



---

As operações de empréstimos de longo prazo (LTRO - Long Term Refinancing Operations) do BCE têm sido infrutíferas, quanto ao objectivo de ceder liquidez à economia. Implicitamente o BCE está a substituir-se, sem sucesso, ao Mercado Monetário Interbancário (MMI) que não exerce cabalmente a sua função. No que concerne à última operação de 28 de Fevereiro, o dinheiro foi revertido para o BCE no dia seguinte (num “reverse carry trade”, porque os bancos irão receber 0.25% pelo depósito que pagam a 1%) após o empréstimo histórico de 529 mil milhões de euros, a 3 anos, a 800 bancos. No dia 21 de Dezembro, 1º LTRO, foram emprestados 489 mil milhões de euros e acorreram 523 banco. Em Junho de 2009 houve um LTRO, mas com um prazo de 1 ano e um montante recorde nessa altura de 442 mil milhões de euros.

A atitude dos bancos pauta-se pela segurança e prudência, porque vão utilizar grande parte do dinheiro na compra de dívida pública e o “carry trade” será uma realidade.

O banco transalpino Intesa Sanpaolo é um dos exemplos paradigmáticos, que usufruiu de 24 mil milhões de euros na LTRO, 5% do empréstimo de 28 de Fevereiro e adiantou que irá utilizar esses fundos para a compra de títulos de dívida pública italiana. O BCE, ao contrário dos seus propósitos, serve de mutualista às dívidas dos Estados Europeus em maior dificuldade. O dinheiro não chega às famílias, às empresas, em suma à economia real... O balanço do BCE triplicou desde 2008, mas serão precisos mais 2 ou 3 LTRO para o dinheiro chegar à economia real? Vide Balanço 1 e Balanço 2.



## Balanço I

# Balanço do Banco Central Europeu a 22 de Agosto de 2008

Activo (Milhões de euros)		Passivo (Milhões de euros)	
1 Ouro e ouro a receber	208 282	1 Notas em circulação	683 725
2 Créditos sobre não residentes na Zona Euro expressos em moeda estrangeira	135 998	2 Responsabilidades com instituições crédito da Zona Euro em euros	214 351
2.1 Fundo Monetário Internacional (FMI)	9 291	2.1 Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	214 258
2.2 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	126 707	2.2 Facilidade de depósito	90
3 Créditos sobre residentes na Zona Euro expressos em moeda estrangeira	58 425	3 Outras responsabilidades com instituições crédito da Zona Euro em euros	127
4 Créditos sobre não residentes na Zona Euro expressos em euros	15 807	4 Certificados de dívida emitidos	0
4.1 Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	15 807	5 Responsabilidades com outras entidades da Zona Euro em euros	58 389
5 Créditos às instituições crédito da Zona Euro relacionados com operações de política monetária expressos em euros	451 016	5.1 Administração Pública	51 433
5.1 Operações principais de refinanciamento [MRO's-Main Refinancing Operations]	151 000	5.2 Outras	6 956
5.2 Operações refinanciamento longo prazo [LTRO's-Long Term Refinancing Operations]	300 012	6 Responsabilidades com não residentes na Zona Euro expressas em euros	81 421
6 Outros créditos sobre instituições crédito da Zona Euro expressos em euros	37 259	7 Responsabilidades com residentes na Zona Euro em moeda estrangeira	1 329
7 Títulos emitidos por residentes na Zona Euro expressos em euros	109 788	8 Responsabilidades com não residentes na área do euro em moeda estrangeira	18 283
8 Crédito à Administração Pública expresso em euros	37 457	8.1 Depósitos, saldos e outras responsabilidades	18 283
9 Outros activos	380 925	9 Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais (SDR) pelo FMI	5 120
		10 Outras responsabilidades	148 175
		11 Contas de reavaliação	152 364
		12 Capital e reservas	71 673
<b>Total do activo</b>	<b>1 434 957</b>	<b>Total do passivo</b>	<b>1 434 957</b>

Fonte: Banco Central Europeu; Rácio de Alavancagem (Balanço/Capital e Reservas=20)

**Balanço2**
**Balanço do Banco Central Europeu a 2 de março de 2012**

Activo (Milhões de euros)		Passivo (Milhões de euros)			
1	Ouro e ouro a receber	423 445	1	Notas em circulação	870 556
2	Créditos sobre não residentes na Zona Euro expressos em moeda estrangeira	246 981	2	Responsabilidades com instituições de crédito da Zona Euro expressas em euros	1 148 864
2.1	Fundo Monetário Internacional	86 843	2.1	Depósitos à ordem (incluindo reservas obrigatórias)	91 402
2.2	Depósitos, investimentos em títulos, empréstimos	160 138	2.2	Facilidade de depósito	820 819
3	Créditos sobre residentes na área do euro expressos em moeda estrangeira	72 110	2.3	Depósitos a prazo	219 500
4	Créditos sobre não residentes na área do euro expressos em euros	23 269	2.5	Depósitos relacionados com o valor de cobertura adicional	17 143
4.1	Depósitos, investimentos em títulos e empréstimos	23 269	3	Outras responsabilidades com instituições de crédito da Zona Euro em euros	7 368
5	Créditos às instituições de crédito da Zona Euro expressos em euros	1 130 352	4	Certificados de dívida emitidos	0
5.1	Operações principais de refinanciamento (MRO - Main Refinancing Operations)	29 469	5	Responsabilidades com outras entidades da Zona Euro expressas em euros	147 146
5.2	Operações de refinanciamento de prazo alargado (LTRO - Long Term Refinancing Operations)	1 100 076	5.1	Administração Pública	135 375
5.5	Facilidade permanente de cedência de liquidez	783	5.2	Outras	11 771
6	Outros créditos sobre instituições crédito da Zona Euro expressos em euros	59 261	6	Responsabilidades para com não residentes na área do euro expressas em	90 890
7	Títulos emitidos por residentes na Zona Euro expressos em euros	631 714	7	Responsabilidades com residentes na Zona Euro expressas em moeda estrangeira	4 413
7.1	Títulos detidos para fins de política monetária	284 080	8	Responsabilidades com não residentes na Zona Euro em moeda estrangeira	7 861
7.2	Outros títulos	347 633	8.1	Depósitos, saldos e outras responsabilidades	7 861
8	Crédito à Administração Pública expresso em euros	31 176	9	Atribuição de contrapartidas de direitos de saque especiais (SDR) pelo FMI	55 942
9	Outros activos	404 851	10	Outras responsabilidades	213 100
			11	Contas de reavaliação	394 029
			12	Capital e reservas	82 990
<b>Total do activo</b>		<b>3 023 159</b>	<b>Total do passivo</b>		<b>3 023 159</b>

Fonte: Banco Central Europeu; Rácio de Alavancagem (Balanço/Capital e Reservas=36,5)

Por alguma razão, Axel Weber desistiu de presidir ao BCE no passado dia 9 de Fevereiro de 2011, por não concordar com a compra de dívida pública, pelo incremento do balanço do BCE. Para Axel Weber, o BCE estava e está a fazer a mesma coisa que a FED, mas apelidando o Quantitative Easing do BCE por LTRO...

Mas a compra de obrigações do tesouro tem um risco inerente, que hoje em dia é bastante significativo, digamos que não é linear o ganho dos bancos através do Carry Trade [crédito cedido a 1% e compra de títulos com rentabilidade de 6%], veja-se o caso grego. Ainda paira muita incerteza na Europa e as dívidas públicas vão levar muitos anos até reverterem a sua evolução desfavorável, nomeadamente com a despesa social a ter um peso cada vez maior quer no Orçamento dos Estados quer no PIB europeu. Os bilhetes do tesouro como têm alguma salvaguarda e são percebidos pelos investidores como sempre pagos, podem ser um refúgio. No entanto, como as emissões são para prazos curtos e os montantes menos significativos, não será neste segmento de instrumento de dívida pública que os bancos vão, provavelmente, apostar mais agressivamente...

Um descontrolado aumento da massa monetária da Zona Euro é um problema que, talvez, não se coloque actualmente. O BCE falhou no passado dia 29 de Novembro de 2011 uma esterilização, não conseguindo drenar 9 mil milhões de euros gastos na compra de obrigações do tesouro. O BCE vai fazendo a esterilização (manter a mesma massa monetária ou crescimento normal de 2%) através de operações de Open Market, com a retirada de liquidez do mercado. Mas os montantes a esterilizar neste momento são bastante significativos e não há uma esterilização possível para as operações de LTRO. Também não faz sentido, esterilizar todo o dinheiro emprestado, porque o BCE estaria a colocar em causa o próprio empréstimo e cedência de liquidez! Mas, extraordinariamente, a operação é esterilizada, torna-se inócua, através da atitude dos próprios bancos ao recolocarem o dinheiro junto do BCE que receberam emprestado no dia anterior. Não há qualquer alteração na massa monetária...

Será relevante verificar a evolução dos balanços dos dois maiores bancos centrais do mundo: O Banco Central Europeu e a Reserva Federal norte-americana, espelhados nos gráficos 1 e 2.

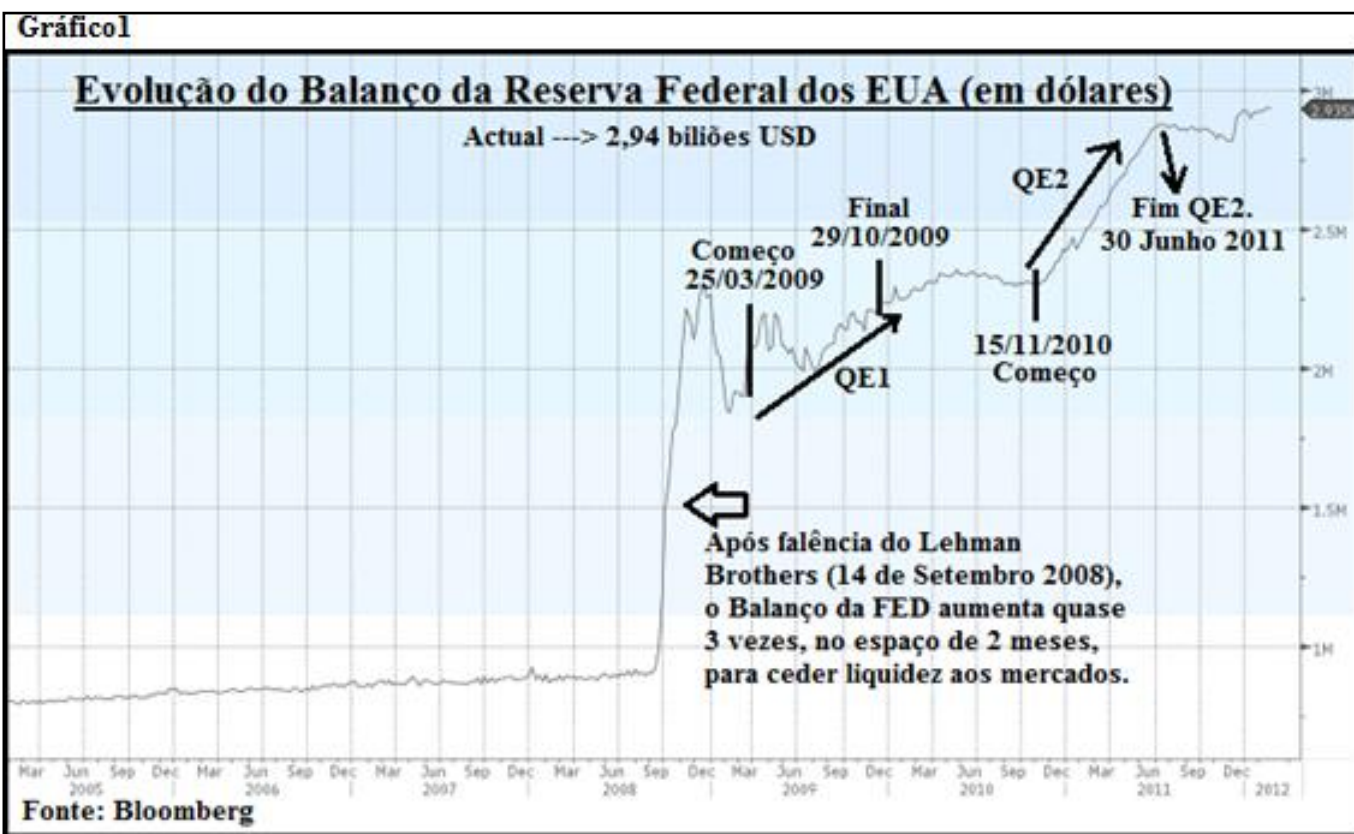


Gráfico2



A significativa subida do balanço do BCE já ultrapassa o incremento do balanço da FED [com todas as injeções de capital e os dois Quantitative Easing]. De resto é uma característica de todos os bancos centrais dos países desenvolvidos. Neste momento os activos dos bancos centrais equivalem a cerca de 20% a 30% do seu PIB, quando há 4 anos atrás representavam cerca de 5% do PIB e a alavancagem dos bancos centrais era de 10 vezes. Hoje o BCE tem uma alavancagem de 36 vezes... Ver gráfico 3

Gráfico3



Por último, de realçar a correlação positiva entre o EURUSD e o rácio do balanço Fed/Balanço BCE (Gráf. 4). Quando o balanço do BCE aumenta, o euro tende a depreciar-se contra o dólar. Fá-lo desde 2008 e o final do 2º e último Quantitative Easing norte-americano em Junho de 2011 espelha bem essa correlação. A descida é contrabalançada pelo défice comercial dos EUA que impede a apreciação do USD, enquanto a Zona Euro têm um défice comercial praticamente nulo. Os países setentrionais excedentários nas suas contas externas e os países periféricos com défices comerciais crónicos.

Gráfico 4



Paulo Monteiro Rosa, economista, 15 de Março de 2012