE no apoio à economia durante a crise pandémica foi elogiado. O âmbito do mandato do BCE foi igualmente discutido, com alguns apelos para a inclusão de preocupações mais amplas, como a promoção do emprego e do crescimento económico. A Reserva Federal concluiu, na recente revisão da sua estratégia, que o seu objetivo de pleno emprego deveria ser mais amplo e inclusivo, na sequência dos resultados de eventos de interação semelhantes, que apontaram para a importância de alcançar e manter um mercado de trabalho forte, especialmente para as comunidades com médios e baixos rendimentos (Powell, 2020).

Existem preocupações válidas com um papel mais explícito do emprego e do crescimento económico na função de reação da política monetária, mas estas podem ser resolvidas reforçando que a primazia da estabilidade de preços é inultrapassável. Numa situação de conflito entre a estabilidade de preços e a promoção do emprego e do crescimento económico, o objetivo primordial não pode ser colocado em risco e tal deve ser reiterado. É também importante enfatizar que esta mudança não implica um retorno à condução da política monetária da década de 1970. Reafirmar a primazia da estabilidade de preços, a par de um papel acrescido para o emprego e o crescimento económico na função de reação, pode ser contrastado com a política monetária indesejavelmente ativista daquele período de estagflação, em que a própria inflação (alta) era vista como um instrumento para promover livremente emprego e crescimento económico. O mandato claro de estabilidade de preços, as políticas baseadas em regras e princípios em vez de ações discricionárias, e a importância da independência na prossecução do mandato continuam a ser o contexto apropriado para a condução da política monetária de qualquer banco central.

Atribuir um papel mais explícito ao emprego e ao crescimento económico na estratégia de política monetária do BCE, ao prosseguir o objetivo primordial de estabilidade de preços, permitiria aumentar a flexibilidade e a credibilidade da sua política. Refletiria igualmente as lições aprendidas nas últimas décadas de condução da política monetária.

5.2 Resposta às alterações climáticas

Bernardino Adão e Nuno Lourenço

Os objetivos da União incluem um elevado nível de proteção e melhoria da qualidade do ambiente. O Acordo de Paris de 2015 preparou o terreno para a resposta internacional às alterações climáticas e, como tal, a UE estabeleceu uma meta para a redução das emissões de gases com efeito de estufa (GEE): a neutralidade carbónica até 2050. As alterações climáticas são desencadeadas por uma elevada concentração de dióxido de carbono e outros GEE na atmosfera. Afetam ecossistemas em todo o mundo, causando aquecimento global, eventos climáticos extremos mais frequentes e o aumento do nível do mar. Os efeitos económicos das alterações climáticas são complexos, duradouros e heterogéneos entre geografias.

As alterações climáticas são uma externalidade negativa global e, na presença de externalidades, os mercados não garantem uma afetação eficiente de recursos. Os agentes económicos participam em atividades que geram emissões de GEE, mas não levam em consideração os efeitos negativos das suas ações sobre os outros. Em resultado, as emissões são mais altas do que deveriam ser. Uma das soluções económicas para este problema é conhecida desde os trabalhos de Pigou (1920). Assenta na implementação de um imposto sobre as emissões de GEE na fonte, que deve ser igual ao dano marginal total pelo qual o poluidor não está a pagar. Tal fornece

incentivos aos produtores para tornar as suas atividades menos intensivas em carbono. Outra prescrição de política para as alterações climáticas, baseada no trabalho de Coase (1960), é a implementação de direitos de emissões de carbono, como por exemplo o mercado de emissões de carbono da UE.

Uma vez que os danos causados pela queima de combustíveis fósseis são idênticos independentemente de onde esta ocorra, o imposto sobre as emissões deve ser definido globalmente. A natureza global da externalidade exige uma resposta coordenada entre os governos em todo o mundo, os quais têm os instrumentos adequados para tomar ações corretivas. Hassler, Krusell, Olovsson e Reiter (2020) estimam que os custos de não definir um imposto uniforme sobre o carbono são consideráveis. Por exemplo, um imposto sobre o carbono apenas na UE não atenuaria o aumento da temperatura média global. No entanto, cada país tem incentivos para a inação, já que pode beneficiar de uma concentração menor de GEE na atmosfera resultante de políticas implementadas por países terceiros. Para reforçar a cooperação global, Nordhaus (2015) sugeriu a criação de um “Clube do Clima”, no qual os membros concordam em tributar o carbono e impor sanções comerciais relativas a bens intensivos em carbono de países não-membros.

As alterações climáticas estão rodeadas de incertezas em várias dimensões, incluindo o mecanismo pelo qual as emissões de GEE afetam o sistema climático natural, o impacto económico de uma determinada mudança no clima e as ações dos governos. Por exemplo, continua a ser incerto até que ponto as alterações climáticas desencadeiam um ponto de inflexão, ou seja, um ponto sem retorno no sistema climático, e o seu impacto económico é ainda mais indeterminado. As ações para combater as alterações climáticas podem assumir duas formas: (i) mitigação, ou seja, ações que reduzem as emissões de GEE na atmosfera e (ii) adaptação, que se refere a ações que reduzem os danos (ou aumentam os benefícios em algumas regiões). Em relação às políticas de mitigação, as principais incertezas dizem respeito ao momento de implementação de restrições ou regulamentações mais severas e ao modo como estas se materializarão. Quanto à adaptação, as diferentes opções que se tornarão disponíveis (por exemplo, desenvolver culturas resistentes à seca) e os seus custos são as principais fontes de incerteza. O horizonte temporal subjacente aos fenómenos das alterações climáticas é tipicamente muito longo, muito mais longo do que aquele que os economistas estão habituados a considerar, colocando o peso nas gerações futuras. Nestas condições, a incerteza é inevitavelmente elevada, e o grau de aversão ao risco, bem como a forma como as perdas futuras são avaliadas hoje, são fatores-chave para a avaliação de políticas.

A extensão da intervenção dos governos moldará a transição para uma economia neutra em carbono. Uma adaptação atempada e a prossecução de uma estratégia de mitigação serão menos onerosas no longo prazo, em oposição a adiar a adoção de políticas climáticas. Os riscos climáticos serão mais generalizados e mais elevados em termos de magnitude e frequência no caso de uma transição desordenada. Estes riscos disseminam-se para a economia real através de choques de oferta e para o sistema financeiro por meio da obsolescência de ativos, através da qual uma mudança imprevista na política futura pode fazer com que os ativos baseados em carbono percam o seu valor hoje.

As alterações climáticas impõem restrições à condução da política monetária, especialmente no caso de uma transição desordenada em que os riscos são mais prevalentes. Em primeiro lugar, terão provavelmente um impacto negativo em r^* , aumentando a probabilidade de a taxa de juro de política atingir o ELB. Em segundo lugar, afetarão provavelmente os países de forma diferente, o que pode aumentar a dificuldade em manter a estabilidade de preços na área do euro com uma política monetária única. Em terceiro, podem alterar o mecanismo de transmissão da política monetária ao afetar bancos e outros participantes dos mercados financeiros por meio de incerteza adicional, induzindo assim uma maior volatilidade nos mercados financeiros. Finalmente,

os choques de oferta tornar-se-ão mais recorrentes devido ao aumento da frequência de eventos climáticos extremos.

Várias medidas podem ser formuladas para avaliar os riscos financeiros associados às alterações climáticas. Em primeiro lugar, a divulgação padronizada de dados relacionados com o clima pelas empresas, sustentada pelo desenvolvimento de uma taxonomia clara e reporte uniformizado, é crucial. As ações tomadas nesse sentido devem ser claras e verificáveis para evitar conflitos de interesse. Em segundo lugar, fomentar o diálogo com agências de notação financeira e outras instituições independentes também é fundamental. Em terceiro, promover estudos sobre os riscos das alterações climáticas é igualmente importante. Esta é uma área em que os bancos centrais podem contribuir com os seus próprios modelos internos para estudar políticas específicas. Por fim, os bancos centrais devem evitar aumentar a incerteza em relação às políticas que serão adotadas, ou seja, o setor privado e as instituições financeiras reguladas não devem ter de especular sobre quais serão essas políticas. O BCE já está a procurar abordar muitos destes tópicos.

Assumir um papel mais ativo na resposta às alterações climáticas requer uma avaliação cuidadosa por parte do BCE dados os *trade-offs* inerentes ao cumprimento do objetivo primordial e o facto de a política monetária ter efeitos muito limitados sobre as alterações climáticas. Em primeiro lugar, mesmo que os instrumentos de política monetária sejam concebidos para levar em conta considerações climáticas (por exemplo, compras de títulos verdes), atingir o objetivo primordial deverá prevalecer sempre. Por isso, a futura normalização da política monetária e a consequente redução do balanço do banco central podem interferir com a manutenção desses títulos verdes. Em segundo lugar, reivindicar um papel proeminente na resposta às alterações climáticas pode ser prejudicial para a reputação do BCE, tendo em conta a inadequação dos instrumentos de política monetária para este efeito. Estes custos de reputação podem prejudicar a capacidade de o BCE agir no futuro. Por último, o alargamento do âmbito de atuação do BCE pode submetê-lo a pressões políticas e comprometer a sua independência, que é essencial para atingir o seu objetivo primordial. Na verdade, a independência dos bancos centrais foi concedida sob a condição de operarem dentro de uma esfera limitada de competências, e de poderem ser responsabilizados por objetivos claramente definidos.

O BCE tem aplicado o conceito de neutralidade de mercado para ajudar a orientar a implementação da política monetária, em conformidade com o requisito de agir de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, conforme estabelecido no TFUE. Na ausência de falhas de mercado, a neutralidade de mercado garante que as compras de ativos têm um impacto mínimo sobre os preços relativos e sobre a afetação eficiente de recursos. Isto significa que a compra de obrigações de empresas pelo BCE é proporcional ao montante de obrigações em circulação. Os desvios da neutralidade de mercado, tais como a existência de requisitos operacionais e de gestão de risco para ativos de garantia e elegibilidade de compra, podem ser justificados se forem necessários para atingir a estabilidade de preços. Além disso, esses desvios podem ser justificados por uma falha de mercado, como a induzida pelas alterações climáticas.

Nas compras do BCE, as obrigações de empresas ligadas aos setores mais poluentes têm um peso maior, mas a modificação da composição do ativo do BCE de modo a ter obrigações mais verdes pode não promover uma afetação eficiente de recursos e, provavelmente, terá efeitos limitados na resposta às alterações climáticas. Se o imposto sobre o carbono for definido de forma adequada, a eficiência do mercado é restaurada e uma política monetária com compras de títulos verdes ou operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (na sigla inglesa, TLTRO – *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) com características verdes introduziria uma distorção na economia. Se o imposto definido for muito baixo, então uma política monetária com características verdes poderia melhorar o bem-estar, pois contribuiria para reduzir as emissões

de GEE na UE. Tal medida poderia ser justificada se os custos associados fossem relativamente pequenos e os benefícios da redução das emissões na UE fossem substanciais. No entanto, o trabalho recente de Hassler et al. (2020) sugere que os subsídios à energia verde promovem um maior uso de energia no total, mas têm efeitos limitados na temperatura global. Além disso, os autores defendem que os custos de estabelecer um imposto de carbono inadequado são muito assimétricos. Definir um imposto muito alto não é muito prejudicial para o bem-estar social, ao contrário de definir um imposto muito baixo. Finalmente, um papel mais ativo dos bancos centrais na resposta às alterações climáticas pode gerar uma confiança injustificada nas capacidades da política monetária e incentivar os governos a estabelecer impostos baixos sobre o carbono, já que estes são tipicamente impopulares.

Ser prudente é aconselhável, visto que agir com instrumentos inadequados para atender a objetivos relacionados com o clima pode ter consequências indesejadas. Há consenso científico de que as temperaturas globais estão a subir, mas é quase unânime que os governos estão na raiz da transição para uma economia de baixo carbono. A política monetária não pode substituir a ação política dos governos. Isso não significa inação. Na verdade, tal como descrito acima, muito pode ser feito pelo BCE no âmbito do seu mandato.

6. Instrumentos de política monetária e comunicação

Os instrumentos de política monetária utilizados pelo BCE foram expandidos ao longo da última década e são atualmente considerados parte integrante da estratégia, uma vez que acrescentam credibilidade à prossecução do objetivo primordial do BCE. A crescente complexidade dos instrumentos, a par de um aumento do escrutínio público, exigiu um reforço da comunicação de política monetária e esta passou a ser usada como um instrumento em si própria. Estas alterações requerem uma reavaliação do conjunto de instrumentos e das práticas de comunicação que melhor podem servir o BCE no futuro.

6.1 Uso contingente dos instrumentos para garantir a orientação da política e a sua adequada transmissão

Rúben Branco e Carla Soares

Desde a crise financeira global, o BCE ampliou o seu conjunto de instrumentos para além da política convencional de taxas de juro. Antes da crise, as taxas de juro de política definiam a orientação da política monetária, enquanto as operações de crédito eram utilizadas para gerir a liquidez à disposição do sistema bancário, com vista a garantir que as taxas de juro do mercado monetário estavam em linha com as taxas de política. À medida que a crise evoluiu, o BCE adotou novos instrumentos em resposta aos desafios emergentes, nomeadamente as perturbações na transmissão da política e o limite inferior das taxas de juro (Quadro 6.1). Hartmann e Smets (2018) e Rostagno et al. (2019) oferecem uma visão geral e uma avaliação da política monetária do BCE nas últimas duas décadas. Os novos instrumentos introduzidos neste período incluíram medidas adicionais de provisão de liquidez, compras definitivas de ativos, *forward guidance* e taxas de juro negativas.

Durante a crise financeira global, a crise das dívidas soberanas e a pandemia, vários dos novos instrumentos visaram ultrapassar perturbações no mecanismo de transmissão da política monetária. Em geral, estes instrumentos foram usados para responder a: (i) escassez de liquidez no sistema bancário, (ii) segmentos de mercado disfuncionais e fragmentação entre países da área do euro e (iii) crises induzidas por expectativas. Durante a crise financeira global, o BCE respondeu aos episódios de escassez de liquidez disponibilizando operações de refinanciamento com maturidades mais longas, expandindo o quadro de ativos de garantia e satisfazendo integralmente, a taxa fixa, a procura por liquidez. Estas medidas revelaram-se particularmente eficazes na estabilização dos mercados financeiros e contribuíram para suportar o fluxo de crédito à economia e evitar uma crise de crédito (Angelini, Nobili e Picillo, 2011; Alves, Bonfim e Soares, 2021; Andrade, Cahn, Fraisse e Mésonnier, 2019). A crise financeira global e a crise das dívidas soberanas também causaram disfunções em segmentos de mercado específicos (por exemplo, financiamento por grosso) e agravaram as dificuldades nalguns países da área do euro. Os primeiros programas de compra de ativos lidaram com estas perturbações intervindo no financiamento dos bancos, através do programa de compra de obrigações hipotecárias, ou nos mercados de dívida soberana sob pressão, através do programa dos mercados de títulos de dívida (na sigla inglesa, SMP – *Securities Markets Programme*). As linhas de *swap* de divisas foram usadas para responder às tensões no financiamento dos bancos em moeda estrangeira. Durante a crise pandémica, o BCE lançou o PEPP para enfrentar o potencial ressurgimento de fragmentação entre países da área do euro. Finalmente, a intervenção do BCE procurou também mitigar especulações acerca da integridade da área do euro, que emergiram no final de 2011 e na primeira metade de

2012. Caso não tivessem sido contrariadas, essas especulações poderiam validar-se a si mesmas e gerar uma crise induzida por expectativas. Taxas de juro persistentemente altas, que não eram totalmente justificadas pelos fundamentos económicos, poderiam levar ao incumprimento por parte de soberanos que de outra forma teriam níveis de dívida sustentáveis, com consequências perigosas para a união monetária. O anúncio das OMT foi particularmente eficaz na prevenção de uma crise induzida por expectativas, na medida em que o BCE se disponibilizou para realizar compras ilimitadas de certas obrigações soberanas, embora dependentes de condicionalidade estrita. O SMP e as OMT foram eficazes na redução das taxas de juro e da volatilidade nos mercados obrigacionistas, especialmente em países em dificuldades, através da redução do risco de incumprimento percebido (Krishnamurthy, Nagel e Vissing-Jorgensen, 2017). Apesar da dificuldade em avaliar o impacto total destas medidas de política, vários estudos indicam que foram eficazes para evitar cenários disruptivos e suportar as condições de financiamento (Banco de Portugal, 2015; Hutchinson e Mee, 2020).

Quadro 6.1 • Principais instrumentos introduzidos pelo BCE desde a crise financeira global

	Crise financeira global	Crise das dívidas soberanas	Baixa inflação e baixas taxas de juro	Crise pandémica
Taxas de juro			NIRP (jun. 14)	
Provisão de liquidez e apoio ao crédito	Acordos com outros bancos centrais (dez. 07) Expansão de maturidades (mar. 08) FRFA (out. 08) Alargamento dos ativos de garantia (out. 08) LTRO a 1 ano (mai. 09)	VLTRO (dez. 11)	TLTRO (jun. 14)	PELTRO (abr. 20)
Compras de ativos	CBPP (mai. 09)	SMP (mai. 10) OMT (ago. 12)	APP (jan. 15)	PEPP (mar. 20)
<i>Forward guidance</i>			<i>Forward guidance para as taxas de política (jul. 13)</i>	

Fonte: BCE. | Notas: Datas em que cada instrumento foi anunciado pela primeira vez. FRFA – procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total para operações de refinanciamento, em que a procura de liquidez por parte dos bancos é integralmente satisfeita desde que apresentem garantias suficientes. CBPP – programa de compra de obrigações hipotecárias. VLTRO – operações de refinanciamento de prazo muito alargado (3 anos). SMP – programa dos mercados de títulos de dívida. OMT – transações monetárias definitivas. NIRP – política de taxas de juro negativas, que se refere a valores negativos para a taxa da facilidade permanente de depósito. TLTRO – operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, que incluem incentivos para que os bancos concedam crédito à economia. APP – programa de compra de ativos (programa alargado, incluindo as compras anunciadas em set. 14). PELTRO – operações de refinanciamento de prazo alargado devido à emergência pandémica. PEPP – programa de compras devido à emergência pandémica.

À medida que as taxas nominais na área do euro se aproximaram do ELB, os instrumentos não convencionais foram úteis para garantir a orientação de política necessária à estabilidade de preços. A política de taxas de juro negativas (na sigla inglesa, NIRP – *negative interest rate policy*) e a *forward guidance* para as taxas de política foram dois dos instrumentos usados. A NIRP teve um efeito expansionista, permitindo taxas de juro abaixo de zero nos mercados financeiros e de crédito (Altavilla, Burlon, Giannetti e Holton, 2019). Contudo, o efeito na economia real de reduções de taxas em terreno negativo é possivelmente menor do que o de reduções em terreno positivo (Bittner et al., 2021; Ulate, 2021). A *forward guidance* contribuiu para reduzir a incerteza em torno da trajetória futura das taxas de política e para comprimir a curva de rendimentos, ou

seja, para baixar as taxas de juro ao longo de todo o espectro de maturidades. Os efeitos parecem ter variado consoante o tipo de *forward guidance* e as condições económicas e financeiras (Rostagno et al., 2019). Quando associada a datas específicas ou a resultados económicos, a *forward guidance* parece ser especialmente eficaz a reduzir a incerteza e a aumentar as expectativas sobre a atividade económica e a inflação (Andrade e Ferroni, 2021; Ehrmann, Gaballo, Hoffmann e Strasser, 2019). Contudo, os seus efeitos podem diminuir à medida que a curva de rendimentos se torna mais achatada para maturidades cada vez mais longas.

As compras de dívida pública e privada e os instrumentos de apoio ao crédito foram outros instrumentos usados para garantir acomodação monetária. Ao comprar obrigações a prazos mais longos, o BCE induziu uma forte redução no prémio de maturidade, isto é, no prémio que os investidores exigem para compensar a incerteza em torno da trajetória futura das taxas de juro de curto prazo. Isto incentivou os investidores a preferirem os ativos de maior risco e a prazos mais longos, enquanto libertava os balanços dos bancos desses mesmos ativos (Andrade, Breckenfelder, De Fiore, Karadi e Tristani, 2016). Além do APP, as compras ao abrigo do PEPP foram também usadas, numa fase mais avançada da crise pandémica, para tornar a política monetária mais acomodatória e salvaguardar a estabilidade de preços no médio prazo. Instrumentos de apoio ao crédito, como as TLTRO, foram usados para melhorar as condições de financiamento bancário, sobretudo a empresas, contribuindo assim para apoiar a atividade económica (Andreeva e García-Posada, 2021). As compras de ativos e as TLTRO contribuíram para dois propósitos: assegurar uma transmissão adequada da política e fornecer acomodação monetária.

A combinação de instrumentos melhorou a eficácia da política, comparativamente com o uso isolado de cada um deles. Os instrumentos usados pelo BCE no período de baixa inflação e baixas taxas de juro beneficiaram da sua interação e do reforço mútuo, embora seja muito difícil identificar os efeitos macroeconómicos de cada um (Rostagno et al., 2019). Sem a NIRP, dificilmente a *forward guidance* teria sido capaz de induzir expectativas de novos cortes de taxas em terreno negativo. Na ausência de *forward guidance*, as reduções das taxas de juro teriam provavelmente que ser maiores para alcançar o mesmo efeito. Outro exemplo é o reforço mútuo entre o APP e a *forward guidance*. O APP conduz à compressão da curva de rendimentos ao reduzir o prémio de taxa de juro exigido na dívida a prazos mais longos. Este prémio é ainda mais reduzido pela *forward guidance* ao mitigar a incerteza em torno da trajetória futura das taxas de política. Dado que diferentes instrumentos podem ter efeitos similares, nomeadamente na curva de rendimentos, poderá não ser fácil alcançar a combinação ótima e poderá existir um risco de ineficiência relacionado com potenciais redundâncias. Por exemplo, uma *forward guidance* reforçada e credível pode, em princípio, produzir um efeito na curva de rendimentos semelhante ao de maiores compras de ativos.

Num contexto em que a inflação permaneceu abaixo do objetivo, os instrumentos não convencionais usados pelo BCE proporcionaram uma forte acomodação monetária e contribuíram decisivamente para a estabilidade macroeconómica, evitando cenários disruptivos. O impacto macroeconómico total das políticas adotadas é difícil de estimar, não só por ser difícil avaliar os potenciais cenários extremos que foram evitados, como também porque outros fatores, tais como outras políticas macroeconómicas, interferem nos efeitos. A evidência aponta para um impacto positivo, especialmente no crescimento do produto, mas o intervalo de estimativas é amplo e incerto. Algumas estimativas relativas às políticas adotadas entre 2015 e 2018 apontam para um impacto médio no crescimento anual do produto de cerca de dois terços de ponto percentual e um impacto médio na inflação anual de cerca de um terço de ponto percentual (Rostagno et al., 2019). Estes valores estão globalmente em linha com o impacto estimado para a resposta de política à crise pandémica (Hutchinson e Mee, 2020). Um impacto significativo pode ser mais plausível em períodos de crise, já que o cenário contrafactual de ausência de resposta

da política seria particularmente danoso. Embora a taxa de inflação se tenha mantido abaixo do objetivo no passado recente, o BCE conseguiu mitigar com sucesso riscos extremos, evitando deflação e cenários disruptivos para a área do euro.

No futuro, o conjunto alargado de instrumentos de política monetária permanecerá útil e o seu uso deverá ser contingente às circunstâncias económicas e aos choques. Dispor de um conjunto amplo de instrumentos é crítico para a dupla função de assegurar o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão e garantir a orientação de política apropriada, especialmente na vizinhança do limite inferior das taxas de juro. Longe do ELB, as taxas de política continuam a ser o instrumento mais relevante para definir a orientação de política requerida para atingir a estabilidade de preços. À medida que as taxas de juro nominais se aproximam do ELB – um cenário cada vez mais provável no futuro próximo – e o espaço de política convencional se reduz gradualmente, um uso expedito dos instrumentos não convencionais parece ser recomendável. Independentemente da distância face ao ELB, o uso de instrumentos não convencionais é adequado para lidar com choques que causem disrupções em determinados segmentos de mercado ou jurisdições específicas e perturbem o mecanismo de transmissão. É fundamental manter flexibilidade na escolha do tipo e na calibração dos instrumentos a usar, consoante os choques e as disrupções a que se pretenda responder. Tal como no passado, cada instrumento pode servir vários propósitos e a combinação de instrumentos é valiosa para maximizar a eficácia. Finalmente, comunicar os princípios gerais orientadores do uso dos diferentes instrumentos, à semelhança do que foi feito no passado (Draghi, 2014a), traria clareza e transparência à estratégia de política monetária.

Os instrumentos não convencionais podem também necessitar de ajustes decorrentes de uma continuada análise de custo-benefício. Apesar de, até ao momento, os benefícios resultantes do uso de instrumentos não convencionais superarem os custos (BIS, 2019), é necessária uma monitorização contínua. Merecem particular atenção as distorções indesejáveis nos mercados financeiros que resultam de uma maior presença do banco central, tais como distorções de preços ou tomada excessiva de risco. A calibração de futuros programas de compra de ativos para fornecer acomodação monetária no ELB deverá ter em conta os riscos de criação de escassez em alguns segmentos de mercado. Estes riscos já se materializaram no passado, quando o APP contribuiu para a escassez de ativos líquidos de elevada qualidade creditícia, mitigada posteriormente através das operações de empréstimo de títulos (*securities lending*) (Corradin et al., 2020). Da mesma forma, o uso da NIRP requer cautela, especialmente se, como acabou por acontecer, persistir por um período longo. Neste caso, os benefícios líquidos poderão ser limitados e os potenciais impactos negativos nos depósitos e no comportamento dos bancos, nomeadamente em resposta à baixa rentabilidade, podem suscitar preocupações de estabilidade financeira. Medidas de mitigação como o sistema de *tiering* (que isenta das taxas de juro negativas uma parte das reservas bancárias depositadas junto do BCE) podem aliviar estas preocupações, mas à custa de maior complexidade. Adicionalmente, a NIRP equivale a um imposto sobre os bancos, podendo induzir distorções que ainda carecem de uma avaliação completa.

O uso prolongado da *forward guidance* no ELB não deverá ser considerado um “novo normal”, de forma a evitar efeitos prejudiciais na convergência para o objetivo de estabilidade de preços. Quando confrontados com taxas de juro nominais muito baixas ou até negativas por um período indeterminado, os agentes económicos poderão acreditar que este regime de baixas taxas de política é o “novo normal”. Dado que, no longo prazo, as taxas de juro nominais e a inflação tendem a mover-se na mesma direção (Capítulo 2), os agentes poderão rever em baixa as suas expectativas de inflação, distanciando-as do objetivo de política (Benhabib, Schmitt-Grohé e Uribe, 2001). Instrumentos como a *forward guidance*, juntamente com a NIRP, destinados a manter as taxas nominais em níveis muito baixos para estimular a procura e fazer subir a inflação em direção ao objetivo do banco central, poderão acabar por ter o efeito oposto se mantidos indefinidamente.

Assim, é crucial que uma política de baixas taxas de juro por um período prolongado seja claramente comunicada como temporária, mesmo que a normalização só deva ocorrer de forma muito gradual e durante um longo período.

6.2 Comunicação acessível, direcionada e envolvente para aumentar a eficácia e a confiança

Alexandre Carvalho e Rita Duarte

A comunicação tem um papel central na condução da política monetária, tendo mudado significativamente ao longo dos anos. A forma como os bancos centrais divulgam informação sobre os seus objetivos e as ações tomadas para os atingir transmite informações sobre a orientação da política monetária no presente e no futuro. Se for corretamente incorporada nas expectativas dos agentes económicos, esta informação pode aumentar a previsibilidade da política monetária, reforçando o seu impacto na economia. A comunicação contribui também para aumentar a transparência das decisões dos bancos centrais enquanto instituições independentes, permitindo um maior escrutínio das suas ações e, desse modo, fortalecendo a confiança do público. Desde meados da década de 1990, a comunicação dos bancos centrais passou de intencionalmente opaca para cada vez mais transparente, para melhor influenciar as expectativas dos agentes económicos e responder às exigências crescentes de escrutínio das instituições públicas. A forma como o público acede à informação e a consome evoluiu também para um ciclo contínuo de notícias cada vez mais assente em canais em tempo real (por exemplo, as redes sociais). Neste contexto, os bancos centrais tiveram de melhorar as suas práticas de comunicação para conseguir transmitir as suas mensagens, sobretudo a audiências mais alargadas.

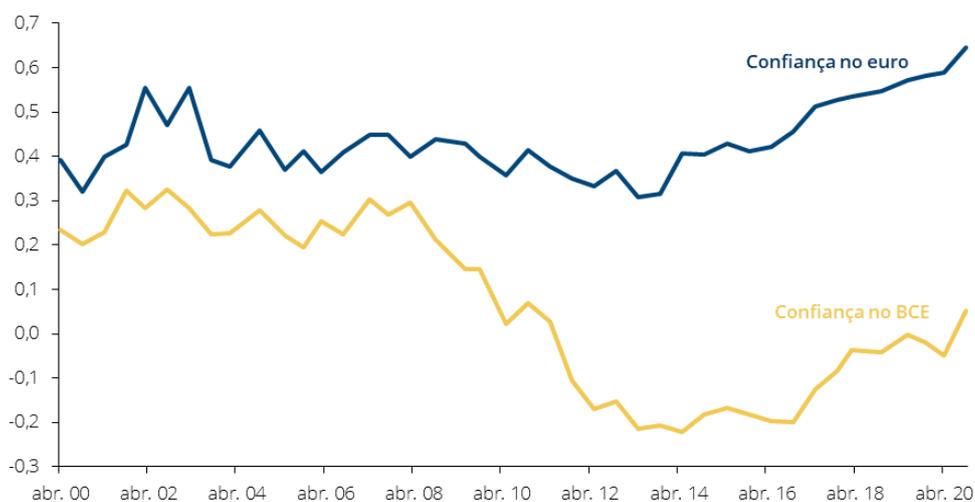
Após a crise financeira global, à semelhança de outros bancos centrais, o BCE reforçou as suas práticas de comunicação e usou-a como um instrumento de política monetária. O BCE continuou a usar a conferência de imprensa após as reuniões de política monetária e os materiais que lhe estão associados como elementos centrais da sua comunicação, mas passou a disponibilizar informação mais detalhada sobre as projeções macroeconómicas e sobre os instrumentos de política para explicar as motivações e o funcionamento das medidas não convencionais. Simultaneamente, as intervenções públicas por parte de membros da Comissão Executiva aumentaram e o BCE passou a publicar o relato das reuniões de política monetária do Conselho. Quando as taxas de juro de política se aproximaram do seu limite inferior, o BCE usou a comunicação para guiar as expectativas sobre a evolução futura das taxas de juro (*forward guidance*), em contraste claro com a declaração de *"we never pre-commit"* utilizada no passado. A comunicação do BCE manteve-se maioritariamente direcionada para os participantes dos mercados financeiros, dado o seu papel nas fases iniciais de transmissão da política monetária, e para outras audiências especializadas (tal como jornalistas) que transmitem as decisões de política monetária. Mais recentemente, o BCE desenvolveu também esforços para chegar a um público mais alargado e menos especializado através da exploração de novos formatos e novos canais de comunicação.

A comunicação do BCE com o público especializado tem sido, de um modo geral, bem-sucedida, sobretudo a influenciar as expectativas de taxas de juro. Em particular, a evidência disponível sugere que a *forward guidance* contribuiu para reduzir a incerteza em torno da evolução futura das taxas de política e para baixar as taxas de juro de mercado (Secção 6.1). A comunicação do BCE parece ter sido menos capaz de influenciar as expectativas de inflação no período mais recente. Anos sucessivos de inflação abaixo do objetivo do BCE podem ter gerado dúvidas sobre a capacidade ou a vontade do BCE em cumprir o seu mandato, contribuindo para expectativas de inflação menos bem ancoradas (Capítulo 2).

Os esforços do BCE para chegar a audiências mais alargadas e menos especializadas foram menos eficazes, uma vez que persistem perceções de inflação incorretas e lacunas no conhecimento sobre os seus objetivos e funções. Tipicamente, as expectativas de inflação de famílias e empresas tendem a ser menos consistentes com o objetivo de inflação do banco central do que as dos especialistas. Inquiridos a famílias na área do euro mostram que as suas expectativas de inflação para os próximos 12 meses são muito dispersas e estão sistematicamente acima do objetivo do BCE. A informação recolhida durante as atividades de interação com o público no âmbito da revisão da estratégia aponta também para uma perceção comum de que a inflação aumentou mais do que realmente se observou, sustentada pelo aumento dos custos de habitação e do preço dos bens alimentares (BCE, 2021a). Vários participantes no portal “O BCE escuta” sinalizaram preocupações com o impacto de uma inflação demasiado alta no seu poder de compra e nas suas poupanças. Para além disso, uma percentagem significativa de participantes salientou que se sente pouco ou nada informado sobre o BCE ou sobre o seu banco central nacional. Esta falta de conhecimento e de interesse generalizada, também observada noutras economias, pode ser em parte explicada pelo sucesso dos bancos centrais em estabilizar a inflação, o que torna os custos de adquirir informação mais elevados do que os seus benefícios (desatenção racional). A complexidade dos tópicos de política monetária, o uso de jargão económico e o enfoque da comunicação atual nos mercados financeiros, juntamente com um esforço supostamente reduzido para chegar ao público em geral, foram também apontados como razões para esta falta de conhecimento.

O fraco conhecimento do BCE por parte do público em geral fica aquém do seu contrato social de servir os cidadãos europeus e gerar confiança. Tal como sucedeu com outros bancos centrais e instituições europeias, a confiança do público no BCE caiu durante as crises financeira global e das dívidas soberanas (Gráfico 6.1). Esta queda da confiança terá estado associada à deterioração das condições económicas na área do euro, à falta de confiança generalizada na capacidade das instituições europeias para lidar com as crises e à associação do BCE aos problemas no sector bancário durante esse período (Ehrmann, Soudan e Stracca, 2013). Posteriormente, a confiança do público no BCE recuperou, mas mais lentamente do que a confiança no euro. Esta divergência pode ser explicada, em parte, pela falta de atenção e conhecimento do público em geral sobre o mandato do BCE em conjunto com uma comunicação ineficaz.

Tornar a comunicação de política monetária mais clara é fundamental numa altura em que as responsabilidades do BCE aumentaram e a confiança do público diminuiu. Atualmente, uma comunicação eficaz requer explicação e privilegia a legibilidade, a identificação por parte do público e a transparência. Comunicar mensagens claras usando uma linguagem simples e acessível é crucial para se chegar a todas as audiências. Uma comunicação eficaz requer também uma adaptação ao tipo de público-alvo. A adoção de uma comunicação em camadas para responder às necessidades de diferentes audiências pode contribuir para uma melhor compreensão das decisões de política, tal como sugerido pela experiência do Banco de Inglaterra (Bholat, Broughton, Parker, Ter Meer e Walczak, 2018). Um sumário visual baseado em gráficos e mensagens simples é eficaz junto do público em geral e nas redes sociais. As camadas seguintes podem incluir uma narrativa simples em torno da mensagem principal de política e, finalmente, materiais com informação mais detalhada dirigidos sobretudo aos participantes de mercado e aos jornalistas especializados. Estes materiais poderiam igualmente beneficiar de uma linguagem sem jargão e de uma explicação das decisões de política baseada em narrativas coerentes com a nova informação e consistentes ao longo do tempo.

Gráfico 6.1 • Confiança do público da área do euro | Saldos de respostas

Fontes: Eurobarómetro da Comissão Europeia e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: O questionário é conduzido duas vezes por ano, em abril e outubro. A confiança é calculada como a diferença entre a percentagem de participantes que responderam que “Confiam” e a percentagem dos que responderam que “Não confiam”. O agregado da área do euro é calculado como a média ponderada das respostas dos países individuais usando o seu peso na população em 2011.

Uma presença mais assídua dos governadores ou de outros representantes dos bancos centrais nacionais nos meios de comunicação generalistas poderia melhorar a compreensão do papel do BCE e das suas decisões de política monetária. Esta presença responderia diretamente aos apelos do público no sentido de ter mais informação sobre política monetária na sua língua materna. No caso das decisões de política, a comunicação teria de ser desenhada cuidadosamente para que a mensagem de política se mantivesse tão precisa quanto possível, o que é crucial para uma comunicação eficaz (Blinder, Ehrmann, Fratzscher, De Hann e Jansen, 2008). A divulgação pública de divergências entre os membros do Conselho do BCE após a tomada de decisão pode enfraquecer o impacto esperado do anúncio das medidas e dificultar a sua compreensão, como mencionado por alguns participantes durante a fase de interação. Todavia, a atribuição de mais espaço na comunicação do BCE (por exemplo, no relato das reuniões) às diferentes visões ponderadas na decisão de política poderá ajudar a gerar confiança no processo de tomada de decisão do BCE.

Alargar o alcance da comunicação ao público em geral é crucial para lidar com a falta de conhecimento e de confiança no BCE. Isto requer explicar, envolver e educar. Durante a fase de interação, as opiniões expressas sobre a forma como o BCE poderia melhorar a sua comunicação também vão nesta direção. Explicar de uma forma simples os benefícios da estabilidade de preços ou o impacto das medidas de política monetária no dia-a-dia das pessoas é crucial para gerir as suas expectativas e dissipar perceções inadequadas sobre o que o BCE pode ou não fazer. Esta comunicação simplificada acarreta alguns riscos. Existe a preocupação de que o excesso de simplificação possa gerar um falso sentimento de certeza sobre a economia que poderá levar a deceções no futuro e, em última análise, a uma redução da confiança. Haldane, Macaulay e McMahon (2020) sugerem que estes riscos podem ser mitigados se os bancos centrais complementarem os seus esforços de explicação com atividades orientadas para o envolvimento e a educação. Para gerar envolvimento, o BCE precisa de falar diretamente para (e com) o público e não depender exclusivamente dos meios de comunicação social para transmitir as suas mensagens. Isto poderá ser feito através de uma presença mais assídua nos principais canais de

comunicação e da dinamização de eventos de interação regulares, tal como sugerido pelo público durante o processo de revisão da estratégia. Educar torna o envolvimento mais provável e facilita a explicação, contribuindo para um conhecimento mais sólido sobre o papel e a política do BCE. A manutenção ou reforço das iniciativas de literacia financeira e económica já desenvolvidas pelo Eurosistema parecem justificar-se.

7. Desafios associados à interação entre a política monetária e a política orçamental

Maria Manuel Campos, José Cardoso da Costa e Sandra Gomes

As políticas monetária e orçamental interagem de forma estreita em vários domínios. As decisões dos governos sobre a despesa pública e a tributação têm impacto sobre a atividade económica, os preços relativos e as condições financeiras. Por seu turno, as ações dos bancos centrais têm implicações orçamentais diretas, ao afetarem os custos e as necessidades de financiamento dos soberanos através do seu impacto nas taxas de juro e da distribuição de dividendos, e indiretas, por via da sua influência sobre a inflação e a atividade económica. Estas interações tornaram-se mais relevantes nos últimos anos, sendo importante compreender as suas implicações para a condução da política monetária.

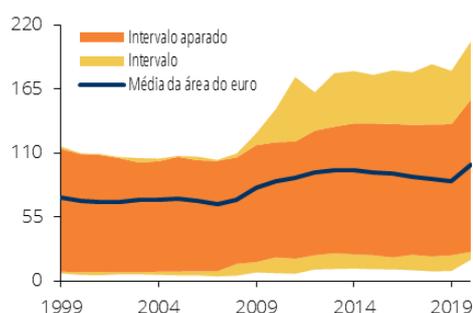
O paradigma subjacente à arquitetura da UEM assenta numa estrita separação de funções. De acordo com os Tratados da UE, a estabilidade de preços na área do euro deve ser assegurada por um banco central independente, enquanto a política orçamental permanece na esfera nacional e está sujeita a um quadro de supervisão no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Este quadro foi criado para assegurar a solidez das posições orçamentais e a manutenção das dívidas públicas em níveis sustentáveis, contribuindo para salvaguardar a independência do banco central. A literatura mostra que a credibilidade e eficácia da política monetária poderiam ser postas em causa num regime de dominância orçamental (Sargent e Wallace, 1981). Decorre desta análise que as autoridades orçamentais deveriam assegurar a solidez das finanças públicas na prossecução de objetivos relacionados com redistribuição e eficiência. O seu papel no âmbito da estabilização macroeconómica deveria resumir-se principalmente ao funcionamento dos estabilizadores automáticos.

A crise financeira global e a crise das dívidas soberanas desencadearam uma discussão sobre a visão tradicional da interação entre as políticas monetária e orçamental. As autoridades monetárias responderam às crises de uma forma sem precedentes, tendo ido muito além de medidas convencionais. No outono de 2008, o BCE respondeu de forma célere às perturbações financeiras reduzindo significativamente as taxas de juro e fornecendo ampla liquidez a baixo custo (Secção 6.1). Em 2009, houve igualmente um apelo para que as políticas orçamentais nacionais respondessem à crise, tendo sido implementados pacotes de estímulo em vários países da área do euro. Em princípio, as regras do PEC deveriam ter induzido a acumulação de uma margem de manobra antes da crise que pudesse ser utilizada numa ocasião como aquela. No entanto, os incentivos dados pelas regras foram incapazes de assegurar políticas orçamentais suficientemente contracíclicas. Os rácios da dívida e do défice aumentaram significativamente na área do euro e a heterogeneidade entre países agravou-se no período anterior à crise das dívidas soberanas (Gráfico 7.1 – Painel A). Durante a crise, intensificou-se a tensão entre a necessidade de manter o estímulo à procura e garantir a sustentabilidade das dívidas. As preocupações com a sustentabilidade acabariam por prevalecer e, enquanto as condições económicas continuavam a deteriorar-se, a política orçamental tornou-se contracionista no conjunto da área do euro. Paralelamente, dado que as perturbações nos mercados de dívida soberana impediam o normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, o BCE interveio. Numa primeira instância, através do SMP em 2010/11 e, posteriormente, através do anúncio das OMT no verão de 2012, que forneceu uma garantia face a crises induzidas por expectativas (Secção 4.2). Nos anos seguintes, a inflação na área do euro manteve-se numa trajetória descendente, levando o BCE a implementar medidas não convencionais adicionais, incluindo compras de ativos em larga escala. Consequentemente, o peso das obrigações soberanas no balanço do Eurosistema

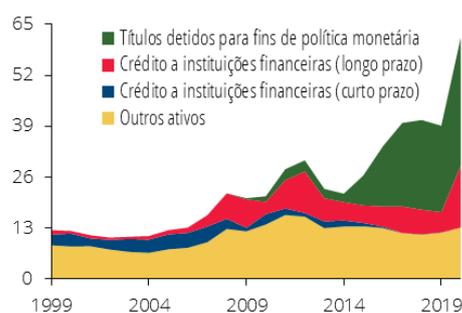
aumentou significativamente, o que intensificou o debate sobre a interação das políticas monetária e orçamental (Gráfico 7.1 – Painel B).

Gráfico 7.1 • Dívida pública nos países da área do euro e balanço do Eurosistema | Em percentagem do PIB

Painel A – Dívida pública nos países da área do euro



Painel B – Balanço do Eurosistema



Fontes: BCE e Comissão Europeia. | Notas: Painel A – dívida consolidada das administrações públicas. O intervalo aparado exclui os valores máximo e mínimo entre os 19 países da área do euro. Painel B – crédito a instituições financeiras (longo prazo) inclui todas as operações com maturidade igual ou superior a 3 meses.

Antes da pandemia, os desenvolvimentos macroeconómicos continuaram a desafiar a política monetária e trouxeram o papel estabilizador da política orçamental para o centro do debate. Com as taxas de juro no ELB há vários anos, e não obstante as numerosas medidas não convencionais de política monetária, a inflação permaneceu baixa e aquém do objetivo de estabilidade de preços, apesar da gradual redução da subutilização dos recursos produtivos. Em 2019, com a intensificação de riscos descendentes para a atividade económica, reacendeu-se a discussão sobre a dicotomia entre o papel estabilizador da política orçamental e as preocupações com a sustentabilidade da dívida. Apesar dos apelos para que alguns países fizessem uso da margem de manobra orçamental disponível, no período que antecedeu a pandemia a orientação da política orçamental permaneceu essencialmente neutra no conjunto da área do euro.

A pandemia mostrou que, em certas circunstâncias, as políticas monetária e orçamental podem reforçar-se mutuamente e contribuir para responder a uma crise de forma efetiva, mesmo quando conduzidas de forma independente. Os governos reagiram à emergência sanitária e reforçaram o funcionamento dos estabilizadores automáticos através de pacotes discricionários que mitigaram os efeitos adversos da pandemia com sucesso. Depois de mais de uma década de política monetária expansionista, a margem disponível para reforçar a acomodação estava muito limitada. Ainda assim, o BCE respondeu prontamente ao choque com o lançamento de várias medidas, contribuindo para normalizar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e fornecendo suporte à atividade económica. Indiretamente, criou ainda margem de manobra para que os governos pudessem atuar sem gerar preocupações com a sustentabilidade da dívida. Do ponto de vista orçamental, a ativação da cláusula de derrogação de âmbito geral do PEC e outras iniciativas da UE criaram margem adicional de atuação. Adicionalmente, o anúncio do pacote de recuperação *Next Generation EU* (NGEU) veio reforçar os mecanismos de partilha de risco na UE.

As condições atuais favorecem a atribuição de um papel conjunto de estabilização macroeconómica às políticas monetária e orçamental, embora esta última possa ter um impacto limitado sobre a inflação além do curto prazo. A literatura sugere que o multiplicador orçamental (isto é, o impacto de curto prazo na atividade económica de uma expansão orçamental) é maior no ELB, tendo um impacto inflacionista no curto prazo. Contudo, estes efeitos variam significativamente e podem ser revertidos consoante a persistência dos choques, o tipo de instrumento orçamental usado e, sobretudo, a forma como a expansão é financiada (Ramey, 2019; Castelnuovo e Lim, 2019). O recurso à política orçamental convencional (ou seja, política com o objetivo de influenciar diretamente a procura agregada) para aumentar a inflação tem custos. O impacto na inflação é tipicamente pequeno e temporário, mesmo quando a política monetária permanece acomodatória (Coenen et al., 2012), e pode até ser negativo se contribuir para aumentar a produtividade. No caso de estímulos orçamentais centrados no lado da oferta, tais como reduções de impostos ou investimento em infraestruturas para aumentar o produto potencial, o impacto na inflação pode ser negativo e persistente (Bańkowski, Ferdinandusse, Hauptmeier, Jacquinot e Valenta, 2021). Contudo, se estas políticas tiverem um impacto favorável no crescimento potencial, podem levar a um aumento da taxa de juro real natural e alargar a margem de manobra da política monetária no futuro.

A relevância da política orçamental vai além do seu impacto direto na procura agregada. A composição e a qualidade da despesa pública e as suas implicações no lado da oferta (por exemplo, no crescimento potencial) são provavelmente considerações mais relevantes do que o papel estabilizador da política orçamental. Os possíveis efeitos deflacionistas destas políticas no curto a médio prazo não devem ser tidos em conta na avaliação das medidas a adotar. Como evidenciado pela crise pandémica, a política orçamental é também mais eficaz do que a política monetária na resposta a determinados choques, conseguindo fornecer uma resposta direcionada aos setores mais afetados. A política orçamental deve ainda focar-se na provisão de bens públicos e na redistribuição de recursos de forma eficiente, minimizando assim as fricções na economia.

A política orçamental convencional tem um impacto temporário sobre a inflação mas não afeta a inflação tendencial. No longo prazo, para um dado nível da taxa de juro real (sobre o qual o banco central tem uma influência limitada), existe uma relação positiva entre os níveis tendenciais da taxa de juro nominal e da inflação (em linha com a chamada relação de Fisher, Capítulo 2). Adicionalmente, considerando os fatores subjacentes à procura de moeda, existe uma relação positiva entre a inflação e a taxa de crescimento da oferta de moeda no longo prazo. No enquadramento institucional da UEM, a política orçamental não pode afetar diretamente e de forma sustentada a taxa de crescimento da oferta de moeda nem a taxa de juro nominal. Como tal, para uma dada política monetária, a política orçamental pode ter um impacto apenas temporário na inflação, essencialmente através dos seus efeitos na atividade económica. Se a baixa inflação na área do euro tiver subjacente uma tendência mais baixa, por exemplo devido a uma desancoragem das expectativas, então a política orçamental é ineficaz para aumentar a inflação e aproximá-la do objetivo.

Determinadas ações heterodoxas de política orçamental podem ter efeitos mais persistentes sobre a inflação, mas correndo o risco de deixar o banco central incapaz de a controlar. Alguns autores sugerem que políticas expansionistas que não sejam financiadas por saldos primários futuros mais elevados podem ser usadas para sair de ambientes de baixa inflação quando as taxas de juro estão no ELB (Sims, 2016). Com efeito, a teoria orçamental do nível de preços (*fiscal theory of the price level*) sublinha que, quando tais políticas são conduzidas por governos que apenas emitem dívida nominal na sua própria moeda, pode ser inevitável um aumento do nível de preços de forma a garantir a satisfação da restrição orçamental do Estado. Neste contexto, o mecanismo subjacente à inflação é semelhante ao de uma corrida aos bancos (*bank run*), mas neste caso os agentes procuram desfazer-se de títulos de dívida pública (Cochrane, 2021). Os agentes, não

estando disponíveis para deter dívida, trocam os títulos por bens e serviços, conduzindo a um aumento dos preços no consumidor que reduz o valor real da dívida pública. Nestas circunstâncias, a inflação pode não ser controlável pelo banco central. Este cenário implica uma forma extrema de dominância orçamental que não é o enquadramento institucional da área do euro.

O sucesso da recuperação económica depois da pandemia dependerá de uma eficaz combinação das políticas, mas os governos da área do euro terão de manter um equilíbrio entre a necessidade de suportar a retoma e de assegurar a sustentabilidade das finanças públicas. Nas condições atuais, com um diferencial negativo entre a taxa de juro e a taxa de crescimento do produto, é possível manter um determinado rácio de dívida pública mesmo com défices primários. Como tal, é possível manter uma política com alguma orientação expansionista sem despertar preocupações com a sustentabilidade da dívida (Blanchard, 2019). Uma vez que é expectável que a política monetária permaneça acomodatória e que a inflação continue baixa, os custos de financiamento dos soberanos deverão manter-se baixos a médio prazo, aligeirando temporariamente o *trade-off*. Os fundos do NGEU poderão dar um contributo adicional para atenuar as tensões no curto a médio prazo, enquanto a mais longo prazo o Fundo de Recuperação e Resiliência deverá reforçar o crescimento potencial, contribuindo para melhorar a sustentabilidade da dívida e, eventualmente, para aumentar a taxa de juro natural. Contudo, os riscos poderão ressurgir, sobretudo dados os elevados níveis de dívida existentes em vários países e as vulnerabilidades que possam emergir após a crise pandémica.

As condições atuais não devem ser entendidas como uma mudança de paradigma e o BCE deve continuar a atuar em conformidade com o objetivo primordial de estabilidade de preços. Em determinados momentos, tal pode implicar tomar decisões para preservar o mecanismo de transmissão e a unicidade da política monetária, evitando crises de dívida soberana induzidas por expectativas (Secção 4.2). No entanto, as decisões de política monetária não devem ser condicionadas por riscos de sustentabilidade da dívida pública que reflipam os fundamentos económicos. Como tal, as decisões não devem conduzir a um regime de repressão financeira, em que a decisão de manutenção das taxas de juro em níveis baixos depende dos níveis de dívida pública, nem a um impedimento do papel disciplinador dos mercados (Schnabel, 2020b). Contrariar estes princípios corresponderia a uma situação de financiamento monetário. Os programas de compras do BCE, em particular o PEPP, têm objetivos e limites bem definidos, que são importantes para assegurar a sua proporcionalidade (Capítulo 3) e salvaguardar a independência do banco central.

Os riscos subjacentes ao balanço dos bancos centrais não devem guiar as decisões de política monetária. Poderiam surgir preocupações quanto à credibilidade dos bancos centrais se certos riscos relacionados com o balanço se materializassem e não existissem mecanismos que garantissem a sua capitalização (Del Negro e Sims, 2015; Reis, 2015). Este aspeto é particularmente importante quando existe um desequilíbrio substancial de duração no balanço do banco central (em particular, se os ativos apresentarem uma duração mais longa do que a das responsabilidades), uma vez que podem ocorrer perdas elevadas caso as taxas de juro aumentem de forma persistente. No caso da área do euro, taxas de juro mais elevadas podem gerar preocupações de âmbito orçamental e, por sua vez, induzir perdas adicionais para os bancos centrais nacionais. Como tal, a salvaguarda da dominância monetária exige a manutenção de disciplina orçamental no médio a longo prazo, quer a nível nacional, quer a nível da União, bem como a garantia de recapitalização do Eurosistema se necessário (Corsetti e Dedola, 2016). Nos últimos anos, o Eurosistema tem vindo a acumular uma margem financeira para acomodar potenciais perdas futuras, mas pode ser necessário reforçar mecanismos para lidar com potenciais incumprimentos e, em última instância, para garantir a recapitalização do Eurosistema.

Embora a complementaridade estratégica das políticas monetária e orçamental deva ser aproveitada em certas circunstâncias, a estratégia do BCE deve assegurar uma transição suave para um equilíbrio de longo prazo que garanta a ancoragem das expectativas de inflação. As condições em que as políticas monetária e orçamental funcionam e interagem mudaram significativamente nos últimos anos, sobretudo em resultado do longo período de taxas de juro baixas e, mais recentemente, da crise pandémica. As circunstâncias atuais são favoráveis a uma resposta acomodatória comum. No entanto, à medida que as economias recuperarem, as políticas monetária e orçamental devem preparar-se para um processo de normalização. Em resultado do recente alargamento da maturidade média das dívidas, um aumento das taxas de juro iria traduzir-se numa subida muito gradual das despesas com juros da dívida pública. Por outro lado, o rendimento líquido gerado pelos bancos centrais poderia reduzir-se, com um impacto negativo nos saldos orçamentais. Os riscos associados aos elevados níveis de dívida pública e privada e o aumento da exposição do balanço do Eurosistema aos soberanos têm de ser monitorizados atentamente. Para assegurar que a autoridade monetária mantém o controlo sobre o nível de inflação de longo prazo, o paradigma da dominância monetária, que está no cerne da arquitetura da UEM, deve permanecer uma pedra basilar. A independência do BCE e as salvaguardas para a proteger continuam a ser essenciais para o cumprimento do seu mandato.

Referências

- Acórdão do Tribunal de Justiça (2012). Processo C-370/12, *Pringle*, 27 de novembro.
- Acórdão do Tribunal de Justiça (2015). Processo C-62/14, *Gauweiler*, 16 de junho.
- Acórdão do Tribunal de Justiça (2018). Processo C-493/17, *Weiss*, 11 de dezembro.
- Adão, B. (2019). "Porque é a estabilidade de preços um objectivo-chave dos bancos centrais?" *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, V(1), 67-89.
- Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., e Holton, S. (2019). "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms." *ECB Working Paper Series No 2289*.
- Alves, N., Bonfim, D., e Soares, C. (2021). "Surviving the perfect storm: the role of the lender of last resort." *Journal of Financial Intermediation*, no prelo.
- Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., e Tristani, O. (2016). "The ECB's asset purchase programme: an early assessment." *ECB Working Paper Series No 1956*.
- Andrade, P., Cahn, C., Fraise, H., e Mésonnier, J.-S. (2019). "Can the provision of long-term liquidity help to avoid a credit crunch? Evidence from the Eurosystem's LTRO." *Journal of the European Economic Association*, 17(4), 1070-1106.
- Andrade, P., e Ferroni, F. (2021). "Delphic and odyssean monetary policy shocks: evidence from the euro area." *Journal of Monetary Economics*, 117, 816-832.
- Andrade, P., Galí, J., Le Bihan, H., e Matheron, J. (2019). "The optimal inflation target and the natural rate of interest." *Federal Reserve Bank of Boston Working Papers No 19-18*.
- Andreeva, D. C., e García-Posada, M. (2021). "The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition." *Journal of Banking and Finance*, 122, 105992.
- 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*, 43(5), 923-958.
- Arias, J., Bodenstein, M., Chung, H., Drautzburg, T., e Raffo, A. (2020). "Alternative strategies: how do they work? How might they help?" *Finance and Economics Discussion Series No 2020-068*, Conselho de Governadores da Reserva Federal.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: a description of the money market*. Londres: H. S. King.
- Ball, L. (2014). "The case for a long-run inflation target of four percent." *IMF Working Papers No 14/92*.
- Banco de Portugal (2015). "Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?" Tema em destaque, *Boletim Económico*, junho.
- Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinet, P., e Valenta, V. (2021). "The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area." *ECB Occasional Paper Series No 255*.
- BCE (2003). "Press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy." 8 de maio.
- BCE (2016). "The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation." *Economic Bulletin*, 4.
- BCE (2021a). "ECB Listens – Summary report of the ECB Listens Portal responses." <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview002.en.html>

- BCE (2021b). "ECB Listens – Midterm review summary report."
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.en.html>
- Beechey, M., e Österholm, P. (2018). "Point versus band targets for inflation." *Örebro University School of Business Working Papers* No 8/2018.
- Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., e Uribe, M. (2001). "The perils of Taylor rules." *Journal of Economic Theory*, 96, 40-69.
- Bholat, D., Broughton, N., Parker, A., Ter Meer, J., e Walczak, E. (2018). "Enhancing central bank communications with behavioural insights." *Bank of England Staff Working Paper* No 750.
- BIS (2019). "Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis." *CGFS Papers* No 63.
- Bittner, C., Bonfim, D., Heider, F., Saidi, F., Schepens, G., e Soares, C. (2021). "Why so negative? The effect of monetary policy on bank credit supply across the euro area." *Mimeo*.
- Blanchard, O. (2019). "Public debt and low interest rates." *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.
- Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., e Jansen, D.-J. (2008). "Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence." *Journal of Economic Literature*, 46(4), 910-945.
- Brand, C., Bielecki, M., e Penalver, A. (2018). "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy." *ECB Occasional Paper Series* No 217.
- Cassola, N., Kok, C., e Mongelli, F. P. (2019). "The ECB after the crisis: existing synergies among monetary policy, macroprudential policies and banking supervision." *ECB Occasional Paper Series* No 237.
- Castelnuovo, E., e Lim, G. (2019). "What do we know about the macroeconomic effects of fiscal policy? A brief survey of the literature on fiscal multipliers." *Australian Economic Review*, 52(1), 78-93.
- Coase, R. H. (1960). "The problem of social cost." *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- Cochrane, J. (2021). "The fiscal theory of the price level." *Mimeo*.
- Coenen, G., Erceg, C. J., Freedman, C., Furceri, D., Kumhof, M., Lalonde, R., Laxton, D., Lindé, J., Mourougane, A., Muir, D., Mursula, S., de Resende, C., Roberts, J., Roeger, W., Snudden, S., Trabandt, M., e in't Veld, J. (2012). "Effects of fiscal stimulus in structural models." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 22-68.
- Conselho de Governadores da Reserva Federal (2015). "Federal Reserve issues FOMC statement." Comunicado de imprensa, 16 de dezembro.
- Constâncio, V. (2015). "Understanding inflation dynamics and monetary policy." Comentários no painel do Jackson Hole Economic Policy Symposium "Inflation dynamics and monetary policy", Wyoming, 29 de agosto.
- Corradin, S., Eisenschmidt, J., Hoerova, M., Linzert, T., Schepens, G., e Sigaux, J.-D. (2020). "Money markets, central bank balance sheet and regulation." *ECB Working Paper Series* No 2483.
- Corsetti, G., e Dedola, L. (2016). "The mystery of the printing press: monetary policy and self-fulfilling debt crises." *Journal of the European Economic Association*, 14(6), 1329-1371.
- Cutuli, G., e Grotti, R. (2020). "Heterogeneity in unemployment dynamics: (un)observed drivers of the longitudinal accumulation of risks." *Research in Social Stratification and Mobility*, 67, 100494.

- Del Negro, M., e Sims, C. A. (2015). "When does a central bank's balance sheet require fiscal support?" *Journal of Monetary Economics*, 73, 1-19.
- Deutsche Bundesbank (2018). "Lower bound, inflation target and the anchoring of inflation expectations." *Monthly Report*, junho.
- Draghi, M. (2012). Discurso na Global Investment Conference, Londres, 26 de julho.
- Draghi, M. (2014a). "Monetary policy communication in turbulent times." Discurso na conferência "De Nederlandsche Bank 200 years: central banking in the next two decades", Amsterdão, 24 de abril.
- Draghi, M. (2014b). "Unemployment in the euro area." Discurso no Jackson Hole Economic Policy Symposium "Re-evaluating labor market dynamics", Wyoming, 22 de agosto.
- Draghi, M. (2016). "Delivering a symmetric mandate with asymmetric tools: monetary policy in a context of low interest rates." Discurso na cerimônia 200th anniversary of the Oesterreichische Nationalbank, Viena, 2 de junho.
- Ehrmann, M., Gaballo, G., Hoffmann, P., e Strasser, G. (2019). "Can more public information raise uncertainty? The international evidence on forward guidance." *Journal of Monetary Economics*, 108, 93-112.
- Ehrmann, M., Soudan, M., e Stracca, L. (2013). "Explaining European Union citizens' trust in the European Central Bank in normal and crisis times." *The Scandinavian Journal of Economics*, 115(3), 781-807.
- Fiorentini, G., Galesi, A., Pérez-Quirós, G., e Sentana, E. (2018). "The rise and fall of the natural interest rate." *CEMFI Working Papers* No 1805.
- FMI (2016a). "Monetary policy and the rise of nonbank finance." Capítulo 2, *Global Financial Stability Report*, outubro.
- FMI (2016b). "Global disinflation in an era of constrained monetary policy." Capítulo 3, *World Economic Outlook*, outubro.
- Haldane, A., Macaulay, A., e McMahon, M. (2020). "The 3 E's of central bank communication with the public." *Bank of England Staff Working Paper* No 847.
- Hartmann, P., e Smets, F. (2018). "The European Central Bank's monetary policy during its first 20 years." *Brookings Papers on Economic Activity*, outono, 1-146.
- Hassler, J., Krusell, P., Olovsson, C., e Reiter, M. (2020). "On the effectiveness of climate policies." *Mimeo*.
- Hauser, A. (2021). "From lender of last resort to market maker of last resort via the dash for cash - why central banks need new tools for dealing with market dysfunction." Discurso no Thomson Reuters Newsmaker, Londres, 7 de janeiro.
- Holston, K., Laubach, T., e Williams, J. C. (2017). "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants." *Journal of International Economics*, 108, S59-S75.
- Hotchkiss, J. L., e Moore, R. E. (2018). "Some like it hot: assessing longer-term labor market benefits from a high-pressure economy." *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series* No 2018-1c.
- Hutchinson, J., e Mee, S. (2020). "The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis." *ECB Economic Bulletin*, 5.
- Krishnamurthy, A., Nagel, S., e Vissing-Jorgensen, A. (2017). "ECB policies involving government bond purchases: impact and channels." *NBER Working Paper Series* No 23985.

- Mersch, Y. (2018). "Financial stability and the ECB." Discurso na ESCB Legal Conference, Frankfurt, 6 de setembro.
- Mishkin, F. S. (2008). "Comfort zones, schmumfort zones." Discurso na Sandridge Lecture of the Virginia Association of Economists and the H. Parker Willis Lecture of Washington and Lee University, Lexington, Virgínia, 27 de março.
- Nilsen, Ø. A., e Reiso, K. H. (2011). "Scarring effects of unemployment." *IZA Discussion Paper Series* No 6198.
- Nordhaus, W. (2015). "Climate clubs: overcoming free-riding in international climate policy." *American Economic Review*, 105(4), 1339-1370.
- Noyer, C. (2001). "The stability-oriented monetary policy of the ECB." Discurso na conferência organizada por HSBC CCF Securities, Paris, 6 de setembro.
- Paloviita, M., Haavio, M., Jalasjoki, P., e Kilponen, J. (2017). "What does "below, but close to, two percent" mean? Assessing the ECB's reaction function with real time data." *Bank of Finland Research Discussion Papers* No 29.
- Pigou, A. C. (1920). *The economics of welfare*. Londres: Macmillan.
- Powell, J. H. (2020). "New economic challenges and the Fed's monetary policy review." Discurso no Jackson Hole Economic Policy Symposium "Navigating the decade ahead: implications for monetary policy", Wyoming (via *webcast*), 27 de agosto.
- Praet, P. (2016). "The ECB and its role as lender of last resort during the crisis." Discurso na conferência do Committee on Capital Markets Regulation "The lender of last resort: an international perspective", Washington DC, 10 de fevereiro.
- Quintini, G., e Venn, D. (2013). "Back to work: re-employment, earnings and skill use after job displacement." *OECD Report VS/2011/0352*.
- Ramey, V. A. (2019). "Ten years after the financial crisis: what have we learned from the renaissance in fiscal research?" *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89-114.
- Reis, R. (2015). "Comment on: "When does a central bank's balance sheet require fiscal support?" by Marco Del Negro and Christopher A. Sims." *Journal of Monetary Economics*, 73, 20-25.
- Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., e Yiangou, J. (2019). "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20." *ECB Working Paper Series* No 2346.
- Sargent, T. J., e Wallace, N. (1981). "Some unpleasant monetarist arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, outono, 1-17.
- Schnabel, I. (2020a). "How long is the medium term? Monetary policy in a low inflation environment." Discurso no Barclays International Monetary Policy Forum, Londres, 27 de fevereiro.
- Schnabel, I. (2020b). "The shadow of fiscal dominance: misconceptions, perceptions and perspectives." Discurso no Centre for European Reform and the Eurofi Financial Forum "Is the current ECB monetary policy doing more harm than good and what are the alternatives?", Berlim, 11 de setembro.
- Sims, C. A. (2016). "Fiscal policy, monetary policy and central bank independence." No Jackson Hole Economic Policy Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Wyoming, 26 de agosto.
- Tucker, P. (2014). "The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction." Contributo para "Re-thinking the lender of last resort." *BIS Papers* No 79.

Ulate, M. (2021). "Going negative at the zero lower bound: the effects of negative nominal interest rates." *American Economic Review*, 111(1), 1-40.

Uribe, M. (2021). "The neo-Fisher effect: econometric evidence from empirical and optimizing models." *American Economic Journal: Macroeconomics*, no prelo.

Valle e Azevedo, J., Ritto, J., e Teles, P. (2019). "The neutrality of nominal rates: how long is the long run?" *Banco de Portugal Working Papers* No 11.

Williams, J. C. (2009). "Heeding Daedalus: optimal inflation and the zero lower bound." *Brookings Papers on Economic Activity*, outono, 1-49.

