

Sinopse de Economia

A estratégia de política monetária do BCE: da revisão de 2021 à avaliação de 2025

Alexandre Carvalho
Banco de Portugal

Joana Garcia
Banco de Portugal

José Miguel Cardoso da Costa
Banco de Portugal
Nova SBE

Sandra Gomes
Banco de Portugal
ISEG-ULisboa - UECE, REM

Pedro Pires Ribeiro
Banco de Portugal
ISCTE-BRU

Janeiro 2025

Resumo

O BCE está atualmente a reavaliar a sua estratégia de política monetária e anunciará as suas conclusões em 2025. Esta sinopse tem por objetivo contribuir para o debate. Examina as alterações significativas no contexto macroeconómico desde a revisão da estratégia de 2021 e reflete sobre os ensinamentos retirados da experiência recente com os seus principais elementos. Em seguida, apresenta quatro considerações relevantes para a avaliação em curso: (i) Quando é necessária uma ação de política monetária vigorosa ou persistente? (ii) As indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*) são um instrumento útil? (iii) A âncora nominal de longo prazo deve desempenhar um papel mais explícito? (iv) Deve a estratégia refletir melhor o facto de a atividade económica e as considerações relativas ao emprego poderem ser tidas em conta nas decisões de política monetária, desde que o cumprimento do objetivo de estabilidade dos preços esteja assegurado? (JEL: E52, E58)

1. Introdução

O objetivo primordial do Banco Central Europeu (BCE) é a manutenção da estabilidade de preços. Sem prejuízo deste objetivo, o BCE apoiará as políticas económicas gerais da União Europeia, a fim de contribuir para a realização

Agradecimentos: Os autores agradecem ao editor (Pedro Duarte Neves), Bernardino Adão, Nuno Alves, João Amador, António Antunes, e Pedro Teles, bem como aos participantes em sessões internas sobre a avaliação da estratégia de 2025, pelos seus comentários e sugestões úteis. As análises e opiniões aqui expressas são da responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

E-mail: aacarvalho@bportugal.pt; jmcosta@bportugal.pt; jomgarcia@bportugal.pt; sgomes@bportugal.pt; ppribeiro@bportugal.pt

dos seus objetivos. O BCE não tem o poder de alterar o seu mandato,¹ mas mantém a autonomia para escolher a estratégia de política monetária para o cumprir. A estratégia tem dois objetivos principais. Em primeiro lugar, fornece aos decisores de política um quadro analítico coerente que traduz a evolução da economia (observada ou esperada) em decisões de política. Em segundo lugar, serve como meio de comunicação das decisões de política monetária ao público.

O resultado da última revisão da estratégia de política monetária do BCE foi anunciado em julho de 2021, quase duas décadas após a primeira revisão em 2003. A última revisão abrangeu todos os aspetos da política monetária no âmbito do mandato do BCE e envolveu um amplo debate no Eurosistema (composto pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais da área do euro, incluindo o Banco de Portugal), organizado em vários grupos de trabalho, cada um centrado num tema específico.²

Na declaração sobre a estratégia de política monetária do BCE de julho de 2021, o Conselho de Governadores do BCE expressou a sua intenção de avaliar periodicamente a adequação da estratégia de política monetária, estando a avaliação seguinte prevista para 2025. Em julho de 2024, a Presidente Lagarde anunciou que no segundo semestre de 2025 seria apresentada uma avaliação e esclareceu que não se trataria de uma nova revisão da estratégia, mas sim de uma avaliação da revisão anterior. De facto, há elementos importantes da estratégia de 2021 que não serão avaliados (Lane 2024). Em particular, o BCE manterá o objetivo simétrico de inflação de 2% no médio prazo.

A avaliação de 2025 deve começar com uma análise da eficácia com que a estratégia atual atingiu os seus objetivos, da evolução das condições económicas e das conclusões que podem ser retiradas dos avanços recentes na literatura económica. O presente artigo pretende contribuir para esta análise e identifica quatro considerações que merecem uma discussão aprofundada: (i) Quando é necessária uma ação vigorosa ou persistente da política monetária? (ii) As indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*) são um instrumento útil? (iii) A âncora nominal de longo prazo deve desempenhar um papel mais explícito? (iv) Deve a estratégia refletir melhor o facto de a atividade económica e as considerações relativas ao emprego poderem ser tidas em conta nas decisões de política monetária, desde que o cumprimento do objetivo de estabilidade dos preços esteja assegurado? O artigo não tem a ambição de dar uma resposta definitiva a nenhuma destas questões. Também não propõe quaisquer alterações específicas na estratégia de política monetária. Em vez disso, sublinha a necessidade de uma discussão aberta e aprofundada destas quatro considerações.

A primeira consideração salienta a necessidade de discutir se a estratégia seria mais robusta se afirmasse que é necessária uma resposta vigorosa a desvios da inflação em relação ao objetivo, não só quando as taxas de política estão próximo do seu limiar

1. O mandato do Sistema Europeu de Bancos Centrais está estabelecido no artigo 127 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

2. Os resultados detalhados das discussões foram apresentados em 14 *occasional papers* que podem ser consultados em <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.pt.html>.

inferior efetivo (na sigla inglesa, ELB – *effective lower bound*),³ como é atualmente referido, mas também quando a inflação se desvia do objetivo no sentido ascendente. Além disso, questiona se a atual prescrição de medidas persistentes no limite inferior efetivo poderá ter consequências não intencionais. Nomeadamente, se esta prescrição implicar períodos prolongados de taxas de juro baixas, os agentes económicos podem percecionar uma mudança para um novo ambiente de longo prazo que pode dificultar o regresso da inflação ao objetivo.

A segunda consideração sublinha a necessidade de avaliar a utilidade de fornecer indicações sobre a orientação futura da política monetária. Inicialmente introduzida para proporcionar uma acomodação adicional quando a taxa de política monetária se aproximava do ELB, a experiência do BCE evidenciou certos riscos associados à utilização da *forward guidance*. Estes incluem uma menor flexibilidade para responder a alterações rápidas das condições económicas e a potencial desestabilização das expectativas de inflação a prazos mais longos. Por conseguinte, é essencial uma discussão aprofundada sobre a utilidade e o desenho da *forward guidance*.

A terceira consideração destaca a importância de compreender o nível para o qual se espera que as taxas de juro diretores convirjam no longo prazo. Discute também os potenciais benefícios e desafios da comunicação deste nível ao público. Embora exista uma incerteza substancial em torno destas estimativas, fornecer alguma orientação sobre o seu nível poderia ajudar a ancorar as expectativas de inflação a prazos mais longos e aumentar a clareza das decisões de política e dos seus efeitos esperados. É, por conseguinte, crucial uma discussão cuidadosa e pormenorizada desta questão.

Por último, a quarta consideração sublinha a importância de discutir a forma como a estratégia poderia refletir mais claramente o facto de a política monetária ter um impacto significativo na atividade económica e no emprego. Questiona se estes efeitos poderiam ser tidos em conta nas decisões de política monetária, desde que o cumprimento do objetivo primordial da estabilidade de preços esteja assegurado, tal como estabelecido no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE). Este reconhecimento teria de ser feito com cautela para garantir que não fosse interpretado de forma alguma como uma mudança para um mandato dual. No entanto, poderá revelar-se valioso, dado o papel significativo que a política monetária pode desempenhar na estabilização macroeconómica, contribuindo simultaneamente para uma tomada de decisão e uma comunicação mais coerentes.

A restante sinopse está estruturada da seguinte forma. A secção 2 apresenta uma descrição do contexto económico que antecedeu a revisão da estratégia de 2021 e examina as profundas mudanças no ambiente macroeconómico desde então. A secção 3 reflete sobre os ensinamentos retirados da experiência recente com os elementos-chave introduzidos pela revisão de 2021. A secção 4 apresenta quatro considerações para reflexão na avaliação em curso. A secção 5 apresenta as observações finais.

3. O ELB é o nível para além do qual o banco central não pode reduzir ainda mais a taxa de política porque uma fração significativa dos agentes económicos estaria disposta a mudar de depósitos para numerário. O ELB considera custos de armazenamento e segurança de deter numerário físico.

2. A evolução do contexto económico

No centro da revisão de 2021 esteve a necessidade de reavaliar a estratégia do BCE à luz do período prolongado de inflação baixa, crescimento potencial reduzido e taxas de juro baixas que caracterizou a área do euro e outras economias avançadas na sequência da crise financeira global.⁴ Entre 2009 e 2020, a inflação total na área do euro, medida como a variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se, em média, em 1,2% (Gráfico 1). Este valor foi inferior ao objetivo de estabilidade de preços, definido na altura como uma inflação abaixo, mas próxima, de 2% no médio prazo. O crescimento homólogo do IHPC excluindo bens alimentares e energéticos (uma medida da inflação subjacente) foi, em média, de 1,1%.

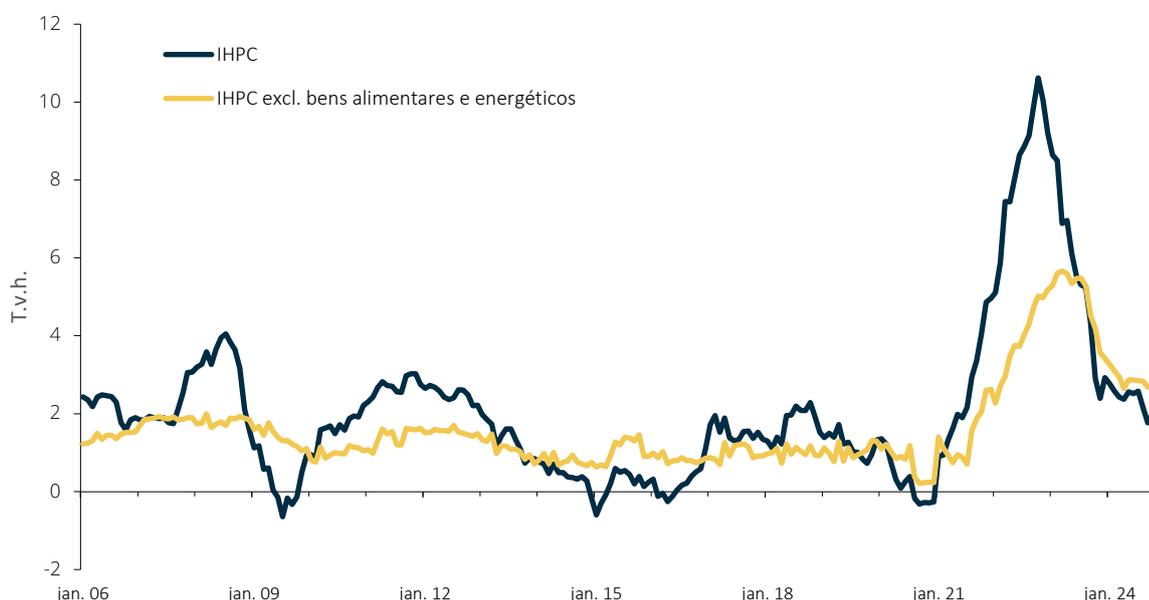


GRÁFICO 1: Inflação na área do euro

Nota: Dados até novembro de 2024.

Fonte: Eurostat.

Durante esse período, a taxa de juro natural terá prosseguido uma trajetória descendente iniciada na década de 1980. Esta taxa de juro é geralmente definida como a taxa de juro real de curto prazo que é consistente com o nível do produto se situar no seu nível potencial e com a inflação se manter estável no objetivo do banco central, na ausência de choques transitórios ou de rigidez nominal, ou seja, no longo prazo. Como discutido em Carvalho (2023), a redução da taxa de juro natural esteve provavelmente relacionada com forças estruturais, como o declínio da produtividade e do crescimento do produto potencial, o envelhecimento da população e o aumento da procura por ativos

4. Para uma discussão detalhada das razões para a revisão da estratégia de política monetária do BCE em 2021, ver o Tema em Destaque “Estratégia de política monetária do Banco Central Europeu: razões para uma nova revisão” no Boletim Económico do Banco de Portugal de junho de 2020.

sem risco.⁵ Do mesmo modo, o nível da taxa de juro nominal em que a taxa diretora não é nem contracionista nem expansionista, a taxa neutral, também terá diminuído (Gráfico 2). Esta taxa corresponde à taxa real natural somada ao nível esperado de inflação, ambos no longo prazo.

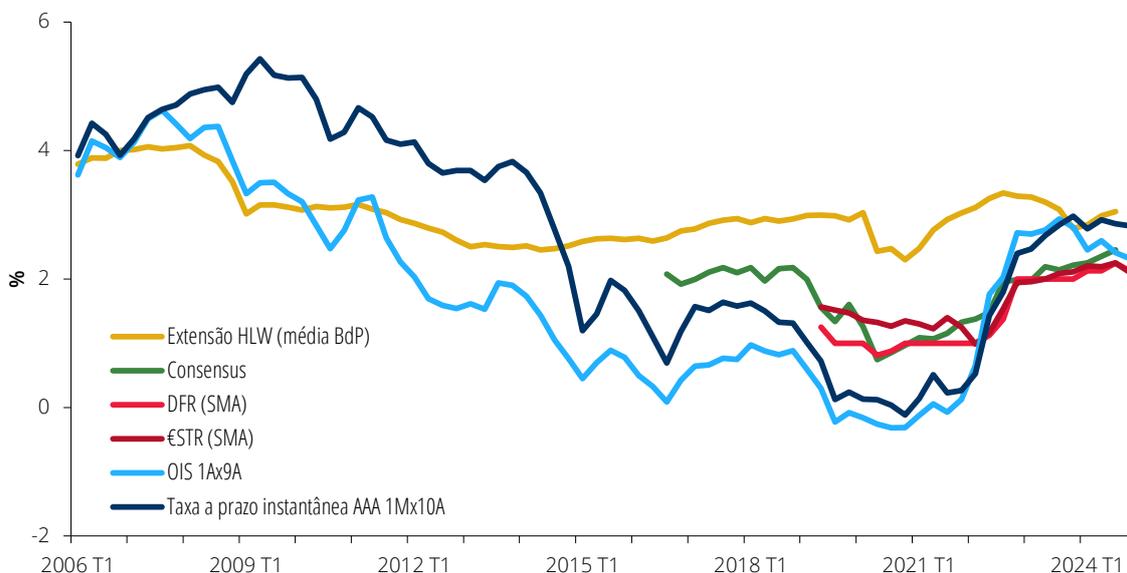


GRÁFICO 2: Estimativas da taxa de juro neutral na área do euro

Notas: A taxa de juro neutral pode ser definida como a taxa de juro real natural somada ao nível esperado da inflação, ambos no longo prazo. Dados até 2024 T3 no caso da extensão HLW (BdP), e no caso da Consensus Economics e até 2024 T4 no caso do SMA (*Survey of Monetary Analysts*) e dados de mercado. Extensão HLW (BdP): média das estimativas atualizadas com base em Carvalho (2023). Consensus: estimativas para a taxa EURIBOR a 3 meses dez anos à frente. SMA: estimativas fornecidas no SMA para o nível da taxa da facilidade de depósito (DFR) e da taxa *overnight* no longo prazo; as estimativas trimestrais consistem na média dos dois inquéritos realizados nesse trimestre. Taxa a prazo AAA: estimativa para a taxa a 1 mês dez anos à frente, com base em obrigações AAA. OIS: taxas de juro implícitas dos *Overnight Index Swaps* a 1 ano, nove anos à frente.

Fontes: BCE, Consensus Economics, LSEG e cálculos dos autores.

Durante o período prolongado de inflação e taxa de juro natural baixas, as taxas de juro diretoras do BCE foram reduzidas para níveis próximos do ELB. Quando as taxas de política se aproximaram de zero, limitando a margem de manobra disponível para utilizar este instrumento, o BCE recorreu a instrumentos de política monetária não convencionais para proporcionar um estímulo adicional, a fim de reconduzir a inflação ao objetivo, incluindo *forward guidance*, taxas de juro negativas, operações de refinanciamento de prazo alargado e compras de ativos. A dimensão do balanço do Eurosistema aumentou significativamente (Gráfico 3).

Embora exista alguma evidência de que a utilização de medidas de política monetária não convencional teve um impacto positivo na inflação (por exemplo, Rostagno *et al.* 2019), o crescimento do IHPC permaneceu abaixo do objetivo e da maioria das previsões

5. Ver também o Tema em destaque “A taxa de juro natural: do conceito aos desafios para a política monetária” do Boletim Económico do Banco de Portugal de março de 2019.

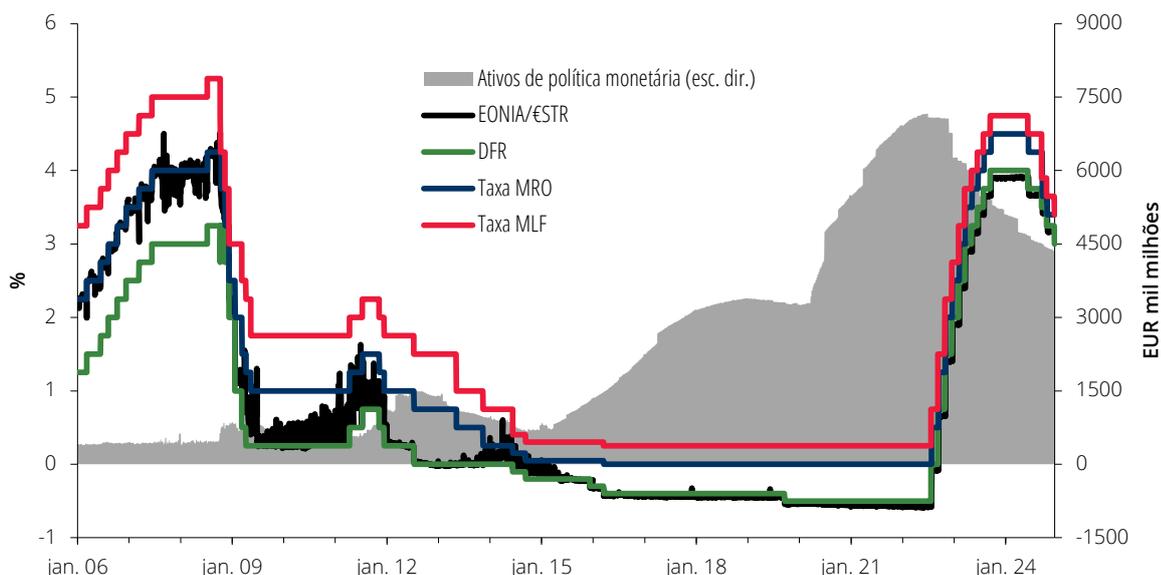


GRÁFICO 3: Ativos de política monetária do Eurosistema, taxas de juro diretoras do BCE e taxas de juro *overnight* na área do euro

Notas: Dados até dezembro de 2024. DFR – taxa da Facilidade de Depósito, MRO – Operações Principais de Refinanciamento, MLF – Facilidade Marginal de Cedência de Liquidez. A taxa *overnight* refere-se à €STR a partir de 2022 e à taxa EONIA menos 8,5 pontos base antes dessa data, em conformidade com a abordagem proposta pelo BCE. Os ativos de política monetária englobam programas de compra de ativos e operações de crédito a instituições de crédito da área do euro.

Fontes: BCE, LSEG e cálculos dos autores.

da altura. As expectativas de inflação a prazos mais longos começaram a diminuir (Gráfico 4), suscitando preocupações de que estivessem menos bem ancoradas no objetivo do que no passado (por exemplo, Antunes 2015). Neste contexto, alguns autores argumentaram que o reforço contínuo de expectativas de que as taxas de juro iriam permanecer baixas durante um período prolongado, a persistência de taxas diretoras baixas e a utilização continuada da *forward guidance* por parte do BCE pode ter conduzido a uma mudança das expectativas para um “novo normal” de inflação e taxas de juro baixas, contribuindo assim para a conjuntura de inflação baixa (por exemplo, Garcia e Teles 2016).

Durante este período, a crise financeira global e a crise da dívida soberana levantaram questões sobre a integridade da área do euro e salientaram a necessidade de assegurar o funcionamento adequado do mecanismo de transmissão da política monetária em todas as jurisdições. Consequentemente, o BCE implementou medidas para mitigar o aparecimento de diferenciais de taxas de juro face às taxas de referência sem risco em diferentes jurisdições da área do euro, quando não justificados por fundamentos económicos, que prejudicassem o funcionamento adequado da transmissão da política monetária (Ayres *et al.* 2024). Estas medidas incluíram o Programa de Títulos de Mercado (na sigla inglesa, SMP – *Securities Market Programme*) em 2010 e 2012, que envolveu a aquisição de títulos para fazer face a tensões graves em determinados segmentos de mercado. Este programa foi posteriormente terminado com o anúncio das Transações

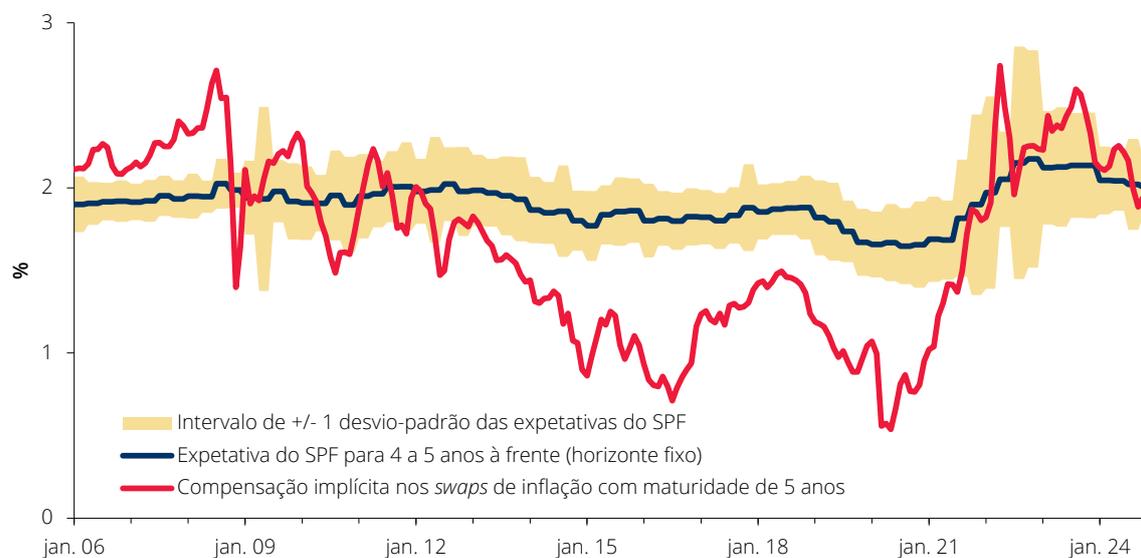


GRÁFICO 4: Expetativas de inflação a prazos mais longos na área do euro

Notas: Dados até dezembro de 2024, no caso dos *swaps* de inflação, e até 2024 T4, no caso do Inquérito a Analistas Profissionais (na sigla inglesa SPF – *Survey of Professional Forecasters*) do BCE. Dados de *swaps* de inflação – médias mensais.

Fontes: BCE, LSEG e cálculos dos autores.

Monetárias Definitivas (na sigla inglesa, OMT – *Outright Purchase Transactions*) em 2012, um programa concebido para salvaguardar uma transmissão adequada da política monetária em todas as jurisdições através da aquisição de obrigações soberanas sem limites quantitativos ex ante, mas sujeito a condicionalidade estrita.⁶

O ano que antecedeu o anúncio da estratégia de política monetária de 2021 foi marcado pela pandemia de Covid-19, um período de extrema incerteza. A fase inicial da pandemia caracterizou-se por confinamentos forçados que perturbaram o consumo e a produção normais, com efeitos heterogéneos nos vários setores. O BCE lançou um pacote abrangente de medidas complementares para assegurar que todos os setores da economia pudessem beneficiar de condições de financiamento favoráveis, incluindo o Programa de Compras de Emergência Pandémica (na sigla inglesa, PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*), que desempenhou o duplo papel de proporcionar acomodação monetária adicional e, crucialmente, estabilizar os mercados para garantir o funcionamento da transmissão da política monetária, através da flexibilidade que incorporou (ao longo do tempo, e nas diferentes classes de ativos e jurisdições).

O contexto económico mudou drasticamente a partir de meados de 2021. A inflação subiu acentuadamente, atingindo um pico de 10,6% em outubro de 2022, mais de 5 pontos percentuais acima do anterior máximo na história da área do euro. O aumento

6. Durante este período, registaram-se também progressos em algumas dimensões da estrutura institucional da área do euro, com alterações destinadas a aprofundar a União Económica e Monetária, incluindo a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade e o estabelecimento da União Bancária.

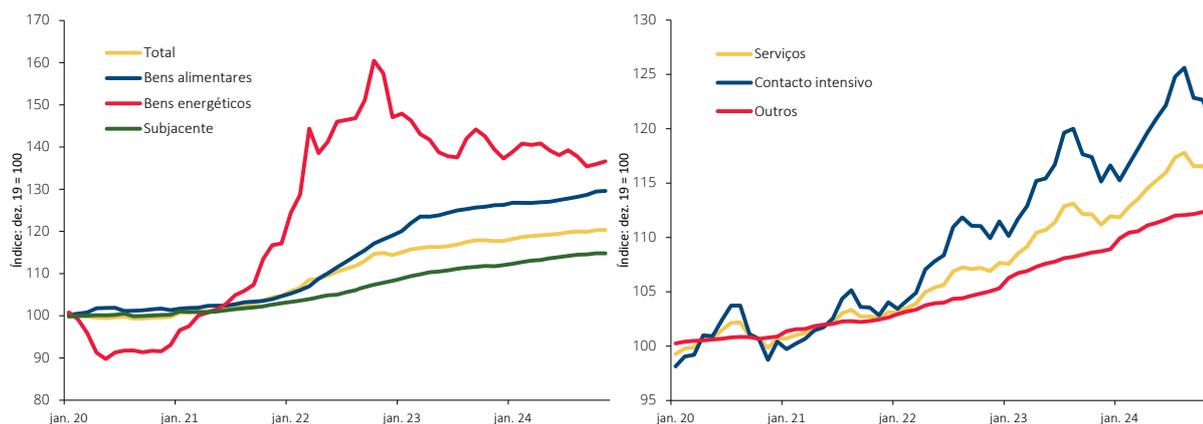


GRÁFICO 5: Principais agregados do IHPC e do IHPC dos serviços na área do euro

Notas: Dados até novembro de 2024. Subjacente – IHPC excluindo bens alimentares e energéticos. Lado esquerdo – dados ajustados de dias úteis e sazonalidade (exceto no caso da energia). Lado direito – valores não ajustados de sazonalidade; serviços de contacto intensivo identificados como em Lane (2022). Fontes: Eurostat, BCE e cálculos dos autores.

da inflação refletiu inicialmente a incapacidade das cadeias de abastecimento para fazer face à rápida recuperação da procura mundial na sequência da crise pandémica.⁷ A natureza mundial do choque também levou a aumentos de preços noutros países, que foram transmitidos aos preços da área do euro através das importações. O desfaseamento entre a oferta e a procura deu origem a condições cíclicas heterogêneas entre setores afetados diferentemente pela crise pandémica e provocou alterações significativas nos preços relativos (Gráfico 5). Estas alterações foram exacerbadas pelas restrições impostas pelo início da guerra na Ucrânia, que também aumentaram a incerteza e colocaram desafios significativos à política monetária. Com a subida dos preços da energia, a Europa enfrentou o risco de uma crise energética profunda. A inflação disparou à medida que o aumento dos custos da energia se propagava por toda a economia, aumentando as pressões inflacionistas já existentes. A inflação subjacente também aumentou à medida que as pressões inflacionistas se tornaram mais generalizadas.

Em resposta à subida da inflação, o BCE acelerou a redução das compras líquidas de ativos, abandonou a utilização da *forward guidance* e iniciou um aumento rápido e sem precedentes das suas taxas diretoras para níveis historicamente elevados. Nomeadamente, a taxa da facilidade de depósito (na sigla inglesa, DFR – *Deposit Facility rate*) foi aumentada em 450 pontos base em 14 meses.

Se, aquando da revisão da estratégia de 2021, existia muita evidência de uma descida da taxa natural, a evidência relativamente ao período mais recente é menos clara. Embora alguns dos fatores estruturais que contribuíram para taxas de juro naturais baixas antes da pandemia possam ainda estar em ação, outros fatores podem estar a exercer uma pressão ascendente (Gráfico 2). Por exemplo, o aumento substancial da

7. Para uma análise detalhada da influência de fatores de procura e oferta na inflação na área do euro ver, por exemplo, Arce *et al.* (2024).

dívida pública após a pandemia pode pressionar em alta a taxa natural (Benigno *et al.* 2024).

A rápida mudança no panorama económico constitui uma oportunidade valiosa para avaliar a robustez da estratégia num contexto muito diferente daquele para o qual foi concebida. As conclusões da investigação económica e da experiência dos últimos anos devem ser utilizadas para aperfeiçoar a estratégia.

3. Revisão da estratégia de 2021: lições da experiência recente

A estratégia de política monetária do BCE de 2021 está expressa em dois documentos principais: a "Declaração sobre a estratégia de política monetária do BCE",⁸ que descreve em 12 parágrafos as principais características da estratégia revista e a " Síntese da estratégia de política monetária do BCE",⁹ que desenvolve a reflexão subjacente à estratégia.

As principais alterações introduzidas na estratégia para 2021 incluem: (i) um objetivo de inflação simétrico de 2%; (ii) a análise das implicações do ELB; (iii) uma maior ênfase na orientação de médio prazo; e (iv) o reconhecimento da estabilidade financeira como condição prévia para a estabilidade de preços.¹⁰ Nesta secção, refletimos sobre as lições aprendidas com a experiência recente com estes elementos.

3.1. Um objetivo simétrico de inflação de 2%

A revisão de 2021 alterou a formulação do objetivo de estabilidade de preços, passando de uma inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo para uma inflação de 2% no médio prazo.¹¹ O Conselho do BCE esclareceu igualmente que o compromisso para com o objetivo é simétrico, ou seja, os desvios descendentes ou ascendentes são considerados igualmente indesejáveis.

A mudança para um objetivo simétrico de inflação de 2% refletiu preocupações sobre uma possível desancoragem em baixa das expectativas de inflação. Em parte, isto pode ter estado relacionado com a perceção de que o BCE era mais tolerante com uma inflação baixa do que com uma inflação elevada, dado que a definição anterior estabelecia um limite máximo em vez de um objetivo claro. Ao adotar explicitamente um objetivo simétrico de inflação, o BCE pretendeu eliminar qualquer perceção de uma

8. Ver a declaração da revisão em www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.pt.html.

9. Ver a nota de síntese em www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_overview.en.html (não disponível em português).

10. A revisão da estratégia incluiu igualmente um plano de ação específico para integrar as considerações relativas às alterações climáticas, bem como um compromisso no sentido de melhorar a comunicação, a fim de interagir melhor com o público. Ver Duarte *et al.* (2024) para uma visão geral das iniciativas de comunicação do banco central nos últimos anos.

11. A revisão de 2021 confirmou que o IHPC é o índice apropriado para quantificar o objetivo de estabilidade de preços na área do euro.

maior tolerância para resultados de inflação abaixo de 2% e reforçar a expectativa de ação de política monetária nesses cenários. Além disso, o foco num objetivo de inflação de 2% é mais fácil de comunicar e reforça a importância de manter alguma folga para proporcionar margem de manobra para a taxa de juro de política, especialmente face a uma taxa de juro natural mais baixa, o que poderia levar a que o ELB fosse atingido com maior frequência.

Há alguma evidência do impacto que esta alteração do objetivo teve nas expectativas de inflação de analistas profissionais. De acordo com o Inquérito a Analistas Profissionais (na sigla inglesa, SPF – *Survey of Professional Forecasters*) do BCE, em particular o inquérito especial sobre a nova estratégia de política monetária realizado em conjunto com o inquérito para o quarto trimestre de 2021, os inquiridos identificaram o objetivo de inflação simétrico de 2% como mais compreensível para o público em geral, e mais de um terço dos inquiridos reviu em alta as suas expectativas de inflação a mais longo prazo em resultado da nova estratégia de política monetária (Meyler *et al.* 2021). De facto, a distribuição das expectativas de inflação a mais longo prazo deslocou-se para a direita entre os inquéritos do segundo e do quarto trimestres de 2021 (Gráfico 6). No entanto, é difícil isolar o impacto causal da revisão da estratégia, uma vez que esta mudança em dois inquéritos consecutivos (ou seja, dois trimestres) pode dever-se à sensibilidade das expectativas de mais longo prazo a níveis de inflação mais elevados, uma vez que a inflação estava a começar a subir na altura. Baumann *et al.* (2022), usando o Inquérito aos Analistas Monetários (na sigla inglesa, SMA – *Survey of Monetary Analysts*), que está disponível com uma frequência mais elevada (cerca de 6 semanas), documentam que nos inquéritos que se seguiram à revisão da estratégia se verificou um aumento assinalável da percentagem de inquiridos que esperavam uma inflação de longo prazo em 2%, juntamente com um declínio na percentagem de inquiridos que esperavam que a inflação ficasse abaixo de 2%.

No caso dos consumidores, o impacto da revisão da estratégia para 2021 nas expectativas de inflação é menos claro. De facto, uma parte significativa dos consumidores tem um conhecimento limitado de política monetária e dificilmente um banco central consegue fazer-lhes chegar informação sobre a sua atuação.¹² Por exemplo, Hoffmann *et al.* (2023), usando uma experiência de fornecimento aleatório de informação num inquérito online às famílias conduzido pelo Bundesbank, reportam que as famílias alemãs fizeram pouca distinção entre as formulações anterior e atual do objetivo de inflação. Galati *et al.* (2022), utilizando um ensaio de controlo aleatório no âmbito de um inquérito mensal às famílias holandesas sobre as expectativas de inflação a curto e longo prazo, concluem que o que teve impacto nas expectativas de inflação das famílias não foi a revisão da estratégia do BCE, mas sim os elevados níveis de inflação entretanto observados. Ehrmann *et al.* (2023), usando perguntas específicas adicionadas do inquérito do BCE sobre expectativas dos consumidores (na sigla inglesa, CES – *Consumer Expectations Survey*), mostram que o anúncio da revisão da estratégia do BCE

12. Gomes *et al.* (2024) apresentam uma análise da evolução das expectativas de inflação entre os consumidores da área do euro nos últimos anos. D'Acunto *et al.* (2024) apresentam uma revisão da literatura recente sobre as expectativas de inflação das famílias.

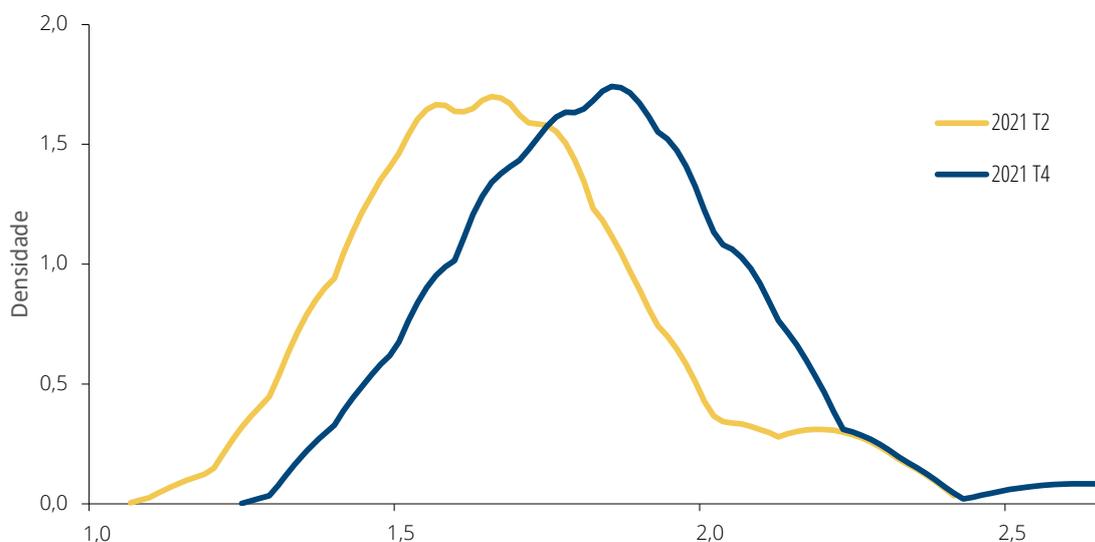


GRÁFICO 6: Expetativas de inflação a mais longo prazo para a área do euro a partir do SPF do BCE

Notas: Distribuição das expetativas de inflação pontuais pelos analistas individuais. Expetativas a mais longo prazo – 4/5 anos à frente. A amostra foi aparada para excluir valores anómalos (menor e maior observação em cada inquérito).

Fontes: BCE e cálculos dos autores.

e da alteração do objetivo de inflação em 2021 passou em grande medida despercebido pelo público em geral.

Quanto às expetativas das empresas, a evidência é mais escassa. Com base no inquérito sobre inflação e expetativas de crescimento do Banco de Itália, Bottone *et al.* (2022) mostram que, embora poucas empresas tenham prestado atenção ao novo objetivo de inflação, aquelas que o fizeram experimentaram menor dificuldade em interpretá-lo e ajustaram as suas expetativas para mais próximo de 2%.

A adoção de um objetivo simétrico de inflação de 2% também pode ter afetado a evolução da taxa de juros natural. Fernandez-Villaverde *et al.* (2024) sugerem que parte do possível aumento recente das taxas naturais tanto na área do euro como nos EUA pode ser atribuído às revisões de estratégia de política monetária da Reserva Federal e do BCE em 2020 e 2021, respetivamente. Na área do euro, os autores argumentam que a formulação revista do objetivo de inflação, ao contribuir para maiores expetativas de inflação de longo prazo, pode ter levado a uma menor probabilidade percebida de atingir o ELB e, portanto, a uma menor procura preventiva por ativos de menor risco, contribuindo assim para uma taxa natural mais alta. Note-se que uma taxa de juro natural mais elevada, relacionada com uma menor probabilidade percebida de atingir o limite inferior das taxas de juro, implica mais espaço para os bancos centrais implementarem medidas de acomodação monetária através da política de taxas de juro.

3.2. *Implicações do limite inferior efetivo das taxas de juro*

A estratégia de 2021 introduziu uma referência explícita à forma como a política monetária deve ser conduzida quando a taxa de política se aproxima do ELB, o que é uma consequência evidente do período de baixa inflação e baixas taxas de juro que precedeu a revisão da estratégia de política monetária. Por um lado, a estratégia afirma que, próximo do ELB, a política monetária deve ser particularmente vigorosa ou persistente para evitar que desvios negativos face ao objetivo de inflação se enraízem nas expectativas de inflação. Isso pode implicar um período transitório em que a inflação esteja moderadamente acima do objetivo. Por outro lado, a estratégia salienta que, embora o principal instrumento de política monetária seja o conjunto das taxas de juro diretoras do BCE, os instrumentos utilizados pelo BCE no passado, quando as taxas de políticas estavam próximo do ELB, serão utilizados no futuro. Estes instrumentos incluem *forward guidance*, compras de ativos e operações de refinanciamento de prazo alargado.

Uma consequência direta da revisão da estratégia para 2021 foi a revisão da *forward guidance* anunciada pelo Conselho do BCE na reunião de política monetária seguinte, em 22 de julho de 2021:

“(...) o Conselho do BCE espera que as taxas de juro diretoras do BCE permaneçam nos níveis atuais ou em níveis inferiores até observar que a inflação atinge 2%, muito antes do final do horizonte de projeção e de forma durável durante o resto do horizonte de projeção, e considerar que os progressos realizados em termos de inflação subjacente estão suficientemente avançados para serem consentâneos com uma estabilização da inflação em 2% no médio prazo. Tal pode também implicar um período transitório, durante o qual a inflação se situe moderadamente acima do objetivo.”

Além disso, na altura, a *forward guidance* sobre as compras líquidas de ativos no âmbito do Programa de Compra de Ativos (na sigla inglesa, APP – *Asset Purchase Programme*) apontavam para a sua continuação por um longo período. E esta manteve-se ligada à *forward guidance* sobre as taxas diretoras, declarando especificamente que essas compras líquidas terminariam pouco antes da primeira subida de taxas. Assim, as indicações sobre a orientação futura das taxas diretoras e das compras líquidas de ativos reforçaram a ideia de que as taxas permaneceriam inalteradas durante um período prolongado.

A evolução económica que se seguiu pôs em causa a utilidade de formulações complexas da *forward guidance*, quando ligadas de forma restritiva a desenvolvimentos macroeconómicos específicos e que implicam compromissos fortes para o futuro. De facto, o panorama económico alterou-se rápida e significativamente, nomeadamente com a reabertura da economia após a crise pandémica e a invasão da Ucrânia por parte da Rússia. Alguns autores argumentaram que a formulação da *forward guidance* prevalecente naquele momento pode ter atrasado a resposta da política monetária no início do surto de inflação (por exemplo, Orphanides 2023). Este facto levanta a questão de saber como deve ser formulada a *forward guidance* de forma a garantir que a política monetária mantém a capacidade de responder a alterações das condições económicas.

3.3. *Maior ênfase na orientação de médio prazo*

Desde o primeiro anúncio da estratégia de política monetária, em 1998, o Conselho do BCE clarificou que o objetivo da estabilidade de preços deve ser alcançado no médio prazo. Tal refletiu a necessidade de assumir uma visão prospetiva e o reconhecimento de que no curto prazo existe volatilidade nos preços que não pode ser completamente controlada pela política monetária.

Na revisão de 2021, o Conselho do BCE confirmou e reforçou o papel da orientação de médio prazo. Além de reconhecer a inevitabilidade de desvios de curto prazo na inflação e os desfasamentos e a incerteza na transmissão da política monetária, a declaração da estratégia de política monetária afirma explicitamente que *“a resposta adequada da política monetária a um desvio da inflação face ao objetivo é determinada pelo contexto específico e depende da origem, magnitude e persistência do desvio”*. Reconhece ainda que a orientação de médio prazo permite ao Conselho do BCE ter em conta outras considerações relevantes para a estabilidade de preços nas suas decisões de política monetária. Na síntese que explica mais pormenorizadamente a estratégia de política monetária, o BCE esclarece que a orientação de médio prazo *“proporciona flexibilidade de política para avaliar a origem dos choques e para não responder a choques temporários que possam dissipar-se por si, evitando assim volatilidade desnecessária na atividade e no emprego”*. Os choques temporários de oferta, que implicam um *trade-off* entre inflação e atividade económica real, são disso exemplo.

A orientação de médio prazo foi fundamental para adequar a resposta ao surto de inflação em 2021-2022. Como mencionado na secção 2, o aumento inicial da inflação foi em grande parte atribuído a interrupções na oferta após a pandemia, embora a dinâmica positiva da procura também tenha desempenhado um papel importante. Esperava-se que estes choques se dissipassem no médio prazo, pelo que não se justificaria uma ação de política imediata. Ao mesmo tempo, este episódio caracterizou-se também por ajustamentos significativos dos preços relativos e reafetações setoriais, para os quais a política monetária tem um papel limitado. Ao evitar responder a estes choques durante algum tempo, a política monetária foi proporcional,¹³ evitando um impacto mais negativo na atividade económica decorrente de uma resposta mais rápida da política monetária. No entanto, a situação mudou. No final de 2021, as pressões inflacionistas estavam a acumular-se e tornaram-se mais evidentes a partir de fevereiro de 2022, quando a Rússia invadiu a Ucrânia. O subsequente aumento dos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares conduziu a um aumento acentuado da inflação para níveis sem precedentes e de forma mais persistente do que o esperado, o que poderia perturbar as expectativas de inflação a mais longo prazo. Em resposta, o BCE aumentou rapidamente as taxas diretoras e começou a normalizar a dimensão do seu balanço.

13. De acordo com a síntese da estratégia de política monetária do BCE, o Conselho do BCE avalia sistematicamente a proporcionalidade das suas medidas quando toma decisões de política monetária. Esta avaliação inclui uma análise dos benefícios e possíveis efeitos secundários (ou seja, efeitos não intencionais na economia real e no sistema financeiro) da política monetária.

3.4. Reconhecimento da estabilidade financeira como condição prévia para a estabilidade de preços

A estratégia de 2021 salienta a importância da monitorização do mecanismo de transmissão da política monetária e reconhece que a estabilidade financeira é uma condição prévia para a estabilidade de preços. Este foi um avanço importante na revisão de 2021. A estratégia reconhece agora que o êxito na prossecução do objetivo da estabilidade de preços depende do bom funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. Assim, na condução da política monetária, o BCE pode ter de tomar decisões destinadas a manter a unicidade da política monetária. Tal resulta das lições aprendidas com as crises financeira, da dívida soberana e da pandemia a nível mundial.

O reconhecimento de que a estabilidade financeira é um pré-requisito para a estabilidade de preços foi, sem dúvida, um fator-chave para a criação de um novo instrumento, o Instrumento de Proteção da Transmissão (na sigla inglesa, TPI – *Transmission Protection Mechanism*), em julho de 2022. O TPI foi concebido para assegurar uma transmissão consistente da política monetária em todos os países da área do euro. Este instrumento permite ao Eurosistema efetuar compras no mercado secundário de dívida pública emitida em países em que as condições de financiamento se deterioreem numa medida não justificada pelos fundamentos económicos, desde que esses países cumpram os critérios necessários para assegurar a prossecução de políticas orçamentais e macroeconómicas sustentáveis. Com este novo instrumento, o Conselho do BCE sublinhou o seu compromisso para com a unicidade da política monetária na área do euro, como condição prévia para o cumprimento do seu mandato de manutenção da estabilidade de preços. Este novo instrumento permite também uma separação mais clara entre o objetivo de estabilização do sistema financeiro e a orientação da política monetária.

O impacto exato do TPI na transmissão da política monetária é difícil de avaliar empiricamente, especialmente porque o programa nunca foi ativado. No entanto, pode-se argumentar que o facto de o BCE ter implementado uma sequência rápida de subidas das taxas de juro sem que isso tenha causado perturbações nos mercados financeiros fornece alguma evidência indireta da utilidade deste instrumento. De facto, a investigação sugere que, num modelo teórico, um programa como o TPI pode efetivamente eliminar o chamado "*doom loop*" entre soberanos e bancos, mitigando potencialmente distorções no mecanismo de transmissão (Rojas e Thaler 2024).

4. Considerações para a avaliação da estratégia de política monetária de 2025

Uma estratégia fornece a base para as ações dos bancos centrais na prossecução sistemática dos respetivos mandatos. Nesse sentido, as ações da maioria dos bancos centrais são, em certa medida, previsíveis, pois estes operam dentro do que pode ser descrito como um "*targeting framework*" (Svensson 1999), mesmo que nenhum banco central siga uma regra mecânica para definir o instrumento de política, como a

conhecida regra de Taylor (Taylor 1993). No entanto, há momentos em que as decisões de política monetária se desviam da forma "habitual" de definir o instrumento de política em favor de abordagens mais flexíveis, nomeadamente quando confrontadas com grandes choques ou choques de natureza invulgar. O aumento da inflação em 2021/2022 foi um exemplo disso. Ainda assim, os bancos centrais, incluindo o BCE, estão sempre vinculados pelos seus mandatos, que são incorporados nas suas estratégias e que por isso enquadram as suas ações.

A fim de cumprir o seu objetivo, uma estratégia de política monetária deve basear-se na melhor compreensão possível do funcionamento da política monetária. A maioria dos bancos centrais acredita que, quando a inflação se desvia, ou ameaça desviar-se, do seu objetivo no sentido descendente, os bancos centrais devem reduzir temporariamente as taxas de juro nominais para manter a inflação no objetivo. Tal induzirá uma descida da taxa de juro real, que, por sua vez, estimula temporariamente a procura agregada e, em última análise, a inflação (e vice-versa se a inflação subir). Ao reagirem desta forma, os bancos centrais esperam evitar grandes desvios da inflação em relação ao objetivo, contribuindo assim para manter as expectativas de inflação bem ancoradas no objetivo da estabilidade de preços.

Ao mesmo tempo, se os bancos centrais alterarem as taxas de juros permanentemente o efeito pode ser diferente, como defendido numa literatura recentemente reavivada (Valle e Azevedo *et al.* 2022, Uribe 2022). Por exemplo, se um banco central reduzir as taxas de juro permanentemente, os agentes ajustam as suas expectativas a um "novo normal" com taxas de juro mais baixas e a inflação acabará por diminuir proporcionalmente à descida das taxas de juro. Assim, uma descida muito persistente da taxa diretora pode conduzir a uma redução da inflação, em contraste com o impacto positivo de uma descida temporária das taxas de juro. Esta é uma possível explicação para o longo período de taxas de juro e inflação baixas no Japão nas últimas duas décadas e meia (Jones *et al.* 2024). Do mesmo modo, uma possível justificação para a inflação persistentemente baixa na área do euro no período pré-pandémico é o facto de os agentes terem percecionado o nível baixo das taxas diretoras como um "novo normal", o que pode ter sido reforçado pela utilização da *forward guidance*.

Por último, para cumprir eficazmente o seu objetivo, a estratégia de política monetária do BCE tem de ser robusta a diferentes condições económicas. Por exemplo, deve proporcionar um quadro flexível para as decisões de política tanto em períodos de inflação baixa como elevada, tendo simultaneamente em conta as complexidades e os desafios colocados por mudanças súbitas no ambiente económico, como as dos últimos anos.

Tendo em conta todos estes aspetos, a avaliação da estratégia de política monetária do BCE de 2025 constitui uma boa oportunidade para reavaliar alguns dos elementos da atual estratégia. Quatro considerações relevantes são discutidas em seguida. Esta discussão não tem como ambição dar uma resposta definitiva sobre se e como estas considerações devem ser incorporadas na estratégia de 2025. Em vez disso, sublinha por que razão elas justificam um debate aprofundado.

Consideração 1: Quando é necessária uma ação de política monetária vigorosa ou persistente?

Tal como detalhado na secção 3.2, a estratégia de 2021 introduziu referências explícitas à forma como a política monetária deve ser conduzida quando se aproxima do ELB. Em primeiro lugar, a estratégia expressa a necessidade de usar diferentes instrumentos nestas circunstâncias. Em segundo lugar, a estratégia afirma que a política monetária deve ser particularmente vigorosa ou persistente para evitar que desvios negativos do objetivo de inflação se enraízem nas expetativas de inflação.

O reconhecimento da necessidade de diferentes instrumentos no ELB é importante, uma vez que nessas circunstâncias se torna mais difícil a utilização do principal instrumento de política (taxas de juro). Embora o compromisso com o objetivo seja simétrico, há uma assimetria na reação das taxas diretoras associadas ao ELB, exigindo o uso de diferentes instrumentos.

A prescrição de medidas vigorosas quando a inflação se desvia do objetivo no sentido descendente também é importante, pois essas medidas podem contribuir para manter as expetativas de inflação bem ancoradas e reduzir a probabilidade de atingir o ELB. No entanto, uma resposta vigorosa quando a inflação se desvia do objetivo no sentido ascendente pode ser igualmente importante para manter as expetativas de inflação bem ancoradas. Assim, a prescrição de medidas vigorosas apenas para desvios descendentes, sem uma prescrição equivalente para desvios ascendentes, pode funcionar contra a simetria do objetivo.

A prescrição de medidas de política monetária persistentes perto do ELB suscita preocupações adicionais. Se a interpretação acima referida sobre os efeitos de medidas de política persistentes, possivelmente permanentes, estiver correta, então, com a atual estratégia e na ausência dos choques significativos ocorridos desde 2020, a área do euro poderia eventualmente ter permanecido num regime de taxas de juro baixas e inflação abaixo do objetivo. Do mesmo modo, medidas persistentes num contexto de inflação elevada,¹⁴ se mantidas durante demasiado tempo, poderão acabar por contribuir para desestabilizar as expetativas de inflação a mais longo prazo no sentido ascendente e, por conseguinte, impedir uma descida sustentada da inflação para próximo do objetivo.

Neste contexto, é adequado um debate aprofundado sobre os casos em que é necessária uma resposta política vigorosa ou persistente. A estratégia pode ser mais robusta se declarar a necessidade de medidas de política eficazes quando existe o risco de desestabilização das expetativas de inflação a mais longo prazo, quer em sentido ascendente, quer descendente. Além disso, deve avaliar-se a utilidade de medidas particularmente persistentes no ELB para repor a inflação no objetivo, dada a possibilidade de desestabilizar as expetativas de inflação a mais longo prazo.

14. No ciclo recente, quando as taxas diretoras atingiram o seu pico, o Conselho do BCE comunicou que as taxas de juro diretoras do BCE se encontravam em níveis que, "*mantidos por um período suficientemente longo*", dariam um contributo substancial para o regresso atempado da inflação ao objetivo.

Consideração 2: A *forward guidance* é um instrumento útil?

Durante o período de inflação baixa e taxas de juro baixas, o BCE recorreu extensivamente a indicações sobre a orientação futura da política monetária, comprometendo-se a manter as taxas de juro baixas durante um período alargado. A formulação da *forward guidance* evoluiu significativamente ao longo do tempo. Em julho de 2013, o Conselho do BCE expressou a sua expectativa de que as taxas de juro permaneceriam baixas "durante um período alargado". Com o tempo, a *forward guidance* tornou-se mais específica, incorporando a definição de um período temporal específico (*date-based*) ou critérios baseados em condições económicas específicas (*state-based*). Por exemplo, em junho de 2018, o Conselho do BCE expressou que esperava que as taxas permanecessem estáveis "pelo menos durante o verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com as atuais expectativas de uma trajetória de ajustamento sustentada". Em setembro de 2019, o Conselho do BCE declarou esperar que as taxas permaneceriam baixas "até observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tenha refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente". Tal como explicado na secção 3.2, a formulação adotada após a revisão da estratégia foi complexa, ligada a desenvolvimentos económicos específicos, e incluiu a admissão de que um período de inflação moderadamente acima do objetivo poderia ser adequado.

A *forward guidance* foi introduzida com o objetivo de proporcionar uma acomodação adicional quando a taxa diretora se aproximava do ELB, contribuindo assim para alcançar a orientação desejada da política monetária. O objetivo era influenciar as expectativas dos agentes em relação às taxas de juro no longo prazo, influenciando as decisões de despesa e investimento e, em última análise, a inflação, numa situação em que a utilização regular do principal instrumento de política monetária era difícil.

No entanto, a utilização da *forward guidance* comporta riscos. Pode reduzir significativamente a flexibilidade do banco central para ajustar a orientação da política monetária em resposta a mudanças súbitas nas condições económicas e pode potencialmente desestabilizar as expectativas de inflação a mais longo prazo. Estes riscos estão presentes em várias formulações da *forward guidance*, embora em graus diferentes. As formulações com base no calendário podem ser mais claras para comunicar a um público mais vasto, mas reduzem a flexibilidade para responder à evolução das condições económicas e, se implicarem um compromisso com um período longo, podem transmitir a perceção de um "novo normal". As formulações baseadas no estado da economia podem permitir a flexibilidade necessária para ajustar a orientação da política no caso de as circunstâncias mudarem rapidamente. No entanto, se estas formulações forem baseadas em objetivos muito específicos de inflação, podem implicar um compromisso de manter as taxas de juro inalteradas durante um período muito longo se os objetivos não forem atingidos. Mais uma vez, tal pode potencialmente desancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo.

A experiência do BCE com a utilização da *forward guidance* nos últimos anos sugere que é necessário um debate aprofundado sobre a sua utilidade enquanto instrumento

de política, nomeadamente dada a sua forte dependência da gestão das expetativas a longo prazo. Caso seja considerado útil, nomeadamente em combinação com outros instrumentos de política, as suas características devem ser cuidadosamente ponderadas para evitar desestabilizar as expetativas de inflação e permitir a flexibilidade necessária para responder a uma eventual alteração das condições económicas.

Consideração 3: A âncora nominal de longo prazo deve desempenhar um papel mais explícito?

Quando a inflação (ou as perspetivas para a inflação) se desviam do objetivo, os bancos centrais tipicamente ajustam os seus instrumentos de política monetária, nomeadamente as taxas diretoras, para ajudar a convergência da inflação para o objetivo e, sobretudo, para evitar desestabilizar as expetativas de inflação a mais longo prazo. De facto, a ancoragem das expetativas de inflação é a imagem do sucesso do banco central no cumprimento do seu mandato de estabilidade de preços.

Os bancos centrais devem estar comprometidos em assegurar consistência com a sua âncora nominal de longo prazo, o objetivo de inflação. A longo prazo, a taxa de política nominal deverá convergir para um nível neutral, que é dado pela taxa de juro real natural mais o objetivo de inflação do banco central, 2% no caso do BCE. A política monetária afeta as taxas de juro reais a curto prazo, mas, a longo prazo, assume-se que a taxa de juro real natural é, em termos gerais, independente das ações da autoridade monetária. Para serem consistentes com o objetivo do banco central, as taxas de política devem seguir as forças fundamentais que afetam a economia no longo prazo.

Uma vez que se espera que a taxa de política convirja para o seu nível neutral no longo prazo, comunicar uma estimativa da taxa neutral, ou um intervalo de estimativas, pode ser uma âncora útil para os restantes agentes económicos. Existem pelo menos três dificuldades principais na comunicação do nível da taxa de política neutral: (i) a taxa de juro natural tem de ser estimada porque não é observável, (ii) existe uma elevada incerteza nestas estimativas porque estão muito dependentes do modelo e do horizonte usados, e (iii) as estimativas tendem a ser substancialmente revistas ao longo do tempo. Dadas essas dificuldades, a comunicação da taxa neutral poderia pôr em risco a credibilidade do banco central.

No entanto, a introdução desta âncora nominal na comunicação poderia ter vários benefícios. Poderia ajudar a clarificar a orientação da política monetária (desvios da taxa de política efetiva em relação à taxa neutral), contribuir para expetativas de inflação bem ancoradas ao proporcionar uma âncora de longo prazo para a taxa de política compatível com o objetivo para a inflação, e facilitar a explicação dos efeitos esperados das decisões de política. Tal contribuiria para o objetivo da estratégia de proporcionar um quadro abrangente para a tomada de decisões de política e a sua comunicação ao público. A prática de outros bancos centrais em todo o mundo, como a Reserva Federal dos EUA, o Banco do Canadá ou o banco central da Nova Zelândia, que publicam regularmente uma estimativa ou intervalo de estimativas para a taxa de juro neutral, sugere que os benefícios da comunicação da taxa neutral podem mais do que compensar os desafios acima mencionados. A atual reavaliação da estratégia de política monetária do BCE

deverá, por conseguinte, ponderar a reavaliação aprofundada do nível e dos fatores impulsionadores da taxa de juro natural e, conseqüentemente, da taxa neutral, a fim de fundamentar melhor as decisões de política. Além disso, devem ser avaliados os benefícios e custos de monitorizar e, eventualmente, comunicar o nível neutral das taxas diretas (nominais) e, conseqüentemente, do nível da taxa de juro natural (real).

Consideração 4: Deve a estratégia refletir melhor que as considerações relativas à atividade económica e ao emprego podem ser tidas em conta nas decisões de política monetária, desde que o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços esteja assegurado?

O TFUE estabelece que, sem prejuízo do objetivo da estabilidade dos preços, o BCE apoiará as políticas económicas gerais na União tendo em vista contribuir para a realização dos seus objetivos. Estes objetivos, enunciados no artigo 3.º do Tratado da União Europeia, incluem, nomeadamente, um crescimento económico equilibrado e uma economia social de mercado altamente competitiva que tenha como objetivo o pleno emprego e o progresso social.

Em consonância com o TFUE, a estratégia de 2021 especifica que, sem prejuízo da estabilidade de preços, o Conselho do BCE tem em conta, nas suas decisões de política monetária, outras considerações relevantes para a condução da política monetária. A nota de síntese especifica: *"Para manter a estabilidade de preços a médio prazo, será muitas vezes necessário ter em conta essas considerações. Ao mesmo tempo, as medidas de política monetária têm impacto na economia e nas políticas económicas."*

A formulação da estratégia parece implicar que as considerações relativas à atividade económica e ao emprego serão tidas em conta, mas apenas na medida do necessário para manter a estabilidade de preços. No entanto, e em conformidade com o TFUE, a atividade económica e o emprego poderão ser considerados de forma independente, desde que o mandato para a estabilidade de preços seja cumprido. De facto, quando existem diferentes opções de política compatíveis com o cumprimento do mandato, o facto de diferentes opções terem custos económicos diferentes deve ser considerado. Se esta questão estivesse mais bem refletida na estratégia, esta seria mais consistente com o TFUE, as decisões de política monetária seriam potencialmente mais coerentes e a comunicação das decisões ao público poderia ser mais simples. Além disso, uma vez que a política monetária pode desempenhar um papel importante na estabilização macroeconómica, este reconhecimento poder-se-á revelar valioso.

No entanto, existem certamente preocupações associadas a esse reconhecimento. Em primeiro lugar, não deve ser interpretado como um passo no sentido de um mandato dual. Além disso, existe o risco de esta flexibilidade não ser aplicada de forma simétrica e ser vista como justificação para um enviesamento de maior acomodação que poderia conduzir a uma inflação mais elevada. Para dar resposta a estas preocupações, a estratégia teria de reiterar que a estabilidade de preços é o objetivo primordial e tornar claro que a atividade económica e o emprego só serão tidos em consideração na medida em que tenham impacto nas perspetivas de inflação ou explicitamente como uma consideração relevante quando o objetivo principal estiver assegurado.

Neste contexto, a avaliação de 2025 proporciona uma oportunidade para debater a forma como a estratégia poderá refletir mais claramente que as considerações relativas à atividade económica e ao emprego podem ser tidas em conta nas decisões de política monetária, desde que tal não coloque em causa o objetivo da estabilidade de preços.

5. Observações finais

Num contexto dinâmico e em evolução, é crucial tirar partido da experiência passada e dos progressos no conhecimento económico para assegurar uma condução eficaz da política monetária. O aperfeiçoamento regular da estratégia do BCE com base nestes conhecimentos é fundamental para enfrentar os desafios futuros e manter a estabilidade de preços na área do euro. Este princípio foi reconhecido na estratégia de política monetária do BCE de 2021, na qual o Conselho do BCE reafirmou o seu compromisso de avaliar periodicamente a adequação da estratégia. Embora a estratégia de 2021 tenha, de um modo geral, fornecido orientações valiosas ao BCE, é importante fazer um balanço dos ensinamentos retirados ao longo dos últimos anos, a fim de reforçar ainda mais a sua eficácia.

Este artigo reflete sobre as lições aprendidas desde 2021 e identifica quatro considerações principais que são relevantes para a avaliação de 2025. A primeira consideração questiona o papel de medidas de política monetária vigorosas ou persistentes na proximidade do ELB, alertando que uma resposta decisiva a desvios da inflação de ambos os lados é importante para estabilizar as expectativas de inflação, mas que medidas persistentes podem ser desestabilizadoras. O segundo questiona a utilidade da *forward guidance*, especialmente tendo em conta que certas formulações correm o risco de perturbar as expectativas de inflação a longo prazo. O terceiro discute se poderia ser atribuído um papel mais explícito ao nível neutral da taxa diretora no longo prazo. Por último, a última reflexão debate se há margem para ter em conta considerações relativas à atividade económica e ao emprego nas decisões de política monetária, desde que tal não coloque em causa o objetivo da estabilidade dos preços.

Os trabalhos preparatórios para a avaliação de 2025 foram iniciados no Eurosistema. Tal como explicado em Lane (2024), os trabalhos planeados para a avaliação da estratégia de 2025 centrar-se-ão em duas vertentes fundamentais: (i) desenvolvimentos económicos desde a revisão de 2021; e (ii) as implicações para a política monetária. A primeira vertente examinará os fatores que moldam a inflação e a conjuntura económica à luz do recente episódio de inflação elevada, analisará a evolução provável destes fatores nos próximos anos e considerará as implicações para as perspetivas futuras da inflação. No âmbito desta análise, a avaliação terá igualmente em conta possíveis melhorias do conjunto de ferramentas analíticas utilizadas pelo BCE, incluindo técnicas de previsão. A segunda vertente abrangerá as implicações da alteração do contexto de inflação para a estratégia de política monetária. Tal incluirá uma análise da experiência recente com a evolução dos instrumentos de política, uma análise da operacionalização da orientação de médio prazo da estratégia de política monetária e uma análise da

melhor forma de gerir o risco e a incerteza na definição e comunicação das decisões de política.

Referências

- Antunes, A. (2015). "Co-movimento em revisões de expetativas de inflação de curto e longo prazo." *Revista de Estudos Económicos*, I(1), 1–19.
- Arce, O., M. Ciccarelli, A. Kornprobst, e C. Montes-Galdon (2024). "What caused the euro area post-pandemic inflation?" Occasional Paper Series 343, European Central Bank.
- Ayres, J., G. Navarro, J. Nicolini, e P. Teles (2024). "Self-Fulfilling Debt Crises with Long Stagnations." *Journal of Political Economy*, forthcoming.
- Baumann, U., C. Kamps, e M. Kremer (2022). "The ECBs new inflation target one year on." The ECB Blog, 10 August 2022.
- Benigno, G., B. Hofmann, G. Nuno, e D. Sandri (2024). "Quo vadis, r^* ? The natural rate of interest after the pandemic." *BIS Quarterly Review*, March, 17–30.
- Bottone, M., A. Tagliabracchi, e G. Zevi (2022). "Inflation expectations and the ECBs perceived inflation objective: Novel evidence from firm-level data." *Journal of Monetary Economics*, 129, S15–S34.
- Carvalho, A. (2023). "A taxa de juro natural na área do euro - Estimação e importância para a política monetária." *Revista de Estudos Económicos*, IX(3), 1–24.
- D'Acunto, F., E. Charalambakis, D. Georgarakos, G. Kenny, J. Meyer, e M. Weber (2024). "Household inflation expectations: an overview of recent insights for monetary policy." Discussion Paper Series 24, European Central Bank.
- Duarte, R., I. Abreu, e I. Gameiro (2024). "Comunicar com o público em geral: um percurso desafiante para os bancos centrais." *Revista de Estudos Económicos*, X(4), 1–31.
- Ehrmann, M., D. Georgarakos, e G. Kenny (2023). "Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECBs new monetary policy strategy." Working Paper Series 2785, European Central Bank.
- Fernandez-Villaverde, J., J. Marbet, G. Nuno, e O. Rachedi (2024). "Inequality and the zero lower bound." *Journal of Econometrics*, p. 105819.
- Galati, G., R. Moessner, e M. Rooij (2022). "Reactions of household inflation expectations to a symmetric inflation target and high inflation." Working Paper 743, De Nederlandsche Bank.
- Garcia, J. e P. Teles (2016). "Como é que a política monetária pode usar a curva de Phillips no contexto atual de baixa inflação?" *Revista de Estudos Económicos*, II(2), 1–20.
- Gomes, S., N. Monteiro, e P. Ribeiro (2024). "Expetativas de inflação na área do euro: um foco nas expetativas dos consumidores." *Revista de Estudos Económicos*, X(2), 23–43.
- Hoffmann, M., E. Moech, L. Pavlova, e G. SchulteFrankenfeld (2023). "Forceful or persistent: How the ECB's new inflation target affects households' inflation expectations." Discussion Paper 27/2023, Deutsche Bundesbank.

- Jones, C., M. Kulish, e J. Nicolini (2024). "Deeds Not Words: Inflation in the United States, Japan and Chile." Mimeo.
- Lane, P. (2022). "Inflation Diagnostics." The ECB Blog, 25 novembro 2022.
- Lane, P. (2024). "Moving from 3.75 to 3.50: explaining the latest rate decision." Discurso em European Investment Bank Chief Economists' Meeting, 16 setembro 2024.
- Meyler, A., M. Moreno, R. Arioli, e F. Fischer (2021). "Results of a special survey of professional forecasters on the ECBs new monetary policy strategy." Caixa no Boletim Económico do Banco Central Europeu, Número 7/2021.
- Orphanides, A. (2023). "The Forward Guidance Trap." *IMFS Working Paper Series*, 190.
- Rojas, L. e D. Thaler (2024). "The bright side of the doom loop: Banks sovereign exposure and default incentives." *European Economic Review*, 170, 104876.
- Rostagno, M., C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Guilhem, e J. Yiangou (2019). "A tale of two decades: the ECBs monetary policy at 20." Working paper series, European Central Bank.
- Svensson, L. (1999). "Inflation targeting as a monetary policy rule." *Journal Monetary Economics*, 43(3), 607–654.
- Taylor, J. (1993). "Discretion versus policy rules in practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Uribe, M. (2022). "The Neo-Fisher Effect: Econometric Evidence from Empirical and Optimizing Models." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 14(3), 133–62.
- Valle e Azevedo, J., J. Ritto, e P. Teles (2022). "The neutrality of nominal rates: How long is the long run?" *International Economic Review*, 63(4), 1745–1777.