

# O que Esperar das Novas Medidas do BCE?

Uma das tendências mais marcantes na economia mundial em 2014 tem sido a divergência crescente entre a zona euro e os Estados Unidos. Em 2013, a economia americana cresceu 2,2% e, já este ano, depois de um trimestre pontualmente negativo (resultado de alguns factores não recorrentes), acelerou para uma expansão de 4,2% no 2º trimestre (variação trimestral anualizada), esperando-se crescimentos próximos de 3% na segunda metade de 2014. Já na zona euro, o PIB contraiu-se em 2012 (-0,7%) e 2013 (-0,5%). Em 2014, e após alguns sinais de retoma no início do ano, a actividade económica estagnou no 2º trimestre. Esta evolução traduz-se na manutenção de uma taxa de desemprego elevada (superior a 11% da população activa) e em crescentes preocupações com os níveis baixos de inflação (0,3% homóloga em Agosto, face a uma definição de “estabilidade de preços” do BCE que corresponde a uma inflação “inferior a, mas próxima de 2%”). Em algumas economias da “periferia”, a inflação tem-se revelado mesmo negativa.

Estes riscos deflacionistas estão, naturalmente, associados a uma dinâmica desfavorável do mercado de crédito. Apesar de uma política monetária expansionista, com redução dos juros de referência e injeções de liquidez de longo prazo, a massa monetária da zona euro, medida pelo agregado M3, crescia apenas 1,5% no trimestre até Julho (em termos homólogos), bem abaixo do valor de referência, de 4,5%. No mesmo mês, os empréstimos às sociedades não financeiras contraíam-se ainda 2,3% face ao mês homólogo, enquanto os em-

préstimos à habitação e ao consumo registavam quedas homólogas de 0,1% e 1,8%, respectivamente. Em suma, apesar de o BCE ter aumentado a liquidez no sistema, essa liquidez continua a não circular na economia de uma forma normal. É certo que os últimos meses trouxeram alguns sinais de estabilização, expressos, por exemplo, no *Lending Survey* do BCE (com menor restritividade dos critérios de concessão de crédito e algum aumento da procura). No entanto, a verdade é que, por diversos mo-

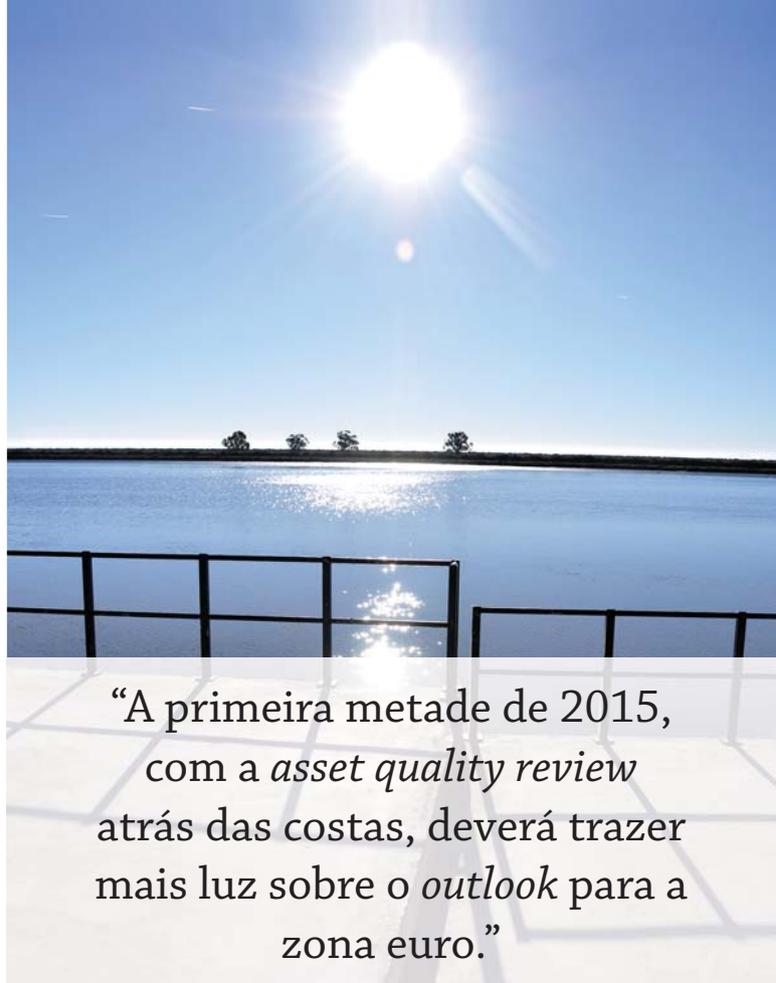
“[...] o BCE espera que a redução dos custos de financiamento dos bancos e os incentivos à titularização de crédito se traduzam em mais – e mais barato – financiamento à actividade económica.”

**Carlos Almeida Andrade\***

tivos (persistência de fragmentação financeira na zona euro, restrições relacionadas com níveis elevados de endividamento, expectativa em relação à *Asset Quality Review* e *stress-tests*, dúvidas sobre o *outlook*, etc.), o crédito na zona euro se mantém em contracção. E, entretanto, o balanço do BCE tem vindo a contrair-se de uma forma significativa desde meados de 2012, em contraste com os outros bancos centrais principais, tendo já anulado a expansão observada em 2011 (de um máximo de EUR 3,1 *trillion* para cerca de EUR 2 *trillion*).

Neste contexto, e com as expectativas de inflação a seguirem, de uma forma inesperada, uma tendência marcadamente decrescente, o BCE viu-se forçado a apresentar, em Junho e em Setembro, novos estímulos de política monetária. Depois do discurso do “*whatever it takes*” que, em Julho de 2012, marcou um ponto de viragem na crise da dívida soberana, Mario Draghi parece de novo apostado em ir a extremos para garantir a estabilidade da economia da zona euro. Em Junho, o BCE reduziu os juros de referência e anunciou as novas *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO), operações de financiamento de longo prazo (com maturidade em 2018) direccionadas para a concessão de crédito às famílias e empresas não financeiras, e que se iniciarão já em Setembro de 2014. O acesso a estas operações será uma função dos fluxos líquidos de crédito concedidos pelos bancos ao sector privado não financeiro (excluindo crédito à habitação). Em Setembro, o BCE voltou a reduzir os juros de referência, levando a taxa de juro das operações principais de refinanciamento para 0,05% (aumentando a atractividade das TLTRO) e a taxa de juro da facilidade de depósitos para - 0,2%. *Last but not least*, a autoridade monetária anunciou um programa de aquisição de *asset-backed securities* (incluindo títulos associados a crédito à habitação) e de *covered bonds*, com início em Outubro. O BCE pretenderá expandir o seu balanço em cerca de 50%, fazendo-o regressar aos níveis observados em 2012 (i.e., um aumento de cerca de EUR 1 *trillion*).

Espera-se que os impactos destes esforços sejam positivos. À partida, observou-se já um efeito importante ao nível da depreciação do euro, que tenderá a gerar ganhos de competitividade para as empresas exportadoras e a suportar uma “reflação” da economia. Este será um dos principais objectivos do BCE. Contudo, não deixam de subsistir algumas dúvidas sobre a potencial eficácia dos novos estímulos. Uma intenção central é reparar os mecanismos de transmissão da política monetária (i.e., conseguir traduzir os estímulos de política em mais actividade económica), sobretudo através do canal de financiamento às empresas. Isto é, o BCE espera que a redução dos custos de financiamento dos bancos e os incentivos à titularização de crédito se traduzam em mais – e mais barato – financiamento à actividade económica. Ao mesmo tempo, e mesmo sem mais crédito, a redução dos juros ajudará o processo de “desalavancagem” das empresas e



“A primeira metade de 2015, com a *asset quality review* atrás das costas, deverá trazer mais luz sobre o *outlook* para a zona euro.”

famílias, facilitando a realização de despesas. Por outro lado, se a liquidez começar a circular normalmente, esperar-se-ia uma subida da inflação para valores menos perigosos. Mas estes impactos não são certos. Para além da melhoria das condições da oferta, é preciso também que se observe um aumento da procura de crédito, algo menos controlável. Em algumas economias, os elevados níveis de endividamento, a falta de capital das empresas ou dúvidas sobre as perspectivas de evolução da actividade poderão restringir essa procura e, logo, a eficácia dos novos estímulos monetários. E, do lado da oferta, a falta de quantidade ou qualidade de activos titularizáveis poderá limitar a expansão desejada do balanço do BCE e da liquidez no sistema. Neste sentido, é fundamental que estas medidas não sirvam de pretexto para se abandonarem os esforços de reformas estruturais levados a cabo em diversas economias nos últimos três anos, das quais depende um maior potencial de crescimento económico da zona euro. Até termos mais certezas, tenderá a permanecer a expectativa de que o BCE pode não ficar por aqui, podendo ser, eventualmente, forçado a um *full quantitative easing*, incluindo a aquisição de dívida pública. No entanto, este deve ser visto como um cenário extremo. A primeira metade de 2015, com a *asset quality review* atrás das costas, deverá trazer mais luz sobre o *outlook* para a zona euro. ■

\*Chief Economist, Novo Banco.

Este texto foi escrito segundo a antiga ortografia.