

ECONOMIA MONETÁRIA

*Mestrado em Economia Monetária, Bancária e
Financeira*

Departamento de Economia

Escola de Economia e Gestão

Universidade do Minho

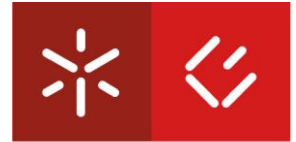
Este trabalho designado de “Lições de Economia Monetária” resultou de toda uma tarefa de recolha, compilação, organização e atualização das aulas ministradas por mim ao longo dos anos no âmbito das unidades curriculares de Economia Monetária e de Tópicos de Economia Monetária do Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho de que fui diretor alguns anos.

Penso que este trabalho poderá ser bastante útil sob os pontos de vista científico e pedagógico para os alunos que frequentem as referidas unidades curriculares e outras afins, nomeadamente nas licenciaturas em Economia e Gestão.

Este trabalho é em grande medida o culminar e ao mesmo tempo um legado futuro de minha longa carreira universitária de mais de 38 anos e da minha passagem recente à situação de Professor Catedrático Aposentado.

Gostaria neste momento de agradecer a todos os que direta ou indiretamente contribuíram para a execução deste trabalho, como sejam, à Universidade do Minho, à Escola de Economia e Gestão, ao Departamento de Economia, aos colegas docentes e em último mas não menos importante aos meus alunos que ano após ano contribuíram para o meu aperfeiçoamento científico e pedagógico com a sua exigência, críticas construtivas e palavras de forte apoio.

António Mendes da Silva Ferraz
(Professor Catedrático Aposentado)

**Nome: António Mendes da Silva Ferraz****Contacto: 253 604545; E-mail: ferraz@eeq.uminho.pt****RESULTADOS DE APRENDIZAGEM**

- 1) *Explicitar a importância da moeda, mercado e instituições financeiras na atividade económica.***
- 2) *Conhecer as determinantes da oferta e da procura de moeda e o processo de formação da taxa de juro.***
- 3) *Descrever o processo de criação/destruição de moeda, calcular multiplicadores monetários e explicitar os seus determinantes.***
- 4) *Explicitar os objetivos, instrumentos e mecanismos de transmissão das políticas orçamental, monetária e cambial em economia aberta.***
- 5) *Avaliar a política orçamental, monetária e cambial da Área do Euro.***
- 6) *Interpretar relatórios, notícias e informação quantitativa de natureza monetária, financeira e económica.***

PROGRAMA SUCINTO

BLOCO A: SISTEMA FINANCEIRO E POLÍTICA MONETÁRIA

- 1. Moeda e Financiamento da Economia. O Caso Português.**
- 2. Evolução do Sistema Financeiro e da Política Monetária em Portugal.**
- 3. Oferta de Moeda, Procura de Moeda e Formação da Taxa de Juro.**
- 4. A Estrutura das Taxas de Juro.**
- 5. Processo de Criação/Destruição de Moeda. Os Multiplicadores Monetários ou do Crédito e Seus Determinantes.**
- 6. Objetivos, Instrumentos e Mecanismos de Transmissão da Política Monetária**
- 7. Moeda e Política Monetária.**

BLOCO B: ECONOMIA MONETÁRIA INTERNACIONAL

B1. Políticas de Estabilização Macroeconómica: A Questão da Oportunidade e Eficácia Relativa das Política Monetária, Orçamental e Cambial

Estudo do Modelo IS/LM em Economia Aberta com Perfeita Mobilidade de Capitais: O Modelo IS/LM/BP (Modelo de Mundell-Fleming).

B2. O Sistema Monetário Internacional

Tipos de SMI

O Sistema Padrão-Ouro: 1888 a 1914

O Período entre Guerras e o Colapso do Padrão-Ouro

O Sistema De Bretton Woods. 1949 A 1973

A EMI Após 1974 e até a Atualidade

Discussões para uma Reforma

Conclusões

PROGRAMA DETALHADO

BLOCO A: SISTEMA FINANCEIRO E POLÍTICA MONETÁRIA: APLICAÇÃO AO CASO PORTUGUÊS

- 1. A Intermediação Financeira e o Sistema Financeiro. Mercado Monetário e Mercado de Capitais**
 - 1.1 *O Fluxo de Fundos no Sistema Financeiro.***
 - 1.2 *Os Mercados Monetários: Mercado Monetário Interbancário (MMI) e o Mercado Interbancário de Títulos (MIT).***
 - 1.3 *Mercados de Capitais: Caracterização e Funcionamento (Breve Análise).***
- 2. Instituições Financeiras, seu enquadramento legal e suas características. O Caso Português**
 - 2.1 *Enquadramento do "SF" Português no Esquema de Sectorização da Economia.***
 - 2.2 *Classificação das Instituições Financeiras em Portugal.***
- 3. Os Instrumentos de Política Monetária: o Controle Direto (ou Administrado) e o Controle Indireto (ou sobre a Base Monetária) do "Stock" Monetário da Economia**
 - 3.1 *Os Principais Instrumentos de Controlo Monetário Indireto (ou sobre a Base Monetária).***
 - 3.2 *Os Instrumentos de Política Monetária em Portugal.***
- 4. A Estrutura das Taxas de Juro**
 - 4.1 *Taxa de Juro Nominal e Taxa de Juro Real.***
 - 4.2 *Estrutura Temporal das Taxas de Juro.***
- 5. A Evolução da Política Monetária em Portugal**
 - 5.1 *Introdução.***
 - 5.2 *O Novo Regime Monetário.***
 - 5.2.1 *Antes da Adesão à UE.***
 - 5.2.2 *O Combate Contra a Inflação.***
 - 5.2.3 *Após a Adesão à UE.***
 - 5.2.4 *Regime Monetário: O Método de Controlo Monetário Indireto (sobre a Base Monetária) consolida-se a partir de Abril de 1991.***
 - 5.2.5 *Regime Cambial.***
- 6. Os Mecanismos (Canais) de Transmissão da Política Monetária (na Economia Real)**
 - 6.1 *O Canal da Taxa de Juro – O Custo do Capital.***
 - 6.2 *O Canal dos Preços dos Activos.***
 - 6.2.1 *O Efeito da Taxa de Câmbio nas Exportações.***
 - 6.2.2 *O Efeito Riqueza.***
 - 6.3 *Mecanismos do Crédito Bancário.***
 - 6.3.1 *Disponibilidade de Crédito Bancário.***
 - 6.3.2 *O Canal do Racionamento do Crédito.***
- 7. Moeda e Política Monetária**
 - 7.1 *A Procura de Moeda.***
 - 7.2 *A Oferta de Moeda e Equilíbrio no Mercado Monetário.***
 - 7.3 *Taxa de Juro, Procura Agregada e Produto.***
 - 7.4 *A Condução da Política Monetária.***

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, MARGARIDA E OUTROS**, "Economia Monetária e Financeira", Escolar Editora, 2ª Edição, Lisboa, 2012.
- BOFINGER, P.**, «Monetary Policy», Oxford University Press, 2001
- CALISTO, J. G.**, "O Sistema Bancário Português face à Criação do Mercado Único Comunitário", B.F.E: 1990.
- Cecchetti, S.G.**, "Money, Banking and Financial Markets", 3ª Edition, McGraw-Hill.
- CONSTÂNCIO, V.**, "Perspetiva de Evolução do Sistema Financeiro Português", Comunicação em A.P.B., 1986.
- COSTA, C. e CARDOSO, T.**, "Modernização do Sistema Financeiro", Relatório para Conferência sobre Política de Desenvolvimento Económico e Social, Instituto de Estudos para o Desenvolvimento, 1985.
- FERNANDES, J. D.V. e PORTELA, J. L.**, "O Sistema Bancário Português", 5ªEd., CGD, 1994.
- FERRAZ, ANTONIO M. S.**, "Economia Monetária Internacional: Teoria e Prática, Escolar Editora, Lisboa (2002).
- FLOUZAT, D.**, "Economia Contemporânea, os Fenómenos Monetários, Rés. Porto, 1994.
- LEWIS, M.K. e MIZEN, P.D.**, «Monetary Economics», Oxford University Press, 2000
- LOPES, J. S.**, "A Economia Portuguesa desde 1960", Coleção Trajetos Portugueses, Ed. Gradiva, 1996.
- LOPES, J. C. e ROSSETTI, J. P.**, "Moeda e Bancos – Um Introdução", Atlas, S. Paulo, 1983.
- LUCKETT, D. G.**, "Money and Banking", 3ª Ed., McGraw-Hill, 1984.
- MARQUES, W.**, "Política Monetária", Publicações Europa América, 2ª Ed., 1990.
- MARQUES, W.**, "Moeda e Instituições Financeiras", Publicações D. Quixote, 1991.
- MILLER, R. e VAN Hoose, D.**, "Modern Money and Banking", 3ª Ed., McGraw-Hill, 1993.
- MISHKIN, F. S.**, "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Prentice Hall, 10ª Edition, 2012.
- PALHA, A.**, "Sistema Bancário e Financeiro em Portugal", Estudos e Documentos de Trabalho do Banco de Portugal, 1987.
- PINTO, A. J. Mendonça**, "A Economia Portuguesa e os Acordos de Estabilização Económica com o FMI", Economia, Vol. VII, nº3, Out./1988.
- SILVA, A. CAVACO**; "A União Monetária Europeia: Funcionamento e Implicações, Ed. Verbo, Lisboa.

BASES DE DADO BIBLIOGRÁFICAS

- ECONLIT (cd-dom)** – disponível a partir da EEG.
- NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH (NBER)** – Working Papers – disponível a partir da EEG.
- PROQUEST (ABI/INFORM)** – disponível a partir da UM.

BASES DE DADOS ESTATÍSTICAS (disponíveis no GAI/EEG)

- INTERNATIONAL FINANTIAL STATISTICS (IFS)**, cd-rom – FMI.
- WORLD DEVELOPMENT INDICATORS**, 1999, cd-rom – WORLD BANK.
- SÉRIES LONGAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA PÓS II GUERRA. MUNDIAL, VOL.I**, cd-rom – BANCO DE PORTUGAL.
- ESTATÍSTICAS DA UNIÃO EUROPEIA**, cd-rom – EUROSTAT.

BLOCO B

B1. POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO MACROECONÓMICA: A QUESTÃO DA OPORTUNIDADE E EFICÁCIA RELATIVA DAS POLÍTICAS MONETÁRIA, ORÇAMENTAL E CAMBIAL

MODELO IS-LM-BP (MODELO DE MUNDELL-FLEMING)

- Introdução
- *Equilíbrio Global em Regime de Câmbios Fixos.*
 - *Análise da Eficácia Relativa da Política Orçamental*
 - *Análise da Eficácia Relativa da Política Monetária.*
 - *O Impacto da Alteração da Taxa de Juro Internacional*
 - *Análise da Eficácia Relativa da Política Cambial.*
- *Equilíbrio Global em Regime de Câmbios Flutuantes/Flexíveis.*
 - *Análise da Eficácia Relativa da Política Orçamental*
 - *Análise da Eficácia Relativa da Política Monetária.*
 - *O Impacto da Alteração da Taxa de Juro Internacional.*

BIBLIOGRAFIA

BURDA, M., WYPLOSZ, C. "Macroeconomia: Uma Visão Europeia", 5ª Edição, Oxford, 2011.

DORNBUSH, R., S. Fischer e R. Startz", "Macroeconomics", 2ª ed., McGraw-Hill, 2008..

ARGY, V., "International Macroeconomics", Routledge, 1994, parte II, pp. 53-200.

BAKER, Stephan, A., "An Introduction to International Economics", HBJ Eds., 1990.

Blanchard, O. et al.; "Macroeconomics: A European Perspective", Prentice Hall, 2010.

- CHACHOLIADES, M., "International Economics", McGraw-Hill, N.Y., 1990.**
- FERRAZ, ANTONIO M: S., "Análise Macroeconómica: Teoria e Prática, Escolar Editora, Lisboa, 2002.**
- FLEMING, J. M., "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates, FMI Staff Papers, 1962.**
- FRENKEL, J. A. e MUSSA, M. L., "Monetary and Fiscal Policies in an Open Economy", American Economic Review, May 1981, 71 (2), pp. 253-258.**
- FROYEN, R.T., "Macroeconomics, Theories and Policies", 5ª Ed., Macmillan, N.Y., 1995.**
- GRAUWE, Paul de, "International Money", 2ª Ed., Oxford Universities Press, 1996.**
- GUILLOCHON, B., "Economia Internacional", Planeta Ed., Lisboa, 1995.**
- MANKIW, N.G., "Macroeconomics", 8ª Edition, Worth, Palgrave Macmillan, 2012. Makron Books, Brasil, 4ª Ed., 1999, pp. 305-536.**
- McCALLUM, B.T., "International Monetary Economics", Oxford, 1996.**
- MENDONÇA, A.et al., "Economia Financeira Internacional", Schaum, McGraw-Hill, 1998.**
- MUNDELL, R. A., "Capital Mobility and Stabilization Under Fixed and Flexible Exchange Rates", Canadian Journal of Economics, v. 29, November 1963, pp. 475-485.**
- PIKOULAKIS, E., "International Macroeconomics", Macmillan, 1995.**
- PILBEAM, k., "International Finance", Macmillan, 1992, Cap. 4, pp. 75-106.**
- SAMUELSON, P. A e NORDHAUS, W., "Economia", 14ª Ed., McGraw-Hill, 1993.**
- SALVATORE, D., "International Economics", Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 5ª Ed., 1995.**
- VISSER, H., "A Guide to International Monetary Economics – Exchange Rate Theories, Systems and Policies", Edward Elgar, 2ª Edição, 2000.**

B2. ECONOMIA MONETÁRIA INTERNACIONAL (SMI)

- **Introdução**
- **Tipos de Sistemas Monetários Internacionais**
- **Os Objetivos de um SMI**
- **Ajustamento, Liquidez e Confiança**
- **Caracterização do SMI**
- **O Sistema Padrão-Ouro "Classic Gold Standard": 188 a 1914**
- **Os Anos Inter-Guerras e o Colapso do Padrão-Ouro**
- **O Sistema de Bretton Woods: 1949 a 1973**
- **O SMI Após 1974 e até a Atualidade**
- **Discussões para uma Reforma**
- **Conclusões**

BIBLIOGRAFIA

- BAKER, S.A. (1990) – "An Introduction to International Economics", HJB Editions.**
- BURDA, M. e C. Wyplosz (2011) - "Macroeconomia: Uma Visão Europeia"- 3ª Edição, Oxford.**
- CHACHOLIADES, M (1990) – "International Economics", MacGraw Hill.**
- Ferraz, A.M.S. (2002) – Economia Monetária Internacional: Teoria e Prática, Escolar Editora.**
- KRUGMAN, P.R. E M. OBSTEFELD (2009) – "International Economics: theory and practice", 8ª Edition, Pearson Education, Addison-Wesley Boston, MA.**
- TRIFFIN, R. (1960) – "Gold and the Dollar Crisis2, New Haven, Yale.**

BLOCO C: A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA EUROPEIA (UEME)

CAPÍTULO I: ÁREAS MONETÁRIAS ÓPTIMAS E A MOEDA ÚNICA.

- 1.1. A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓPTIMAS (AMO).**
- 1.2. BENEFÍCIOS E CUSTOS DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓPTIMAS**
- 1.3. UNIÃO MONETÁRIA EUROPEIA E ÁREAS MONETÁRIAS ÓPTIMAS**

CAPÍTULO II: A CONSTRUÇÃO DA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA EUROPEIA (UEM): DO SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU À MOEDA ÚNICA (SME).

1. ENQUADRAMENTO HISTÓRICO

1.1. A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

- 1.1.1. Sistema Padrão Ouro**
- 1.1.2. Sistema de Bretton Woods**

1.2. UMA VISÃO EUROPEIA

- 1.2.1. O Tratado de Roma**
- 1.2.2. Relatório Werner**
- 1.2.3. Serpente Monetária**
- 1.2.4. Sistema Monetário Europeu**

2. OBJETIVOS DO "SME"

3. COMO ATINGIR OS OBJETIVOS DESEJADOS?

4. Sistema Monetário Europeu (SME) – Funcionamento

- 4.1 ELEMENTOS DO "SME": O "ECU".**
- 4.2 MECANISMOS DAS TAXAS DE CÂMBIO DO "SME"**
 - 4.2.1 Cotações Centrais e regras de intervenção.**
 - 4.2.1.1 Margens de flutuação.**
- 4.3 MECANISMO DE CÂMBIO E DE INTERVENÇÃO**
 - 4.3.1. Cotações centrais e regras de intervenção**
 - 4.3.1.1 Margens de flutuação**
 - 4.1.1.2. Como encontrar estas margens?**
 - 4.3.2. Indicador de Divergência**
- 4.4. MECANISMO DE APOIO E DE CRÉDITO**
 - 4.4.1. Financiamento a muito curto prazo**
 - 4.4.2. Apoio monetário a curto prazo**
 - 4.4.3. Apoio financeiro a médio prazo**

5. CONDIÇÕES PARA O BOM FUNCIONAMENTO DO "SME"

- 5.1. CONVERGÊNCIA DAS POLÍTICAS ECONÓMICAS**
- 5.2. FUNCIONAMENTO FLEXÍVEL DO SISTEMA**
- 5.3. UMA RELAÇÃO MAIS ESTÁVEL ENTRE O DÓLAR E AS MOEDAS EUROPEIAS**

6. O PORQUÊ DA "UEME"

- 6.1. OS OBJECTIVOS**
 - 6.1.1. Objectivos económicos**
 - 6.1.2. Objectivos políticos**
- 6.2. PAPEL DO SME**

7. MOEDA ÚNICA (EURO)

7.1. CONSEQUÊNCIAS DO EURO

- 7.1.1. Consequências para as empresas*
- 7.1.2. Consequências para os investidores*
- 7.1.3. Consequências para os bancos*
- 7.1.4. Consequências para os consumidores*

7.2. IMPACTO MACROECONÓMICO DO EURO

- 7.2.1. O custo do trabalho*
- 7.2.2. O preço do capital: a taxa de juro*
 - 7.2.2.1. O caso Português*
- 7.2.3. Os preços*

7.3. EURO – MOEDA INTERNACIONAL

- 7.3.1. As funções de uma moeda internacional*
 - 7.3.1.1. As funções de carácter oficial do euro*

8. SME II

ANEXO: UMA LONGA CAMINHADA

CAPÍTULO III: AS POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL DA "UEM"

I. Enquadramento Histórico da "UEME"

- 1.1. Uma Nova Fase da Integração Europeia*
- 1.2 A Fase Inicial e os Precedentes*
- 1.3 Conversão das Moedas nacionais em Euro*
- 1.4 Coexistência do Euro e das Moedas Nacionais*
- 1.5 Custos e Vantagens da Moeda Única*
 - 1.5.1 Custos da União Económica e Monetária*
 - 1.5.2 Vantagens da União Económica e Monetária*
- 1.6 Conclusão*

II. A Transição para a Moeda Única

- 2.1 Nota Introdutória*
- 2.2 Estado de Convergência*
 - 2.2.1 Critérios de Convergência*
 - 2.2.1.1 Inflação*
 - 2.2.1.2 Taxas de Juro*

III. A Política Monetária

- 3.1 O Sistema Europeu de Bancos Centrais.*
- 3.2 A Estabilidade de Preços.*
- 3.3 A Estratégia da Política Monetária Única*
- 3.4 Os Instrumentos de Política Monetária.*
- 3.5 Conclusão.*

IV. A Política Cambial e a Dimensão Externa do Euro

- 4.1 A Definição e Execução da Política Cambial na Zona Euro*
- 4.2 O Novo Mecanismo Cambial*
- 4.3 O Papel Internacional e o Valor Externo do Euro*
- 4.4. A Coordenação Monetária Internacional*
- 4.5 Conclusão*

BIBLIOGRAFIA

Por Autores e Instituições e Organizações Nacionais e Internacionais:

ABREU, M, e OUTROS (2012), "Economia Monetária e Financeira", 2ª Edição, Escolar Editora, Lisboa.

AHIJADO, Manuel (1998), "A União Económica e Monetária Europeia: Mitos e Realidades", Publicações D. Quixote, Lisboa.

ARESTIS, P., BROWN, A. e SAWYER, M. (2001), "The Euro – Evolution and Prospects", Edward Elgar.

ARTIS, M. e NIXSON, F., (2001), "The Economics of the European Union", Oxford, 3ª Ed.

BAIMBRIDGE, M. e WHYMAN, P. (2001), "Economic and Monetary Union in Europe", Edward Elgar.

BANCO DE PORTUGAL (1992), "SME: Conceitos e Mecânica de Acompanhamento", Boletim Trimestral, Estatística e Estudos Económicos, vol. 14, nº2, pp. 59-73.

BARBOSA, António Pinto (1998). "O Impacto do Euro na Economia Portuguesa", Ed. D. Quixote, Lisboa.

BERTRAND, G., MICHALSKI, A e PENCH, L. R. (2000), "European Futures", Edward Elgar.

BLANCHARD, et AL. (2010), "Macroeconomics: A European Perspective", Prentice Hall.

BURDA, M., E. Wyplosz (2011) - Macroeconomics – A European Text", 5ª Ed., Oxford.

BURDEAU, G. (1998), "Constitutional Aspects of the Independence of the European Central Bank", International and Comparative Law Quarterly.

Cecchetti, S.G. (2011), "Money, Banking and Financial Markets, 3ª Edition, Mc Graw-Hill.

C.C.E. (1987) "O ECU", Spoce, Luxemburgo.

C.C.E. (1989) "Um Espaço Financeiro Europeu," Spoce, Luxemburgo.

C.C.E. (1990) "União Económica e Monetária", Spoce, Luxemburgo.

C.C.E. (1991) "União Económica e Monetária", Spoce, Luxemburgo.

C.C.E. (1991) "O que é o SME?", Spoce, Luxemburgo.

C.C.E. (1992) "O Tratado de Maastrich – O que é?", Spoce, Luxemburgo.

C.C.E. (1994) "XXVI Relatório Geral sobre as Actividades da Comunidade Europeia".

C.C.E. (1998) "Crescimento e Emprego no Quadro da UEM orientado para a Estabilidade".

C.C.E. (1989) "Euro-1999", Parte II: Relatório.

C.C.E. (1999) "Orientações Gerais das Políticas Económicas, 1999".

CHURCH, C. H., LINTNER, V., "The European Union: Economic and Political Aspects", Edward Elgar.

COWLES, M. G. e SMITH, M. (2000), "The State of the European Union", Oxford.

CROUCH, C. (2000), "After the Euro", Oxford.

DE GRAUWE, (1997), "The Economics of Monetary Interpretation", Oxford.

DE GRAUWE, P. (2007), "The Economics of Monetary Union", Cambridge, 7ª Ed.

DE GRAUWE, P. (2001), «The Political Economy of Monetary Union», Edward Elgar.

DICKINSON, D. G. e MULLINEUX, A. W., (2001), «Financial and Monetary Integration», Edward Elgar.

DYSON, K. (2000), "the Politics of the Euro-Zone", Oxford.

EIJFFINGER, S. e de HAAN, J. (2000), "European Monetary and Fiscal Policy", Oxford.

FERRAZ, A.M.S (2002), "Economia Monetária Internacional: Teoria e Prática", Escolar Editora, Lisboa.

HANSEN, J.D. (2001), «European Integration – An Economic Perspective», Oxford University Press.

JONES, R.A. (2001), «The Politics and Economics of the European Union – An Introductory Text», 2ª Edição, Edward Elgar.

KAUFMANN, P. (1997), "O Euro", Bertrand Ed., Lisboa.

KRUGMAN, P. R. e OBSTFELD, M., "International Economics: Theory and Policy", 8th Ed., 2008, Pearson Education, Addison-Wesley, Boston.

LOUREIRO, João (1999) "Euro-Análise Macroeconómica", Editora Vida Económica.

MARQUES, Walter (1990), "Política Monetária", Ed. Europa-América, 2ª Ed..

MENDONÇA, A. et al (1998), "Economia Financeira Internacional", Schaum, McGrawHill.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS, (1998), "O Impacto do Euro na Economia Portuguesa", Lisboa.

MISHIKIN, F.S., "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", 10ª Edition, Prentice Hall.

MUNDELL, R. A. (1961), "A Theory of Optimal Currency Areas", American Economic Review, v. 51 (4), September, pp. 657-664.

PADOAN, P. C. (2001), «Monetary Union, Employment and Growth», Edward Elgar.

PADOA - SCHIOPPA, T. (2000), "The Road to Monetary Union in Europe", Oxford.

PENTECOST, E. J. e POECK, A.V. (2001), «European Monetary Integration», Edward Elgar.

PINTO, A Mendonça, (1997), "União Monetária Europeia, Portugal e o Euro", 2ª Ed., Universidade Católica, Lisboa.

SCHOR, Armand-Denis (1996), "Euro: o que é a Moeda Única?", Pub. D. Quixote, Lisboa.

SILVA, A. Cavaco (1997), "Portugal e a Moeda Única", Ed. Verbo.
SILVA, A. Cavaco (1999), "União Monetária Europeia - Funcionamento e Implicações", Ed. Verbo.
ST. AUBYN, Miguel (1991), «Coordenação de Políticas Orçamentais na Europa da União Económica e Monetária», Documentos de Trabalho, 19/91, Cadernos de Económicas, ISEG-UTL, Lisboa.
THYGESEN, Niels (1993), "Towards Monetary Union in Europe-Reforms of the SEM in the Perspective of Monetary Union", Journal of Common Market Studies, vol. 31(4), pp. 447-472.
TSOULAKIS, L. (1997), "The New European Economy Revisited", Oxford.
TSOULAKIS, L. (2002), "European Political Economy", 2ª Ed., Oxford.
YPERSELE, J., (1989), "Le Système Monétaire Européen", Perspectives Européennes.
YPERSELE, J. e KOENE, J. C., (1985), "O Sistema Monetário Europeu", SPOCE, Luxemburgo.
WALLACE. H. e WALLACE, W. (1996), "Policy-Making in the European Union", Oxford.

Endereços Electrónicos

BANCO CENTRAL EUROPEU: <http://www.ecb.int>
EURO (COMISSÃO EUROPEIA): <http://europa.eu.int/euro/>
EURO (PARLAMENTO EUROPEU): <http://europarl.eu.int/euro/en/>
BANCO DE PORTUGAL (EURO) <http://www.bportugal.pt>
ASSOCIAÇÃO PARA A UNIÃO MONETÁRIA NA EUROPA: <http://amue.if.net/>
INSTITUTO MONETÁRIO EUROPEU: <http://europa.eu.int/emi/general/>
INSTITUTO DO EURO: <http://www.euro-institut.org/>
EURO 2002 SITE: <http://euro.pearl-online.com/English/index.gb.html>
THE EC ISPO SITE ON YEAR 2000 AND EURO:
<http://www.ispo.cec.be/y2keuro/src/y2keuro.htm>
IBM: <http://www.europe.ibm.com/euro/index.html>
UNIÃO EUROPEIA: <http://europa.eu.int>

RELATÓRIO DE CONVERGÊNCIA:

[Http://www.europa.eu.int/comm/off/rep/conver/index.pt.htm.](http://www.europa.eu.int/comm/off/rep/conver/index.pt.htm)
EURO NEWSLETTER: <http://www.ansa.it/euro/index.html>
ECU-EURO: <http://www.ecu-activities.be/#contents>
EUROPAPERS: [http://www.ecu-activities.be/document EUROPAPERS.html](http://www.ecu-activities.be/document/EUROPAPERS.html)
ECONOMIC AND MONETARY UNION (Martin Ricketts): <http://euro.pearl-online.com/English/mainBook.gb.html>
A MOEDA ÚNICA NA REINVENÇÃO DA EUROPA: <http://www2.fe.uc.pt/~col97/>
ORDEM DOS ECONOMISTAS: <http://www.ordemeconomistas.pt>

A. O SISTEMA FINANCEIRO E
A POLÍTICA MONETÁRIA

A1. MOEDA

❖ Moeda: Conceito e Características

- Conceito Geral de Moeda: algo que é geralmente aceite como pagamento de bens e serviços ou como reembolso de dívidas.
- Moeda em sentido restrito: é o agregado monetário

$$M1 = C + DO$$

- Diferente de riqueza: o conjunto de todas as partes de propriedade com carácter de reserva de valor:
 - Inclui moeda mas também outros activos como obrigações, acções, automóveis, casas.
- Diferente de rendimento: fluxo de ganhos por unidade de tempo (como salários, rendas, juros e lucros).
- A moeda é um stock.

■ Características da Moeda

- Aceitabilidade no espaço territorial em que é adoptada.
 - Liquidez pela capacidade de se transformar de imediato
em outros activos e não sofrer variações no seu valor
nominal.
 - Rendimento nulo para a moeda em circulação mas não
para os depósitos à ordem “DO”.
-
- ★ Economia Directa /de Troca → os bens são trocados por
outros bens.
 - ★ Economia Monetária → o comércio tem lugar com
recurso ao meio de troca (moeda) que é aceite de uma
forma geral.

■ Tipos de Moeda

- Moeda Mercadoria: azeite; gado; vinho; sal
(origem da palavra salário); metais preciosos
(nomeadamente prata e ouro).

→ Tem valor intrínseco.

→ Desvantagens? Difícil de transportar e de fazer troco.

- Papel-Moeda (notas e moedas fiduciárias):

→ Moeda sem valor intrínseco que é usada como moeda porque o governo decretou.

→ Vantagens? Mais fácil de transportar e fazer troco.

→ Desvantagens? O transporte de valores elevados se torna dispendioso e é facilmente objecto de roubo.

- Moeda Bancária/Escritural (DO)

→ Cheque: é uma instrução de transferência de moeda de um agente para a conta de outro aquando do depósito

do cheque.

→ Vantagens? Reduzem o custo de transporte.

→ Desvantagens? Tempo necessário para que o valor do cheque fique disponível e custos associados ao seu processamento.

■ Moeda Electrónica (cartões de débito e de crédito, etc.)

■ Funções da Moeda

■ Meio de Troca / Pagamento

→ A moeda é utilizada para pagar bens e serviços.

→ Promove uma maior eficácia no processo de troca pois minimiza os custos de transacção: elimina o requisito da dupla coincidência de necessidades.

→ Para que uma mercadoria funcione como moeda tem obrigatoriamente de:

- Ser facilmente standardizada.
- Ser amplamente aceite.

- Ser divisível.
- Ser de fácil transporte.
- Não deteriorar facilmente.

■ Unidade de Conta

- A moeda é usada para medir o valor na economia:
todos os preços expressos em unidades monetárias.
- Permite reduzir os custos de transacção pois diminui o
número de preços a ter em consideração.
- Elimina a necessidade de conhecer todos os preços
relativos.
- Os benefícios do uso da moeda crescem à medida que
uma economia se torna mais complexa.

■ Reserva de Valor

- A moeda conserva o seu valor nominal ao longo do
tempo.

- Permite separar o momento da formação do rendimento do momento da sua utilização.
- Vantagem? Elevada liquidez.
- Desvantagem? Possível perda de valor real (do poder aquisitivo em bens e serviços) devido a inflação.

■ Custos de Posse de Moeda

- Sacrifício do rendimento (juro) que se tem pela posse de dinheiro.

→ Reter moeda em vez de possuir activos patrimoniais ou financeiros significa perda de rendimento (juro).

■ Preço do Dinheiro: Juro

- Juro → pagamento por uso de dinheiro.
- Taxa de juro – montante de juro pago por unidade de tempo.
- De que depende a taxa de juro?

- *Prazo ou maturidade*
- *Risco*
- *Liquidez*
- *Custos administrativos*

• *Taxa de juro nominal* → *quantifica a remuneração de dinheiro para dado período e por cada euro investido.*

• *Taxa de juro real* → *indica a quantidade adicional bens e serviços que podemos obter no futuro pelos bens e serviços:*

→ *De que prescindimos no presente.*

A2. O FINANCIAMENTO DA ECONOMIA

A_{2.1} Os Fluxos Financeiros na Economia

A 2.1.1 O Financiamento da Economia Portuguesa

*A_{2.2} A Intermediação Financeira e os Intermediários
Financeiros*

A_{2.3} Os Mercados Financeiros

A_{2.1} Os Fluxos Financeiros na Economia: *O Financiamento da Economia*

- **O financiamento da economia** → *condição necessária para o equilíbrio entre oferta e procura globais:*
 - *A intervenção de instituições especializadas, assim como o funcionamento de mercados financeiros.*

- **O Fluxo de Fundos no Sistema Financeiro**
 - **Sistema Financeiro “SF”** → *conjunto de instituições, instrumentos e mecanismos:*
 - *Canalizar os excedentes financeiros (oferta de fundos líquidos) dos agentes económicos superavitários/excedentários ou aforradores líquidos:*

→ Agentes com Capacidade de Financiamento

“Lender-Savers”.

→ Para os agentes económicos deficitários ou investidores líquidos:

→ Agentes com Necessidade de Financiamento “Borrower-Spenders”.

■ Este processo deverá estar em conformidade com as necessidades dos agentes económicos “investidores líquidos”:

• Prazos (maturidades) → estabilidade dos fundos líquidos:

Curto prazo: maturidade inferior a 1 ano.

Médio prazo: maturidade entre 1 e 10 anos.

Longo prazo: maturidade superior a 10 ano

- **Custos** → o preço destes fundos é expresso pela taxa de juro de mercado.

- **Necessidade de conciliação com os interesses dos agentes**

“aforradores líquidos” → em termos de risco, liquidez e remuneração.

- **Eficácia do “SF”** → deve-se aferir pela sua maior ou menor capacidade em captar poupanças geradas na economia e de concessão de fundos aos agentes que necessitam deles.

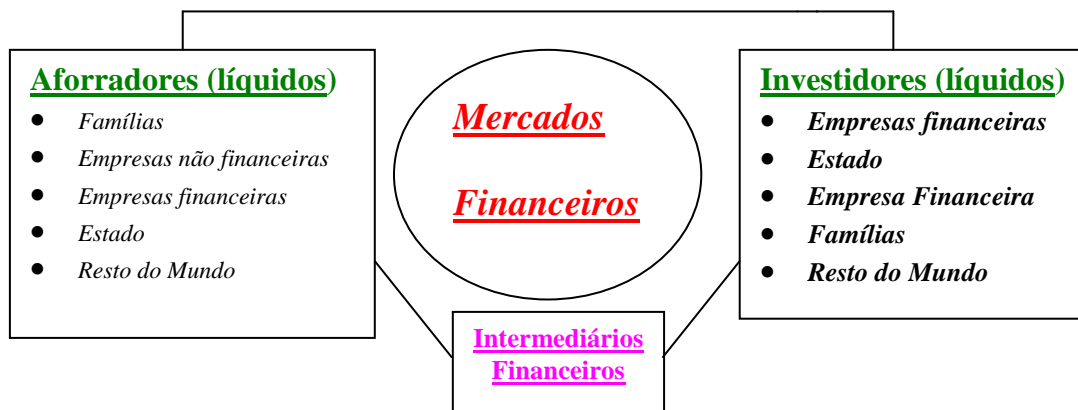
- **Existência de uma oferta adequada de instrumentos financeiros:**

→ Diversificada + suficientemente concorrente face às alternativas de aplicação de fundos líquidos, por exemplo, consumo de bens e serviços ou os activos monetários expressos em divisas.

- De molde a canalizar os recursos financeiros disponíveis para o investimento produtivo (utilização eficiente dos recursos).

→ Factor indispensável em qualquer processo de crescimento económico.

O FLUXO DE FUNDOS NO SISTEMA FINANCEIRO¹

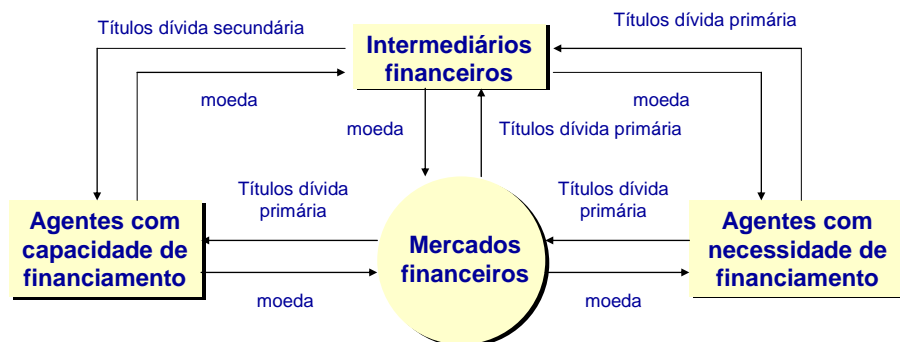


¹ A hierarquização dos agentes económicos superavitários e deficitários baseou-se em dados recentes para a economia portuguesa.

ESQUEMA ALTERNATIVO

ECONOMIA MONETÁRIA

- Os fluxos financeiros na economia:



financiamento directo vs financiamento indirecto

A_{2.1.1} O Financiamento da Economia Portuguesa (2011)

I. SECTORES AFORRADORES

LÍQUIDOS/SUPERAVITÁRIOS/COM CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO “CF”

1. PARTICULARES (OU FAMÍLIAS)

✿ Até muito recentemente assistiu-se a um aumento do consumo privado e da aquisição de habitação própria:

→ Aumento progressivo do endividamento das famílias portuguesas.

→ Em % do rendimento disponível das famílias, temos (REF: BdP, Maio 2012):

1990: 19,6% 2000: 92% 2008: 128%

2009: 131% 2010: 128% 2011: 126%

Este facto deveu-se, entre outros factores:

- ☀ Taxa de juro nominal e real atinge mínimos históricos (crédito barato).
- ☀ “Agressividade” do sistema bancário → induziu a crescentes empréstimos das famílias para aquisição de habitação própria.
- ☀ Integração monetária e financeira da economia portuguesa → participação na área do euro → facilidades de obtenção de créditos entre bancos da área do euro.

■ Por outro lado:

→ Tendência nos últimos anos para reduções das poupanças das famílias portuguesas.

Taxa de poupança em % do rendimento disponível das famílias portuguesas (RA-2011, BdP)

2006: 8.0 2007: 7.0 2008: 7.1

2009: 10.9 2010: 10.2 2011: 9.7

Porquê a evolução recente de redução da poupança das famílias / particulares?

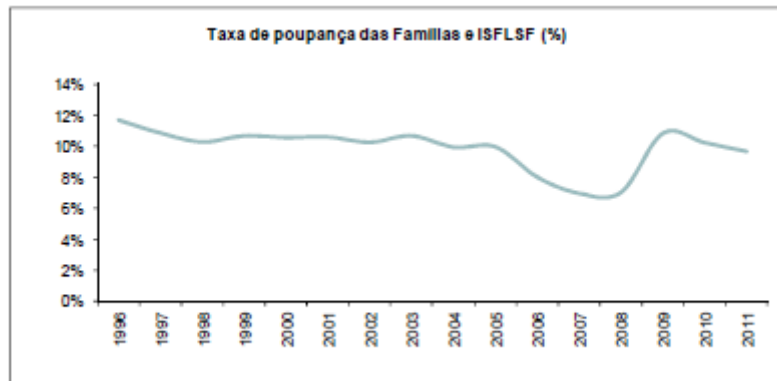
→ A crise económica e financeira global (iniciada pela crise do “sub-prime”/ “crédito hipotecário de alto risco” nos EUA).

→ As remunerações em 2011 diminuíram 1,2%
+ impostos sobre o rendimento aumentaram 10%.

→ A poupança diminuiu 6,4% em 2011: associada à redução de 1,0% do rendimento disponível das famílias /particulares.

Notas:

1. Apenas a Grécia possui uma taxa de poupança das famílias ainda mais baixa na área do euro.
2. Valores da poupança das famílias em Portugal que se situavam a volta dos 25% ao tempo da adesão de Portugal à UE.



Nota:

Em 2011, regista-se uma descida da poupança das famílias portuguesas: 9.7 % do rendimento disponível das famílias (contra os 10.2 % em 2009).

■ **Cálculo da Capacidade de Financiamento “CF” ou Necessidade de Financiamento “NF” Sector Particulares ou Famílias:**

☀ **RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES/FAMÍLIAS:**

$(S + R + J + L) (PART.) + RLE$

+ $TRF.CORRENTES (LIQ) PART. /ESTADO$

+ $TRF.CORRENTES (LIQ) PART. /EXTERIOR$

– $I d p totais (IRS + CPS totais/TSU)$

☀ **S (PART.) = POUPANÇA DOS**

PARTICULARES / FAMÍLIAS =

RDISP. PART. – C (CONSUMO PRIVADO):

• $S (PART.) + Trf. K. (Líq.)^* > I (PART.) \rightarrow$ **“CF” (Famílias).**

• $S (PART.) + Trf. K. (Líq.)^* < I (PART.) \rightarrow$ **“NF” (Famílias)**

Notas:

(1) (*) Com os demais sectores da economia.

(2) Investimento dos particulares/famílias fundamentalmente em despesas na aquisição de habitação própria.

CONCLUINDO:

→ Após tendência de descida registada entre 2005 e 2007:

→ Em 2008 e 2009, assiste-se a um aumento da “CF” do sector famílias/particulares:

- Aumento da procura de moeda pelo motivo de precaução.
- Subida das taxas de juro (mercados monetários interbancários mundiais com falta de liquidez).

→ Porém: a Capacidade de Financiamento “CF” do Sector Famílias/Particulares reduziu-se em 2011, face ao ano anterior (em % do PIB) – INE/2012; RA/BdP, 2011):

- Crise financeira e económica global.
- Adopção de políticas altamente restritivas no âmbito dos chamados “PEC’s (pactos de estabilidade e crescimento e mais tarde com o memorando de entendimento com o FMI, BCE e CE).
- Redução na taxa de poupança dos particulares/família (2010:10.2% → 2011: 9.7%)

→ Capacidade de Financiamento “CF” das Famílias/Particulares:

2005: + 2.9 2006: + 1.5 2007: + 1.0 2008: + 2.0

2009: + 4.8 2010: + 4.6 2011: + 4.2

2.SECTOR FINANCEIRO

- Até 2010, manteve-se a tendência de aumento que se tem vindo a verificar a partir de 2006 (devido aos elevados lucros entretanto registados).

→ Capacidade de Financiamento “CF”
do Sector Financeiro.

→ À exceção do ano de 2011 (INE; RA/BdP, 2011,
em % do PIB → Necessidade de
Financiamento “NF”

2006: + 0.2 2007: + 1.5 2008: + 1,6

2009: + 2,5 2010: + 2.3 2011: - 0.2

Devido:

1. Esta situação reflectiu a transferência dos fundos de pensões das instituições bancárias para a segurança social, tendo por isso um carácter extraordinário.
2. A poupança do sector aumenta apesar de tal facto devido a expressiva redução na distribuição de lucros do sector.

■ Cálculo da CF / NF do Sector Financeiro

●
$$\underline{RDISP \text{ LÍQ. (FIN)}} = \underline{LUCROS}$$

$$\underline{RETIDOS}$$

$$= \underline{LUCROS \text{ NÃO DISTRIBUÍDOS}} = \underline{RESERVAS}$$
$$\underline{PARA \text{ AUTOFINANCIAMENTO}} = \underline{POUPANCA}$$
$$\underline{(LIQ) \text{ DO SECTOR FINANCEIRO}} = \underline{S \text{ LÍQUIDA}}$$
$$\underline{(SECTOR \text{ FIN.})}$$

Notas:

1. Em caso de inclusão das “Amortizações / Depreciações / Reintegrações” → RDisp Bruto = S Bruta = (Rdisp líq./S líq). + Amortizações.

. S (S. FIN) + Trf. K. (Líq)* > Investimento (S. FIN) → “CF”

. S (S. FIN) + Trf. K. (Líq)* < Investimento (S. FIN) → “NF”

2. Investimento (SECTOR FINANCEIRO) → nomeadamente em instalação de novas filiais ou sucursais, renovação de material informático, etc.

3. EXTERIOR

- Em 2011: observou-se a tendência para uma **acentuada redução** do **défice da Balança Corrente e de Capital** da economia portuguesa relativamente a 2010.

→ Redução relativamente acentuada da Capacidade de Financiamento “CF” do Sector Exterior.

■ Esta melhoria das contas externas portuguesas deve-se principalmente ao:

(1) Aumento da procura externa (exportações de bens e serviços);

(2) Redução acentuada das importações de bens e serviços → fruto em grande medida da crise económica e financeira global).

→ Capacidade de Financiamento do Exterior (Défice da Balança Corrente e de Capital da Nação) (em % do PIB, INE/2012; RA/ BdP, 2011)

2006: 9.5

2007: 8,9

2008: 11.4

2009: 9.6

2010: 8.3

2011: 5.1

→ VER PARA MAIS PORMENORES O PONTO III.

II. SECTORES INVESTIDORES LÍQUIDOS OU DEFICITÁRIOS OU COM NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO “NF”

1. SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

- Relativamente a 2010: a necessidade de financiamento destas sociedades diminuiu 0,5 p.p.:

→ Fixando-se em 4,8% do PIB em 2011.

→ Necessidade de Financiamento “NF” do Sector Sociedades não Financeiras (Sector Produtivo):

→ Não obstante a *redução significativa* da respectiva *poupança corrente*: que passou de 6,4% do PIB para 4,9% em 2011 (INE/2012; RA/BdP, 2011).

Poupança Corrente (em % do PIB)

2007: 5.8

2008: 3.4

2009: 5.3

2010: 6.4

2011: 4.9

→ A diminuição da necessidade de financiamento reflectiu essencialmente a *redução da formação bruta de capital fixo (FBCF)*:

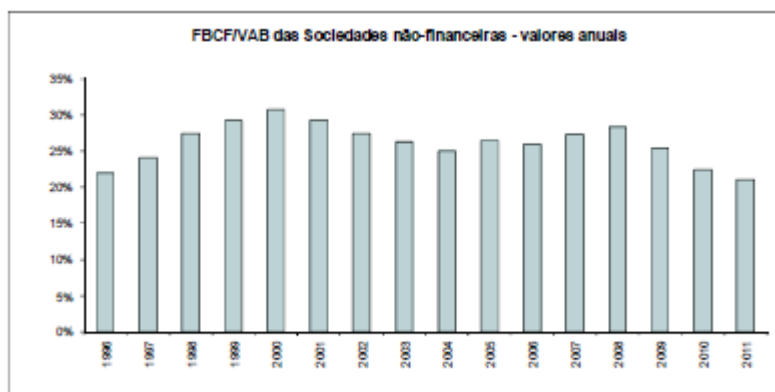
- Efectivamente, em 2011: a FBCF das

sociedades não financeiras diminuiu 6,3%

(variação de – 8,7% em 2010).

- A taxa de investimento (medida pelo rácio entre a FBCF e o valor acrescentado bruto do sector:

→ Manteve uma trajetória decrescente:
atingindo 21,0% em 2011 (22,4% em 2010).



→ Necessidade de Financiamento das
Sociedade Não Financeiras (em % do PIB)

2006: - 6.6

2007: - 8.3

2008: - 11.4

2009: - 6.8

2010: - 5.3

2011: - 4.8

■ Cálculo da “CF” / “NF” das Sociedades Não
Financeiras:

• Procedimento idêntico ao caso do sector financeiro.

- Investimento do sector: edifícios, instalações fabris, maquinaria em geral, etc.

3. SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO (ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS)

- Em 2011, a Necessidade de Financiamento “NF” das Administrações Públicas reduziu-se:

→ Passando de 9,8% em 2010 para os 4,2%.

→ Em parte reflectiu o impacto da transferência de carácter extraordinário dos fundos de pensões de instituições financeiras:

- O comportamento do saldo das transferências de capital → traduz a transferência de fundos de pensões de instituições financeiras para as AP: 3,2% do PIB em 2011, contra os 0,7% em 2010.

(INE, Março/2012; RA do BdP, 2011)

→ *Necessidade de Financiamento das*
Administrações Públicas (em % do PIB)

2006: - 4.6

2007: - 3.2

2008: - 3.7

2009: - 10.2

2010: - 9.8

2011: - 4.2

■ *Cálculo da “CF” / “NF” do Sector Público*
Administrativo:

- *RENDIMENTO DISPONÍVEL (SPA)* = (R + J + L)

(RECEBIDOS PELO SPA) – TRF CORR (LIQ) PART / SPA +
TRF CORR (LIQ) SPA /EXTERIOR + I d p (totais) (IRS + CPS
totais) + T d soc (IRC) + (IVA - Subsídios à produção)

- *POUPANÇA = RENDIMENTO DISPONÍVEL (SPA) – G*

• $S (SPA) + Trf. K. (líq.)^* > I (SPA) \rightarrow \text{“CF” (SPA)}$

• $S (SPA) + Trf. K. (Líq.)^* < I (SPA) \rightarrow \text{“NF” (SPA)}$

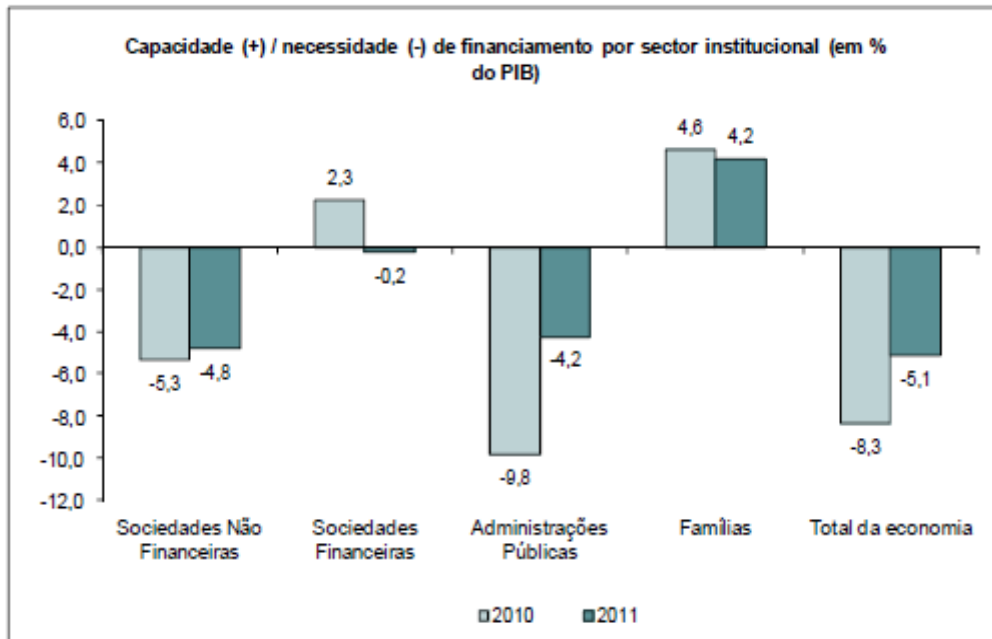
Nota: investimento público em habitação social,
estradas, portos, ferrovias, etc.

III. A NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO **DA ECONOMIA PORTUGUESA (2011)**

- **Em 2011:** a **Necessidade de Financiamento “NF” da**
economia portuguesa (em % do PIB) **diminuiu para 5,1%**
(8,3% em 2010) (INE/2012; RA/BdP/ 2011).

→ **Esta redução resultou dos efeitos conjugados:**

- **Aumento da poupança bruta corrente (S b interna ou da nação).**
- **Diminuição da Formação Interna Bruta de Capital (FIBC).**



■ Cálculo da “CF”/“NF” da Economia:

$$(X' - M') = (X - M = \text{Balança de Bens e Serviços}) + \text{RLE} + \text{TRF. Corr. (Líqu.) Ext.} + \text{TRF. K. (Líqu.) Ext.} = \text{Saldo da Balança Corrente e de Capitais}$$

$$\text{RDB Nação} = \text{PIBpm (OFERTA INTERNA)} + \text{RLE} + \text{TRF. Corr. (Líqu.) Ext.}$$

(BALANÇA CORRENTE)

→ Conta Consumo – fluxos de formação.

$$\underline{RDB Nação} = \underline{(C + G) + SB Nação/Poupança}$$

Interna

→ Conta Consumo - fluxos de utilização.

■ Conta de Acumulação → para além do recurso

SB Nação/Poupança Interna, temos:

→ TRF. K. (Líqu.) Ext. (BALANÇA DE CAPITAIS).

■
$$\underline{PIBpm} = \underline{Oferta Interna} = \underline{C + G + FIBC} + \underline{(X - M)}$$

→ $(C + G + FIBC = PROCURA INTERNA)$.

→ $PIB pm + RLE + TRF. Corr. (Líqu.) Ext. + TRF. K.$

$(Líqu.) Ext. = (C + G + FIBC) + (X - M) + RLE +$

$TRF. Corr. (Líqu.) Ext + TRF. K. (Líqu.) Ext.$

■ *RDB Nação + TRF. K. (Liq.) Ext. = Procura Interna (C + G + FIBC) + Saldo Da Balança Corrente e de Capital (X' - M')*

■ *RDB Nação + TRF. K. (Liq.) Ext. > Procura Interna*
→ *(X' - M') > 0* → *“CF” da Nação* → *“NF” do Exterior.*

■ *RDB Nação + TRF. K. (Liq.) Ext. < Procura Interna*
→ *(X' - M') < 0* → *“NF” da Nação* → *“CF” do Exterior.*

ESTE É O CASO DA ECONOMIA PORTUGUESA (ESTRUTURALMENTE).

TEMOS:

$$\blacksquare \quad \underline{RDB Nação} = R DISP. (P) + R DISP B (SOC.) + R DISP (SPA)$$

$$\blacksquare \quad \underline{RDB Nação} + TRF. K. (Liq.) Ext. = C + G + FIBC + X - M + RLE + TRF. CORR. (Liq.) Ext. + TRF. K. (Liq.) Ext.$$

$$\blacksquare \quad \underline{RDB Nação} = [RDISP. (P) - C] + S B (EMP) + [RD (SPA) - G] + TRF. K. (Liq.) Ext. = FIBC + X - M + RLE + TRF. CORR (Liq.) Ext. + TRF. K. (Liq.) Ext.$$

$$\blacksquare \quad [S (P) + S B (EMP) + S (SPA)] + TRF. K. (Liq.) Ext. = FIBC + (X' - M')$$

$$\blacksquare \quad \underline{SB Nação} + TRF. K. (Liq.) Ext. = \underline{= FIBC + (X' - M')}$$

■ HIPÓTESES A CONSIDERAR

- **H1:** $RDB\ Nação + TRF.\ K.\ (Líq.)\ Ext.\ >\ PROCURA$

INTERNA (C + G + FIBC):

→ $SB\ Nação + TRF.\ K.\ (Líq.)\ Ext.\ >\ FIBC$

→ $(X' - M') > 0 \rightarrow$ “CF” da Nação / “NF” do Exterior

- **H2:** $RD\ Nação + TRF.\ K.\ (Líq.)\ Ext.\ =\ PROCURA$

INTERNA (C + G + FIBC):

→ $SB\ Nação + TRF.\ K.\ (Líq.)\ Ext.\ =\ FIBC$

→ $(X' - M' = 0) \rightarrow$ Balança Corrente e de Capital equilibrada.

- **H3:** $RDB\ Nação + TRF.\ K.\ (Líq.)\ Ext.\ <\ PROCURA$

INTERNA (C + G + FIBC):

→ *SB Nação + TRF. K. (Líqu.) Ext. < FIBC*

→ *$(X' - M') < 0$ → “NF da Nação”/ “CF” do Exterior*

(CASO PORTUGUÊS)

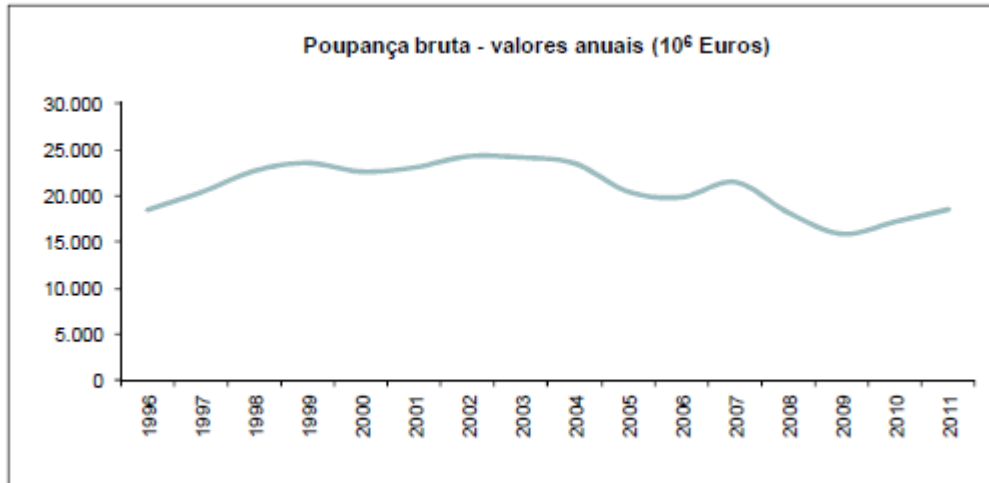
■ CONCLUINDO PORTUGAL: 2011

→ Em 2011: o *Rendimento Disponível Bruto da Nação (RDB NAÇÃO)* portuguesa apresentou uma taxa de variação de -1.2% (em % do PIB).

→ O consumo final/global (particulares e estado) registou um decréscimo de 2.2% (em % do PIB) o que determinou:

- Aumento da poupança bruta corrente

(S b Interna/Nação) de 7.8% (em % do PIB):



→ **Em 2011: a Formação Interna Bruta de Capital (FIBC) para o total da economia registou uma diminuição de 11,9% do PIB (- 0,6% em 2010).**

➔ **A redução da FIBC e o aumento da SB Interna:**

→ **Redução da Necessidade de Financiamento**

Externo “NF” para 5,1% do PIB (8,3% em 2010).

unidade: % do PIB

Ano	Poupança Bruta	Saldo das transferências de capital com o Resto do Mundo	Investimento + Aquisições líquidas de activos não financeiros não produzidos	Capacidade/necessidade líquida de financiamento
1996	19,8	2,2	24,2	-2,2
1997	20,1	2,7	26,2	-3,5
1998	20,5	2,3	28,1	-5,3
1999	19,8	2,3	28,7	-6,6
2000	17,7	1,5	28,4	-9,2
2001	17,1	1,6	27,7	-9,0
2002	17,2	1,8	25,7	-6,7
2003	16,8	2,3	23,5	-4,4
2004	15,7	1,7	24,0	-6,5
2005	13,2	1,4	23,5	-8,8
2006	12,3	1,3	23,0	-9,5
2007	12,7	1,1	22,7	-8,9
2008	10,6	1,0	22,9	-11,4
2009	9,4	1,2	20,2	-9,6
2010	9,9	1,3	19,6	-8,3
2011	10,8	1,4	17,3	-5,1

OBSERVAÇÃO FINAL

➔ **OS ESTUDANTES DEVERÃO ANALISAR OS**

RELATÓRIOS E OUTROS DOCUMENTOS DO BANCO

DE PORTUGAL (www.bportugal.pt) + **DOCUMENTOS DO**

INE (www.ine.pt).

1. Relatório Anual do BdP, 2011:

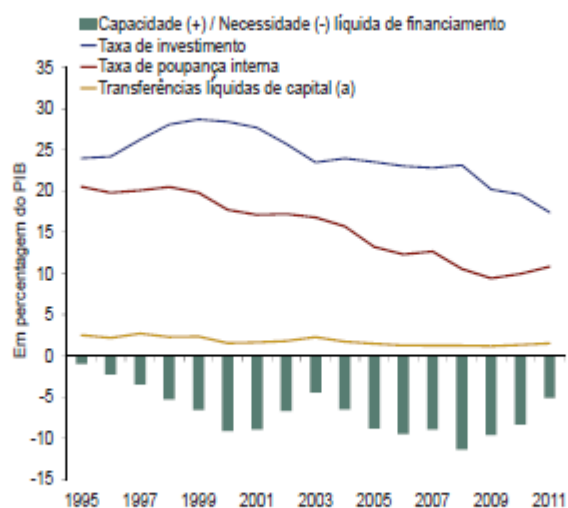
- *Apreciação Geral, Situação Financeira e Quadros Suplementares*
- *Euro*
- *Taxas*
- *Estatísticas (Monetárias e Financeiras)*
- *Taxas – câmbio/juro*

2. Relatórios de Estabilidade Financeira, BdP Trimestrais, 2012.

3. Boletins Conjunturais do INE, Mensal, 2012.

ANEXOS

FINANCIAMENTO DA ECONOMIA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

CAPACIDADE / NECESSIDADE LÍQUIDA DE FINANCIAMENTO POR SETOR INSTITUCIONAL^(a) | EM PORCENTAGEM DO PIB

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011				
Particulares														
Poupança	7.2	7.6	(7.7)	7.1	7.2	5.7	4.9	5.1	7.9	7.5	7.1			
Transferências de capital ^(b)	3.3	2.0		2.4	2.6	2.2	1.9	2.4	1.7	1.7	1.7			
Investimento	8.1	7.0		6.9	6.9	6.4	5.8	5.5	4.8	4.7	4.6			
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	2.4	2.6	(2.7)	2.6	2.9	1.5	1.0	2.0	4.8	4.6	4.2			
Sociedades														
Poupança	10.6	10.7	(11.8)	11.1	9.3	8.6	8.4	6.8	8.4	9.3	8.6			
Transferências de capital ^(b)	-2.7	-1.3	(-0.4)	-2.9	(-0.8)	-1.4	-1.1	-0.9	-1.8	-0.3	-1.1	(0.5)	-3.4	(0.1)
Investimento	13.5	12.7		13.2	13.1	13.9	14.3	14.7	12.4	11.3			10.2	
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	-5.7	-3.3	(-1.3)	-5.1	(-3.0)	-5.2	-6.4	-6.8	-9.7	-4.3	-3.1	(-1.5)	-5.0	(-1.5)
Administrações públicas														
Poupança	-0.6	-1.5	(-2.7)	-2.4	-3.2	-2.0	-0.7	-1.3	-6.9	-6.9			-4.9	
Transferências de capital ^(b)	1.2	1.6	(0.7)	2.2	(0.2)	0.3	0.2	0.2	0.6	-0.2	0.7	(-1.0)	3.2	(-0.3)
Investimento	4.1	3.9		3.8	3.6	2.8	2.7	2.9	3.0	3.6			2.6	
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	-3.4	-3.7	(-5.9)	-4.0	(-6.1)	-6.5	-4.6	-3.2	-3.7	-10.2	-9.8	(-11.5)	-4.2	(-7.7)
Exterior														
Poupança	8.5	6.7		8.3	10.3	10.7	10.2	12.6	10.8	9.7			6.6	
Transferências de capital ^(b)	-1.8	-2.3		-1.7	-1.5	-1.3	-1.2	-1.2	-1.2	-1.3			-1.5	
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	6.7	4.4		6.5	8.8	9.5	8.9	11.4	9.6	8.3			5.1	
Por memória:														
Poupança interna	17.2	16.8		15.7	13.2	12.3	12.7	10.6	9.4	9.9			10.8	
Investimento	25.7	23.5		24.0	23.5	23.1	22.8	23.2	20.2	19.6			17.4	

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Em 2003 e 2004, os valores entre parênteses encontram-se ajustados dos efeitos diretos da cedência de créditos tributários e da transferência de reservas de empresas de capitais públicos para as administrações públicas. Para mais detalhes, ver "Caixa 6.1. Efeitos orçamentais das medidas temporárias implementadas entre 2002 e 2004" do "Capítulo 6 Finanças Públicas", Relatório Anual, 2004. Em 2010 e 2011, os valores entre parênteses encontram-se ajustados do efeito direto da transferência do fundo de pensões da Portugal Telecom (PT) para as administrações públicas (em 2010) e dos fundos de pensões de algumas instituições financeiras para as administrações públicas (em 2011). (b) Valores líquidos, i.e., diferença entre as transferências recebidas de outros setores e as transferências pagas a outros setores, incluindo as aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

A_{2.2} A Intermediação Financeira e os Intermediários Financeiros

■ A Função dos Mercados Financeiros

→ Facilitar a canalização de fundos dos agentes com capacidade de financiamento².

→ Para os agentes com necessidade de financiamento³.

1. A Intermediação Financeira

■ Intermediação financeira → actividade de determinados agentes económicos: os intermediários financeiros

→ Que consiste em:

- Captar a poupança junto daqueles que a realizaram.
- Para a cederem aos investidores que dela carecem:

² Aforradores líquidos ou “superavitários”, cujo desejo de investir é inferior a capacidade de poupar.

³ Investidores líquidos ou “deficitários”, aqueles cujas intenções de investimento superam a capacidade de geração de poupança e que são os principais promotores de investimento produtivo.

→ Para financiamento em formação bruta de capital fixo
“FBCF”.

→ Utilizadores finais da poupança.

2. As Formas de Financiamento da Economia

■ Classificam-se os agentes económicos da seguinte forma:

• Agentes não financeiros → são os consumidores, as empresas não financeiras e o Estado.

• Instituições Financeiras → organismos de crédito:

→ Nomeadamente os diversos tipos de bancos, companhias de seguros, para além de outras, consoante os sistemas institucionais.

■ Para obtenção de financiamento → os agentes da primeira categoria → emitem os chamados **Títulos**

(Dívida) Primários:

→ Que se definem como títulos de crédito representativos de compromissos assumidos por agentes não financeiros.

→ **Financiamento Directo “Direct Finance”**

→ Corresponde às operações que levam os agentes “deficitários” e “excedentários” a trocarem directamente dívidas/títulos financeiros por fundos monetários (através dos mercados financeiros):

Exemplos: Obrigações (títulos de crédito) + Accções (títulos de participação no capital social) + Títulos de hipoteca + Títulos representativos de crédito ao consumo, etc.

→ **Financiamento Indirecto “Indirect Finance”**

→ Os fundos monetários a serem canalizados (indirectamente) para os agentes “investidores líquidos” (com necessidade de financiamento).

→ São obtidos pelas instituições financeiras aos agentes “aforradores líquidos” (com capacidade de financiamento) comprando títulos de dívida primária (emitidos pelas empresas) .

→ **E vendendo *Títulos de Dívida Secundária***
(*Títulos Indirectos*) emitidos pelas próprias “IFS”
aos agentes com capacidade de financiamento.

→ **Notas de banco, documentos representativos de depósitos à ordem e de depósitos a prazo, obrigações emitidas, etc.**

■ **Intermediação financeira** → **actividade das instituições financeiras:**

→ **Que consiste na aquisição de títulos primários no processo de financiamento indirecto do investimento**

→ **Contra a emissão de títulos indirectos/secundários.**

Em suma: entende-se que o investimento pode ser

financiado de duas formas:

❖ **Financiamento Directo** → **aquele que se realiza quando o indivíduo ou a empresa obtém (directamente, via mercados financeiros) das mãos dos aforradores os fundos necessários.**

- ❖ Financiamento Indirecto → aquele que se efectua através da acção dos intermediários financeiros: EMPRESTAM E PEDEM EMPRESTADO.

■ Intermediários financeiros se podem classificar em dois grupos fundamentais:

• Instituições Financeiras Monetárias “IFM”:

- Têm a faculdade de “criar” moeda, nomeadamente moeda escritural/bancária .
- Através da aceitação de depósitos bancários dos agentes económicos e da realização de empréstimos aos agentes económicos.

• Instituições Financeiras Não Monetárias

“IFNM”:

- Não podem realizar simultaneamente depósitos e empréstimos.

Por exemplo, uma companhia de seguros subscrive obrigações emitidas por uma empresa de celulose (títulos primários).

→ Para isso, emite apólices de diversos tipos de seguros mediante as quais obtém os fundos indispensáveis.

3. Ineficiências do Financiamento Directo

- Diferença de dimensão entre as poupanças e necessidades de investimento.
- Diferença de maturidades desejadas por agentes com capacidade de financiamento e agentes com necessidade.
- Diferença de liquidez desejada por agentes com capacidade de financiamento e agentes com necessidade.
- Dificuldade de diversificar o risco por parte dos agentes com capacidade de financiamento.
- Inexistências de mecanismo multiplicador – transferência de recursos pré-existent.

4. Vantagens do Financiamento Indirecto

- Adequação das maturidades.

- Adequação da liquidez.

- Economias de escala (por terem grandes proporções):
 - Reduz o custo de transacção e permite diversificar o risco: alisamento intertemporal → o risco pode ser “espalhado” pelo tempo.

 - Facilita o acesso ao financiamento por parte das empresas pequenas e sem reputação, que não têm escala suficiente para emitir títulos.

- Sendo o mercado financeiro caracterizado pela incerteza e assimetria de informação → os intermediários financeiros beneficiam do facto de reunirem muita informação, e de a processarem de forma mais eficiente do que os indivíduos.

- Mecanismo multiplicador.

5. Os Intermediários Financeiros

■ Instituições Financeiras Monetárias “IFM” –

bancos e outras instituições financeiras afins:

São instituições financeiras que estão habilitadas a captar depósitos (à ordem ou a prazo) e a conceder crédito ao público (empréstimo).

→ Têm a faculdade de criação de moeda bancária/escritural.

■ Instituições Financeiras Não Monetárias

“IFNM” - instituições de crédito que não os bancos e outras afins:

→ São instituições financeiras que não têm a prerrogativa de emitir moeda bancária/escritural) e por isso não podem aceitar depósitos e conceder crédito em simultâneo.

→ Não têm a faculdade de criação de moeda bancária/escritural.

- Leasing
- Factoring
- Sociedades de Investimento
- Sociedades financeiras de corretagem
- Sociedades corretoras
- Sociedades mediadores do mercado monetário e cambial
- Sociedades gestoras de fundos de investimento
- Sociedades gestoras de patrimónios
- Sociedades de Capital de Risco
- Sociedades de Desenvolvimento Regional
-

A_{2.3} Os Mercados Financeiros

■ As Funções dos Mercados Financeiros

- Regulação das preferências temporais.
- Separação e distribuição dos riscos económicos.

■ Características dos Mercados Financeiros

- Deslocalizados.
- Influenciados por factores de natureza psicológica.
- Globalizados.
- Influência no crescimento económico.

Classificação dos Mercados

Financeiros

■ *Mercado de Valores Mobiliários ou de Capitais “Stock Market”*

Transacções que envolvem financiamento cujo prazo é superior a um ano (empréstimos bancários, acções, obrigações, etc

- *Mercado primário “primary market”*
- *Mercado secundário “secondary market”*
- *Mercado de derivados*

■ *Mercado de Títulos Indirectos (Secundários)*

■ *Mercado Institucional da Poupança.*

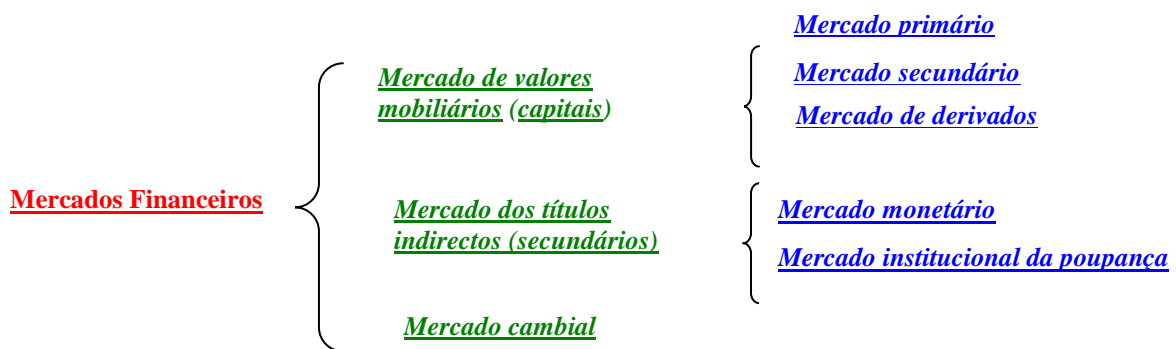
■ *Mercado Monetário: prazo do contrato de financiamento for inferior a um ano.*

- Mercado Monetário Interbancário (e de operações de intervenção) “MMI”.
- Mercado Interbancário de Títulos “MIT”.

■ Mercado Cambial

Mercado onde se transaccionam moedas estrangeiras.

■ ESQUEMA:



1. Mercado de Valores Mobiliários ou de Capitais) “Stock Market”

- Respeita aos chamados títulos primários.

Nota:

A expressão “valores mobiliários” encontra-se hoje na nossa legislação relativa às **Bolsas de Valores** e foi decalcada do francês “valeurs mobilières”, para significar, na prática, os **títulos de crédito transaccionáveis em Bolsa.**

■ Mercado Primário

- Onde são transaccionados os **títulos primários.**
- Momento da sua criação → o que procede à primeira colocação (novas emissões) dos valores mobiliários.
- É o mercado das emissões de obrigações e de accções, etc.
- Caracteriza-se por ser um mercado em que os fundos são colocados directamente nas mãos dos utilizadores finais.

■ Mercado Secundário

- Resultante de segundas transacções (revenda) dos títulos anteriormente emitidos.

→ Transaccionam os títulos provenientes do mercado primário, posteriormente às datas de emissão.

- Mercado Oficial “Stock Exchange” → incidindo sobre títulos cotados na Bolsa “listed” → actuando através de um sistema de leilões.

- Mercado Fora da Bolsa (do Mercado Oficial) “Over the Counter Market” → através dos balcões dos bancos comerciais.

Notas:

(a) O Mercado Secundário → é um mercado indispensável para os agente económicos efectuarem ajustamentos de carteira.

→ Venda de determinados títulos e compra de outros.

→ Realização de liquidez ou transformação de liquidez em títulos existentes no mercado.

→ Têm um papel chave na dinamização do mercado e capitais (primário) e na vida económica em geral.

(b) As Bolsas de Valores não são, evidentemente, intermediários financeiros, pois são apenas os locais, sujeitos a certa regulamentação, onde a oferta e a procura de títulos com cotação se podem manifestar.

(c) Porém, com vimos → o mercado secundário extravasa, normalmente, tais recintos, porquanto muitos títulos são negociados fora das Bolsas.

■ Mercado de Derivados → onde são negociados contratos especiais que têm subjacente a compra e venda de obrigações ou de acções → trata-se, essencialmente, dos futuros e opções.

2. MERCADO DA DÍVIDA (TÍTULOS) INDIRECTOS OU SECUNDÁRIOS

(I) MERCADO MONETÁRIO

➤ É aquele em que as instituições financeiros monetárias “IFM”:

→ Oferecem ou procuram dinheiro (transaccionados apenas títulos de dívida de curto prazo):

➤ Em função da optimização de gestão das respectivas tesourarias:

→ Sendo nele admitidos, normalmente, outros intermediários financeiros “IFNM” ou até, segundo tendência recente, algumas grandes empresas.

➤ O que caracteriza este mercado é o facto de nele intervirem fundamentalmente instituições financeiras com a faculdade de criarem moeda (bancária ou escritural) e de ter como objecto transacções de montantes relacionados com excedentes ou necessidades de tesouraria desses intermediários financeiros.

■ O Banco Central intervém neste mercado → como agente regulador da oferta monetária e das taxas de juro.

● Baixar as taxas de juro/eliminar excesso de procura por liquidez (entre bancos) → Banco Central aumenta a oferta de moeda no mercado monetário:

→ Através de operações de cedência ou injeção de liquidez no mercado monetário interbancário (MMI) (operações de mercado aberto “open market”).

→ Transaccionando empréstimos em activos monetários ou comprando títulos da dívida pública transaccionados no referido “MMI”.

● Procede ao inverso → vendendo de títulos de dívida pública no “MMI”:

→ Se pretende reduzir a oferta monetária (excesso de oferta de liquidez) e aumentar as taxas de juro.

→ Operações de absorção de liquidez. no “MMI”.
(operações de mercado aberto “open market”).

■ O Mercado Monetário inclui dois segmentos:

● O Mercado Monetário Interbancário (MMI)

→ Foi criado em Portugal em 1977.

- Com a finalidade de permitir a redistribuição de liquidez entre as “IFM”.

- Onde eram negociados empréstimos interbancários com prazos que variavam entre um dia /24 horas “overnight” e os 365 dias (um ano): controle das operações pelo BdP (Sistema Telefónico de Mercado “Sistem”).

- As taxas de juro (médias ponderadas) para cada prazo eram determinadas em função da oferta e procura de liquidez interbancária.

- Actualmente funciona na UEM o mercado monetário interbancário: EURIBOR

- O Mercado Interbancário de Títulos (MIT):
 - Foi criado em Portugal em 1978.

 - Com o objectivo de remunerar os excessos de liquidez dos bancos e nele eram transaccionados títulos da dívida pública e outros instrumentos específicos do mercado monetário.

- Operações de mercado aberto: compra e venda de títulos da dívida pública entre os bancos e o Banco Central.

(II) MERCADO INSTITUCIONAL DA POUPANÇA

→ É o mercado dos títulos indirectos ou secundários expresso pelos seguintes instrumentos financeiros:

Depósitos de poupança à ordem e a prazo, certificados de depósitos, obrigações de caixa, certificados/títulos de participação de fundos mobiliários e outros.

→ Mercado onde são captados pelas “IFM” os fundos destinados ao financiamento indirecto da economia:

→ Em que os títulos emitidos pelas “IFM” são colocados junto do público aforrador.

Notas:

- As taxas de juro prevalecentes no mercado institucional da poupança → estão muito dependentes das taxas de juro verificadas no mercado monetário (interbancário).
- De facto, se as taxas de juro baixarem no mercado monetário (interbancário):
 - Os bancos darão preferência aos fundos obtidos por essa via em detrimento dos depósitos bancários, se as taxas destes se mantiverem.
 - As taxas de juro dos depósitos também terão de baixar para que os bancos continuem interessados em captá-los.

“É o mecanismo da oferta e da procura de fundos a determinar as variações dos respectivos preços, isto é, das taxas de juro”.

(III) MERCADO CAMBIAL

- É aquele em que se transaccionam as moedas estrangeiras:

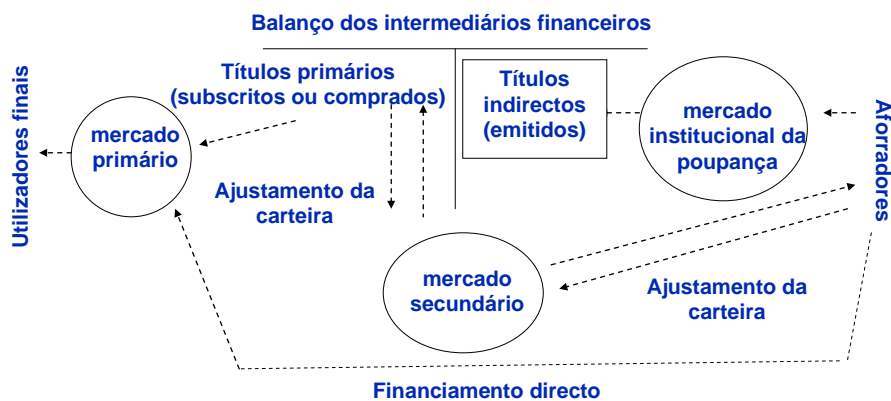
→ O Banco Central pode intervir directamente nele.

→ Vende divisas se quer valorizar/apreciar a moeda nacional.

→ Compra-as se quer desvalorizar/ depreciar a moeda nacional.

ECONOMIA MONETÁRIA

- Os mercados financeiros
 - a intermediação financeira sob o ponto de vista dos mercados



NOTA: PARA MAIOR PORMENOR SOBRE “OS MERCADOS E OS PRODUTOS FINANCEIROS” – VER ANEXO A2

***A3. O SISTEMA FINANCEIRO
PORTUGUÊS***

■ Sectorização da Economia Portuguesa

(de acordo com classificação do Banco de Portugal:

Critério Institucional)

● Sector Financeiro

■ Sector Monetário – Instituições Financeiras Monetárias “IFM”.

■ Sector Não Monetário – Instituições Financeiras Não Monetárias “IFNM”

● Sector Não Financeiro

■ Estado (Sector Público Administrativo)

■ Empresas Não Financeiras (Privadas e Públicas)

■ Consumidores (Particulares ou Famílias)

• Sector Exterior ou Resto do Mundo

→ Envolve todas as transacções económicas e financeiras entre “residentes” (Particulares ou Famílias, Empresas e Estado) e “não residentes” (Exterior ou Resto do Mundo).

■ SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS

(Classificação institucional)

Autoridade Monetária Banco Central Europeu (BCE) + Banco de Portugal

Instituições de Crédito

Universais Bancos comerciais (incluindo CGD)

Especializadas Caixas Económicas
Caixas de Crédito Agrícola Mútuo (CCAM)
Caixa Central do CAM
Sociedades de Investimento
Sociedades de Locação Financeira (“Leasing”)
Sociedades de “Factoring”
Sociedades Financeiras para Aquisições a Crédito

Sociedades de Garantia Mútua⁴
Outras

Sociedades
Financeiras

Sociedades Financeiras de Corretagem
Sociedades Corretoras
Soc. Mediadoras Mercados Monetário e Cambial
Soc. Gestoras de Fundos de Investimento
Soc. Gestoras de Patrimónios
Sociedades de Capital de Risco
Sociedades de Fomento Empresarial
Sociedades de Desenvolvimento Regional
Soc. Gestoras de Compras em Grupo
Soc. Emitentes e Gestoras de Cartões de Crédito
Agências de Câmbios
Sociedades de Titularização de Créditos⁵
Outras

Notas:

- 1. Classificação institucional é o que decorre dos textos legais regulamentadores do sistema.*
- 2. Decreto-Lei n° 298/92, de Dezembro.*

⁴ Regulada pelo DL n° 211/98, de 16-7 (DR, I Série - A, n°162, de 16-07-1998), alterado pelo DL n° 19/2001, de 30-1 (DR, I Série A, n°25, de 30-01-2001).

⁵ Reguladas pelo DL n° 453/99, de 5-11 (DR, I Série - A, n° 258, de 5-11-1999).

■ SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS

(Classificação funcional)

Instituições Financeiras Monetárias (IFM)

Autoridade

Banco Central Europeu (BCE) + Banco de

Monetária

Portugal

Instituições de

Crédito

Universais

Bancos comerciais (incluindo CGD)

Instituições de

Crédito

Caixas Económicas

Caixas de Crédito Agrícola Mútuo (CCAM)

Caixa Central do CAM

Especializadas

Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM)

Instituições de

Crédito

Especializadas

Sociedades de Investimento

Sociedades de Locação Financeira

(“Leasing”)

Sociedades de “Factoring”

Sociedades Financeiras para Aquisições a

Crédito

Sociedades de Garantia Mútua

Sociedades Financeiras

Sociedades Financeiras de Corretagem
Sociedades Corretoras
Soc. Mediadoras Mercados Monetário e Cambial
Soc. Gestoras de Fundos de Investimento
Soc. Gestoras de Patrimónios
Sociedades de Capital de Risco
Sociedades de Fomento Empresarial
Sociedades de Desenvolvimento Regional
Soc. Gestoras de Compras em Grupo
Soc. Emitentes e Gestoras de Cartões de Crédito
Agências de Câmbios
Sociedades de Titularização de Créditos

Notas:

1. Classificação funcional é o que resulta da análise das funções das instituições.
2. As “IFM” são todas as instituições financeiras que estão habilitadas:
 - Captação de depósitos (quer a ordem quer a prazo).
 - Concessão de crédito (de empréstimo.)
 - Tem assim a faculdade de criar moeda bancária/escritura (depósitos à ordem).

3. As “IFNM” são todas as instituições financeiras que não têm a prerrogativa de emitir moeda bancária/escritural.

→ Não podem simultaneamente aceitar depósitos e conceder crédito (empréstimo).

***A4. AS ESTRUTURAS DE TAXAS DE
JURO***

★ INTRODUÇÃO

■ Se ao Mercado Monetário (“MMI” e “MIT”) juntarmos o segmento do mercado financeiro de médio e longo prazo

→ Mercado de Valores Mobiliários/Capitais.

→ Mercado Financeiro no seu sentido amplo.

■ MERCADO DE CAPITAIS → é o local de encontro entre a oferta e a procura de fundos emprestáveis de médio e longo prazo → Prazos de vencimento superiores a um ano.

Notas:

- O telefone, o telex e os sistemas informáticos ligam os operadores entre si. Os operadores no mercado de capitais para além do sistema bancário e das outras instituições financeiras legalmente autorizadas (mercado monetário) incluem as demais instituições financeiras e o público em geral (empresas e particulares).
- Existe normalmente uma Bolsa de Valores ou um conjunto de Bolsas de Valores que operam no domínio do segmento do mercado de capitais do mercado financeiro geral e que incluem instrumentos como ações, obrigações, títulos de participação em fundos de investimento, etc.

- O Mercado de Capitais como um todo é objecto de uma [supervisão por autoridade própria](#) → cujos estatutos variam de país para país e, se situam na esfera do Ministério das Finanças e funciona em articulação com os Bancos Centrais

→ No caso português, esta missão é atribuída à [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários \(CMVM\)](#).

- Esta autoridade deve zelar pela observância das regras estabelecidas para as operações permitidas em [Bolsa de Valores](#):

→ Pela [qualidade dos títulos emitidos no mercado](#).

→ Pela [transparência da informação destinada aos operadores financeiros](#).

- Apesar de existirem as Bolsas de Valores → verificam-se ainda um número razoável de [títulos não cotados em Bolsa \(transaccionados fora da Bolsa\)](#) → devido a factores de confiança relativamente as entidades emitentes.

Porém, quanto mais desenvolvido for o mercado de capitais e as Bolsas de Valores de um país, mas tenderá a decrescer este tipo de transacções.

- *A técnica de operações em Bolsa é relativamente complexa, requer grande experiência e sangue-frio, um bom domínio dos conceitos, das praxes e das informações.*
 - *Há por isso especialistas, os correctores, que são os protagonistas principais* → *são eles que servem de intermediários legais entre vendedores e compradores de título na Bolsa.*

★ Estruturas de Taxas de Juro

■ *Até agora referimos a existência de uma única taxa de juro:*

→ *Mas na realidade existem várias taxas de juro.*

→ *Existem quatro motivos principais que explicam a existência de múltiplas taxas de juro, em vez de uma única taxa de juro.*

- *Nível de risco diferente dos activos financeiros.*
- *Grau de liquidez diferente dos activos financeiros.*
- *Tratamento fiscal diferenciado.*
- *Diferenças de maturidade dos activos.*

★ Estrutura por Risco das Taxas de Juro

É a relação entre as diferentes taxas de juro:

→ PARA ACTIVOS DE UMA MESMA MATURIDADE.

→ Sendo essas diferentes taxas de juro resultantes de diferenças de **RISCO**, de **LIQUIDEZ** ou de **REGIME FISCAL**.

■ RISCO

■ Por **risco** entendemos o grau de incerteza do retorno de um investimento num activo financeiro.

→ Ou mais simplesmente a possibilidade das diferentes formas de incerteza se traduzirem numa diminuição da rentabilidade do investimento financeiro.

- Considerando que os investidores têm normalmente **aversão**

ao risco:

- Estes investidores em face de diferentes activos **com a mesma rentabilidade esperada.**
- Preferem o activo com menor risco.
- Esta preferência traduz-se, no mercado, **num aumento do preço dos activos com menor risco** (e, por consequência menor taxa de juro).

- Assim, **quanto mais elevado for o risco do activo**

→ maior deverá ser a rentabilidade oferecida ao investidor, **para que ele aceite tomar esse risco.**

- Obrigações com um risco baixo oferecem juro baixo: é o que acontece normalmente comos títulos de dívida pública.

- Obrigações de risco elevado oferecem um juro elevado e por isso se chamam simultaneamente obrigações de elevado rendimento “junk bonds” (obrigações de baixa qualidade).

■ Existem diferentes tipos de riscos.

Destacamos, entre eles:

- Risco de Não Cumprimento ou Risco de Crédito “Default /Credit Risk”:

→ Corresponde ao não cumprimento do serviço da dívida, total ou parcialmente.

→ Pode colocar-se relativamente a uma sociedade que se endivida por recurso ao crédito (risco de crédito) – como relativamente a uma sociedade que se endivida emitindo títulos de dívida negociáveis.

→ Este risco é um dos mais importantes, sendo constantemente objecto de atenção por parte dos reguladores.

- **Risco País “Country Risk”**

→ Corresponde, grosso modo, ao risco de ocorrência de uma crise no país.

→ Há muitos riscos ligados à possibilidade de crises locais:

- **Risco de soberania:** risco de não pagamento por parte das instituições soberanas do país, Estado ou Banco Central.

- **Risco de deterioração das condições económicas do país:** o que pode conduzir a uma deterioração das condições financeiras das empresas e aumentar a probabilidade de não cumprimento do serviço da dívida.

- Risco de crise no mercado interno.

“O risco país é importante, constituindo, na prática, a base para a avaliação do risco de crédito de qualquer emitente nacional”.

- Risco de Mercado “Market Risk”

→ É o risco de evolução desfavorável do preço de mercado do activo devido a uma evolução geral desfavorável do mercado, durante o período de detenção do activo.

→ Quanto maior for a maturidade do activo maior será o risco de mercado que lhe está associado. Por isso: os activos longos estão mais sujeitos a este tipo de risco.

★ Medição do Risco

- Medir o risco → implica capturar a fonte de incerteza e a magnitude do seu efeito negativo na rentabilidade.

→ MAS nem todos os riscos são fáceis de medir.

- O mercado fornece uma medida geral de risco:

→ Ao diferenciar a taxa de juro oferecida pelos diferentes activos financeiros.

→ O prémio de risco/"spread" → traduz a diferença entre a taxa de juro sobre títulos (com risco) mais elevada e a taxa de juro sobre títulos mais baixa (sem risco).

→ **Exemplo:**

A análise dos “spreads” dos títulos de dívida pública soberana faz-se tendo por base a taxa de juro da dívida da Alemanha (na União Europeia).

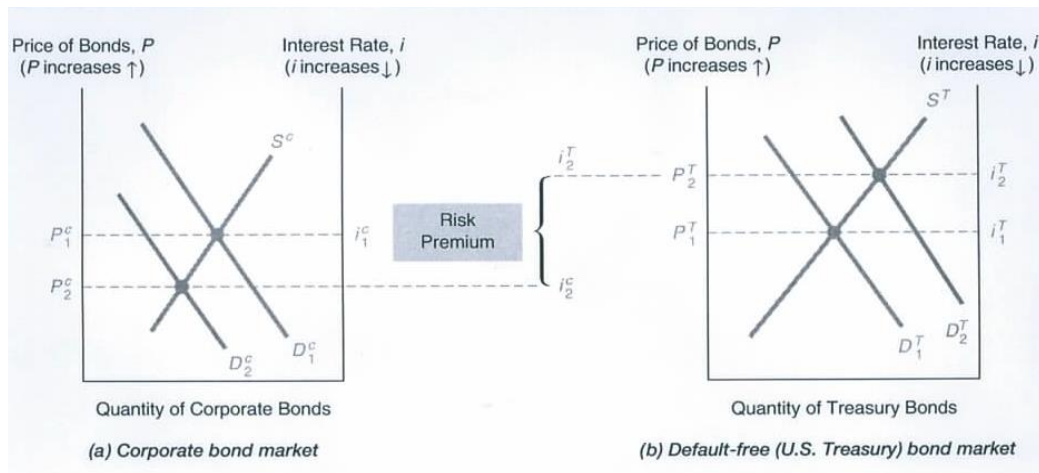


Figura: Response to an Increase in Default Risk on Corporate Bonds

Initially $P_1^c = P_1^T$ and the risk premium is zero. An increase in default risk on corporate bonds shifts the demand curve from D_1^c to D_2^c . Simultaneously, it shifts the demand curve for Treasury bonds from D_1^T to D_2^T . The equilibrium price for corporate bonds falls from P_1^c to P_2^c and the equilibrium interest rate on corporate bonds rises to i_2^c . In the Treasury market, the equilibrium bond price rises from P_1^T to P_2^T and the equilibrium interest rate falls to i_2^T . The brace indicates the difference between i_2^c and i_2^T , the risk premium on corporate bonds. (Note that because P_2^c is lower than P_2^T , i_2^c is greater than i_2^T).

Fonte: Mishkin, F. (2010).

- Porque o risco é muito importante para avaliar o rendimento oferecido por um título de dívida:
 - Existem empresas cuja única função é avaliar o risco dos diferentes emitentes de títulos e classificá-los.

- São as chamadas sociedades de “rating” (notação financeira) entre as quais se destacam: *Moody’s, Standard & Poor’s e Fitch.*

- São essencialmente elas que através duma análise económica e financeira do emitente:
 - Determinam a opinião do mercado sobre a qualidade e o nível de risco que está associado a cada um dos activos que emitem.

 - E, por consequência, o prémio de risco /spread correspondente.

→ O “rating” é uma medida de risco relativa, podendo a ordenação atingir até 20 níveis.

NOTA: ACERCA DESTA TEMÁTICA → VER NA

“BLACKBOARD” EM ARTIGOS PARA

REFLEXÃO: “EM.rating”.

TABLE 1

Bond Ratings by Moody's, Standard and Poor's, and Fitch

Rating			Definitions
Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Prime Maximum Safety
Aa1	AA-	AA-	High Grade High Quality
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper Medium Grade
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non Investment Grade
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B-	B-	Highly Speculative
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Substantial Risk
Caa2	CCC	—	In Poor Standing
Caa3	CCC-	—	
Ca	—	—	Extremely Speculative
C	—	—	May be in Default
—	—	DDD	Default
—	—	DD	—
—	D	D	—

Fonte: Mishkin, F. (2010)

■ LIQUIDEZ

- Outra qualidade dos activos financeiros que influenciam a

taxa de juro é a liquidez.

- Um activo é tanto mais líquido → quanto mais rápida e barata for a sua conversão em moeda.

- Quanto mais líquida for um título financeiro

→ maior é a sua procura e menor é a taxa de juro que lhe está associada.

- Normalmente: as obrigações de dívida pública de

curto prazo são as mais líquidas:

→ Existem em grande quantidade no mercado e são transaccionadas diariamente em grande quantidade.

■ REGIME FISCAL

- Os rendimentos de investimentos financeiros estão normalmente sujeitos ao pagamento de impostos.
- Se o regime fiscal sobre estes rendimentos variar em função do tipo de activo:

→ Os activos que beneficiem de um regime fiscal mais favorável:

→ Tornam-se mais atractivos (pois a sua rentabilidade líquida relativa aumenta).

- A isenção fiscal de alguns activos aumenta, por conseguinte, a respectiva taxa líquida de retorno:

→ Enquanto que outros terão de compensar a existência de tributação fiscal.

→ Com um aumento da taxa de rendimento bruta do activo.

CONCLUSÃO FINAL

■ MAS, o prémio de risco rigorosamente reflecte:

→ Não só o diferencial de risco entre activos.

→ Mas também: a sua liquidez relativa e o regime fiscal a que estão sujeitas.

■ Assim: quanto maior o risco, quanto menor a liquidez e quanto mais desfavorável o regime fiscal → maior o prémio de risco.

☆ Estrutura Temporal das Taxas de Juro

■ Por estrutura temporal das taxas de juro (ou estrutura de prazo das taxas de juro) num certo mercado:

→ Relação de ordem existente entre as taxas de juro:

→ Em função dos prazos respectivos disposto de forma crescente.

- Se essa relação é crescente a estrutura temporal diz-se **crescente**.
- Se for constante ou decrescente a estrutura recebe, respectivamente → classificação de **constante e decrescente**.
- Um outro caso possível é o da **estrutura irregular**
→ existem segmentos, ora crescentes, ora constantes, ora

decrecentes (não necessariamente nesta ordem).

EXEMPLO (no MMI):

- (i) Consideremos as seguintes estruturas das taxas de juro interbancárias, verificadas em Londres e Zurique em Janeiro de 1991:

	<u>LONDRES</u>	<u>ZURIQUE</u>
	<u>%</u>	<u>%</u>
1 mês	14,19	8,75
2 meses	14,13	8,75
3 meses	14,06	8,75
6 meses	14,03	8,75
12 meses	13,13	8,75

- Londres a estrutura é decrescente → à medida que os prazos aumentam as taxas de juro vão diminuindo.
- Zurique a estrutura é constante.

- (ii) Vejamos agora como se configurou a estrutura de prazo das taxas de juro do Mercado Monetário Interbancário de Lisboa, em vários momentos (Taxas Médias Ponderadas, TMP):

MMI em 10/01/1991 (taxa média ponderada, TMP)

	%
5 dias	5,00
15 dias	11,00
30 dias	14,00
60 dias	16,75
90 dias	19,00
120 dias	20,00

- **A estrutura temporal das taxas de juro é crescente.**

→ **Prazos (maturidades) mais dilatados: correspondem mais elevadas taxas de juro.**

MMI em 01/06/1993 (taxa média ponderada, TMP)

	%
15 dias	14,033
30 dias	14,027
60 dias	14,050
91 dias	13,525
181 dias	13,250

- **A estrutura temporal é irregular.**

MMI, 22/08/08 (taxa média ponderada, TMP)

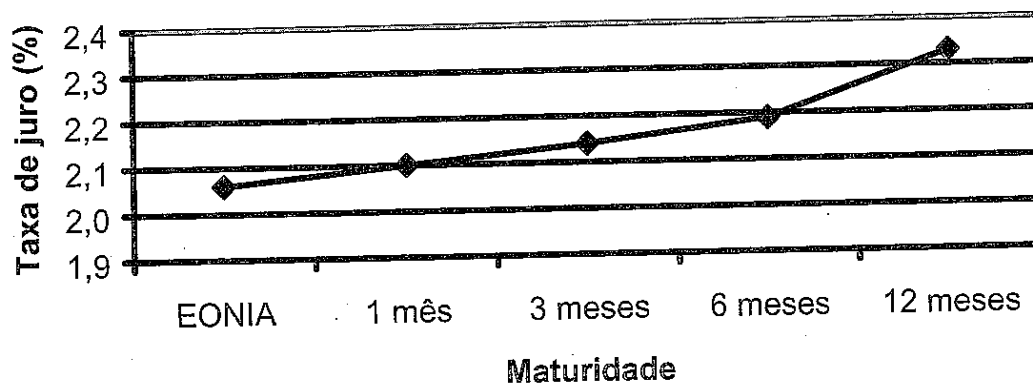
	%
Eonia	4,274
15 dias	4,475
1 mês	4,484
6 meses	5,162
1 ano	5,321

- A estrutura temporal é crescente

Exercícios:

Represente graficamente a curva de rendimentos

“yield curve” dos exemplos anteriores (à semelhança da curva de rendimentos abaixo):



QUESTÃO:

Como entender esses diferentes comportamentos de mercado para mercado e de um período para outro dentro do mesmo mercado?

Teorias Explicativas da Estrutura Temporal das Taxas de Juro

A. Teoria das Expectativas/Antecipações

B. Teoria da Segmentação dos Mercados

C. Teoria do Prémio de Liquidez.

- Activos financeiros com idêntico risco, liquidez e regime fiscal:

→ As taxas de juro podem diferir devido a:

**DIFERENÇAS NA MATURIDADE DOS
ACTIVOS.**

■ A representação gráfica dessas diferentes taxas de juro

→ Curva de rendimentos “yield curve”.

■ A Evidência (Empírica) do Comportamento das Taxas de Juro revela 3 (três) pontos:

- As taxas de juro para activos de diferentes

maturidades → tendem a mover-se em conjunto ao longo do tempo.

- As curvas de rendimento “yield curves” têm

normalmente:

→ Inclinação Positiva → quando as taxas de juro de curto prazo estão baixas.

→ Inclinação Negativa → quando as taxas de juro de curto prazo estão elevadas.

- As curvas de rendimento “yield curves” → têm em média uma inclinação ligeiramente positiva.

A. Teoria das Expectativas

/Antecipações

- Segundo esta teoria: activos com diferentes maturidades são substitutos perfeitos → aos investidores é indiferente a maturidade do activo.
- Os investidores apenas não deverão manter qualquer quantidade de um determinado activo:
 - Se eles tiverem uma expectativa de retorno de que será menor do que o retorno de qualquer outro activo com uma diferente maturidade.
- Assim, a taxa de juro de um activo de longo prazo:

→ Deve ser igual à média das taxas de juro de curto prazo (no presente e das taxas de juro que os agentes esperam que venha ocorrer no futuro).

→ Até à maturidade do activo de longo prazo.

Exemplo:

• Seja a taxa de juro corrente de um activo de “um ano” igual a 6%.

• Devido, por exemplo, a um contexto inflacionário, a expectativa do investidor quanto a taxa de juro do mesmo activo de “um ano” no próximo ano é de 8%.

• Então: o retorno esperado por um investidor pela aquisição de 2 (dois) activos de “um ano” será de:

$$(6\% + 8\%) / 2 = 7\%$$

- A taxa de juro de um activo de “dois anos” deverá ser de 7% para que o investidor deseje adquiri-lo.

■ Em geral:

$$i(n)t = [it + ie(t+1) + ie(t+2) + \dots + ie(t+(n-1))] / n$$

$i(n)t =$ taxa de juro no período t para activos com maturidade de n períodos.

$it =$ taxa de juro corrente (período t) para activos com maturidade de 1 período.

$ie(t+(n-1)) =$ taxa de juro esperada para (n-1) períodos depois do período t (taxa de juro esperada para o período “t + (n - 1)” para activos com maturidade de 1 período.

$n =$ maturidade do activo de longo prazo.

- *A teoria das expectativas/antecipações explica porque a → curva de rendimentos → pode ter diferentes inclinações.*

- *Quando as expectativas são de subida das taxas de juro :*
 - *Devido, e.g. expectativas inflacionárias – adopção no futuro de políticas monetárias expansionistas “Easy Money”.*

 - *A actual taxa de juro de longo prazo (igual a média das taxas de juro de curto prazo) está acima da actual taxa de juro de curto prazo.*

 - *A curva de rendimentos adquire um declive positivo.*

- *Quando as expectativas são de manutenção das taxas de juro:*

- A actual taxa de juro de longo prazo é idêntica à actual taxa de juro de curto prazo.

- A curva de rendimentos é horizontal.

- Quando as expectativas são de redução das taxas de juro:
 - Devido, e.g., expectativas deflacionistas – adopção no futuro de políticas monetárias restritivas “Tight Money”.

 - A actual taxa de juro de longo prazo é inferior à actual taxa de juro de curto prazo.

 - A curva de rendimentos tem uma inclinação negativa.

■ *A hipótese das expectativas explica as evidências empíricas:*

(1) *De que as taxas de juro de curto prazo e longo prazo se movem em conjunto:*

→ *Sendo as taxas de longo prazo uma média das taxas de curto prazo: um aumento das segundas implica forçosamente um aumento das primeiras.*

(2) *De que a curva de rendimentos tem geralmente uma:*

→ *Inclinação positiva: se as taxas de juro de curto prazo estão baixas.*

→ *Inclinação negativa: se as taxas de curto prazo estão elevadas.*

→ *Assim, por exemplo: Quando as taxas de juro de curto prazo estão baixas → a expectativa é de que elas subam no futuro.*

• A média da taxa de juro corrente e das futuras taxas de juro de curto prazo idêntica as actuais taxas de juro de longo prazo:

→ É superior às actuais taxas de juro de curto prazo.

→ A curva de rendimentos adquire uma inclinação positiva (e vice versa).

(3) A hipótese não explica, contudo, o facto da curva de rendimentos ter usualmente (em média) uma inclinação ligeiramente positiva.

→ Dado que a predominância de curvas de rendimento de declive positivo significaria:

• A sistemática antecipação de uma subida das taxas de juro de curto prazo!

B. Teoria da Segmentação dos Mercados/Institucional/do Habitat Preferido

- **Segundo a teoria da segmentação dos mercados**
“segmented markets theory” → **títulos de diferentes maturidades não são substitutos.**

- **Esta teoria argumenta que cada indivíduo ou instituição:**
 - **Tem preferência pela maturidade dos activos em que investe.**

 - **Variando esta preferência de investidor para investidor:**
Em função das circunstâncias que envolvem o investimento de cada um.

- **Certos grupos institucionais (e.g. companhias de seguros e fundos de pensões) preferem** → **títulos de longo prazo em vez de títulos de curto prazo:**

→ Para estes grupos institucionais: os fundos obtidos hoje destinam-se a ser aplicados num período de tempo relativamente longo.

→ Estes grupo preferem por conseguinte *investimentos de longo prazo*: mais coincidentes com as suas necessidades de liquidez.

- Por outro lado, instituições e indivíduos cujas necessidades de fundos são de curto prazo (e.g. empresas e sua gestão corrente):

→ Que dispõem de capacidade de investimento durante um período relativamente curto → tenderão a preferir activos de curto prazo.

- Ainda: O crédito à habitação própria relaciona-se com fundos emprestáveis de muito longo prazo (20 a 30 anos).

- A teoria considera assim: que os investidores têm preferência por uma certa maturidade de activos:

→ O que implica que activos com diferentes maturidades são transaccionados em mercados segmentados.

■ Como consequência: a taxa de juro para cada maturidade de activos:

→ É determinada num mercado distinto.

→ Assim: a taxa de juro de activos de curto prazo é determinada num mercado separado, não sendo influenciada pelo equilíbrio gerado no mercado de activos de longo prazo.

■ Ainda segundo esta teoria: a configuração da curva de rendimentos nada permite concluir sobre as expectativas dominante no mercado → relativamente à evolução das taxas de juro.

■ A teoria permite, em contrapartida: explicar o facto da curva de rendimentos ser usualmente inclinada positivamente (3ª evidencia empírica):

→ Na medida em que considera que a maioria dos investidores prefere investimentos em prazos mais curtos do que longos (aversão ao risco).

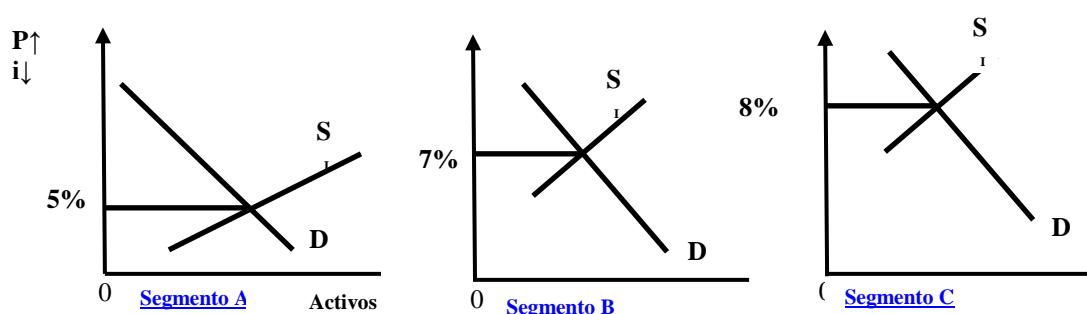
→ A procura é mais elevada para activos de curto prazo: as quais têm então um preço (cotação) mais elevado → e taxa de juro mais baixa do que os activos de longo prazo.

■ Esta teoria não explica, no entanto, as outras evidências empíricas (1ª e 2ª):

→ Uma vez que assume que as taxas de longo e de curto prazos são determinadas separadamente.

☐ Mercado de Activos Financeiros

“Bonds”



→ Existência de uma Relação Inversa entre Preço do Activo “Bond” e Taxa de Juro:

Preço do Activo (Bond) Rendimento (Yield) Taxa Juro

2000	100	5%
1200	100	8,33%
<u>1000</u>	<u>100</u>	<u>10%</u>
900	100	11,1%

ANEXO: MERCADO DA DÍVIDA /OBRIGACIONISTA/BONDS E TAXAS DE JURO

▣ Uma das vias de explicação da determinação da [taxa de juro de equilíbrio](#) (e os factores que determinam a sua [variação](#)) → Estudo do mercado de activos /

/ obrigacionista / “bonds”.

- Factores que determinam a Procura de Activos / Obrigações

- Oferta que determinam a Oferta de Activos / Obrigações.

- Factores que fazem variar estas curvas e os mecanismos que conduzem o mercado ao equilíbrio.

▣ Curva da Procura de Activos/Obrigações: quantidade procurada de obrigações para um dado preço (e logo uma dada taxa de juro):

→ Quando todas as outras variáveis permanecem constantes.

→ A curva da procura de obrigações (B_d): inclinação negativa.

- ▣ Curva da Oferta de Activos/Obrigações: quantidade oferecida de obrigações para um dado preço (e logo uma dada taxa de juro):

→ Quando todas as outras variáveis permanecem constantes.

→ A curva da oferta de obrigações (B_s): declive positivo.

- ▣ O Equilíbrio de Mercado: é atingido quando a oferta iguala a procura de obrigações → $B_d = B_s$

- Preço de equilíbrio: P^*

- Taxa de juro de equilíbrio: i^*

▣ Existem dois tipos de desequilíbrio:

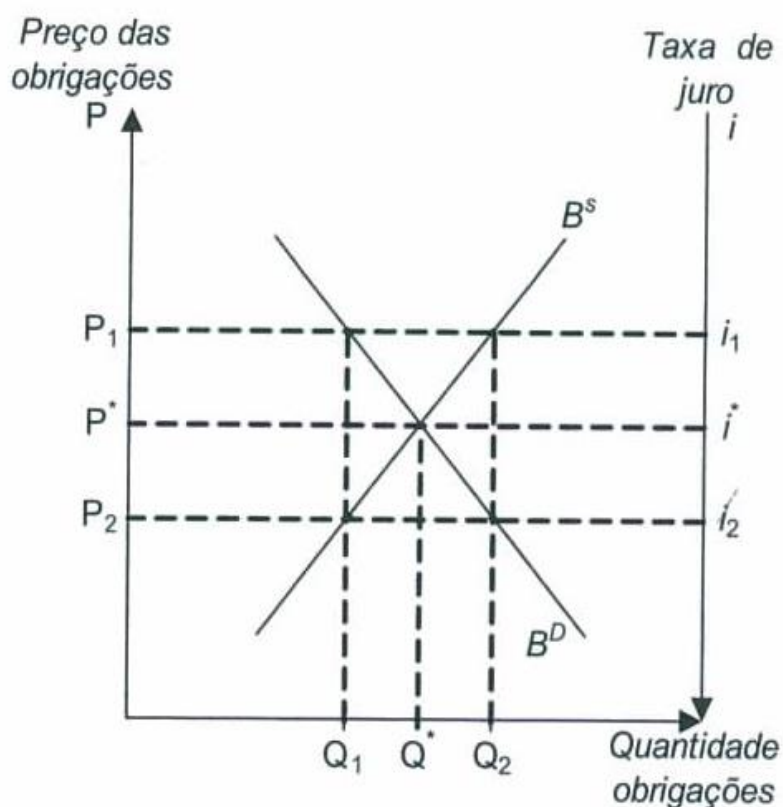
- $B^s > B^d$ → excesso da oferta: este desequilíbrio

acontece quando o $P > P^*$ ($i < i^*$).

- $B^s < B^d$ → excesso de procura: este

desequilíbrio acontece quando o $P < P^*$ ($i > i^*$)

Figura 1: Procura e Oferta de Obrigações



■ A figura anterior pode ser revista colocando a taxa de juro crescente em relação à origem e inversamente o preço decrescente em relação à origem:

→ A curva da procura de fundos disponíveis

(corresponde à curva de oferta de obrigações):

Declive negativo.

→ A curva da oferta de fundos disponíveis

(corresponde à curva da procura de obrigações):

Inclinação positiva.

❑ Modificação da Taxa de Juro de Equilíbrio (Síntese)

Figura 22.0: Factores que afectam a curva da procura de obrigações

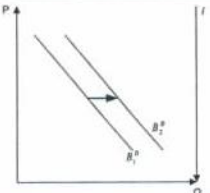
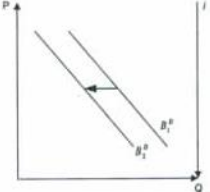
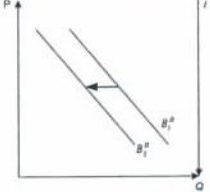
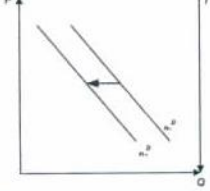
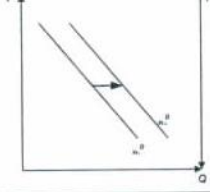
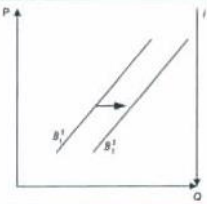
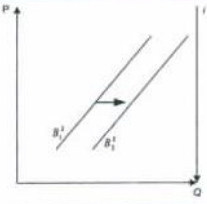
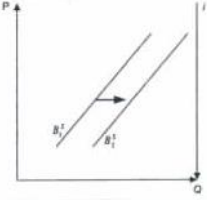
Alteração do factor	Deslocação da curva da procura
Aumento da riqueza	Aumento da quantidade procurada com deslocação da curva da procura para a direita 
Aumento da taxa de juro esperada	Diminuição da quantidade procurada com deslocação da curva da procura para a esquerda 
Aumento da inflação esperada	Diminuição da quantidade procurada com deslocação da curva da procura para a esquerda 
Aumento do risco relativo das obrigações	Diminuição da quantidade procurada com deslocação da curva da procura para a esquerda 
Aumento da liquidez relativa das obrigações	Aumento da quantidade procurada com deslocação da curva da procura para a direita 

Figura 14: Factores que afectam a curva da oferta de obrigações

Alteração do factor	Deslocação da curva da oferta
Aumento da rendibilidade dos investimentos	Aumento da quantidade oferecida com deslocação da curva da oferta para a direita 
Aumento da inflação esperada	Aumento da quantidade oferecida com deslocação da curva da oferta para a direita 
Aumento do défice orçamental	Aumento da quantidade oferecida com deslocação da curva da oferta para a direita 

■ Relação entre Expectativa de Inflação e Taxa de Juro: Efeito Fischer

→ Expectativas inflacionistas têm efeito simultaneamente sobre a oferta de obrigações e sobre a procura de obrigações.

→ O aumento da taxa de inflação esperada corresponde:

- Por um lado: a uma expectativa de retorno mais baixa (em termos reais).

- Por outro lado: a um menor custo real do endividamento por emissão de obrigações.

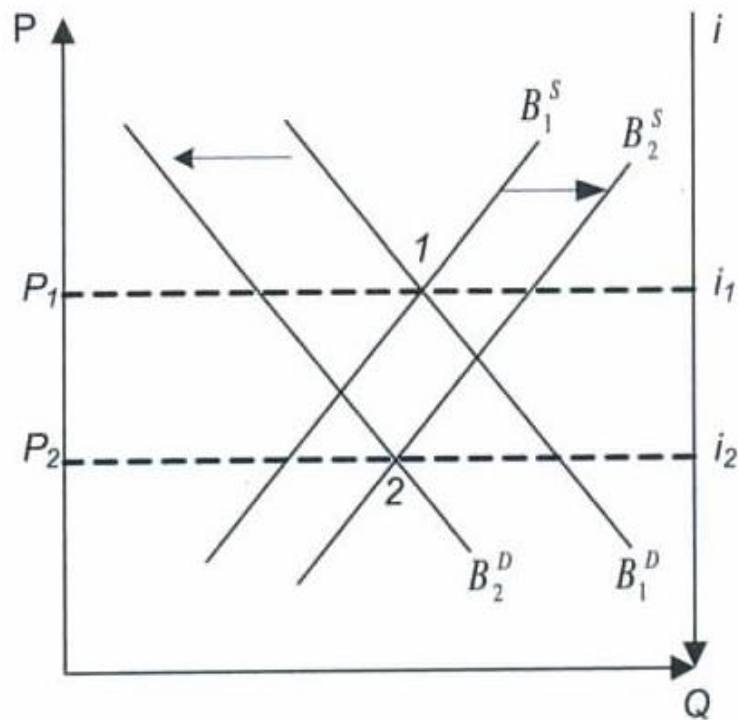
→ Assim: um aumento da taxa de inflação esperada conduz simultaneamente:

- A uma deslocação da curva de procura de obrigações para a esquerda.
- E da oferta de obrigações para a direita.

→ Quando considerados em conjunto estes dois efeitos: falamos de efeito Fischer.

“ O efeito Fischer diz-nos que quando a taxa de inflação esperada aumenta → o preço das obrigações diminui e a taxa de juro aumenta.

Figura 14.5: Efeito Fisher



■ Relação entre Ciclo Económico e Taxa de Juro

→ Períodos de expansão económica afectam

simultaneamente a procura e a oferta de obrigações:

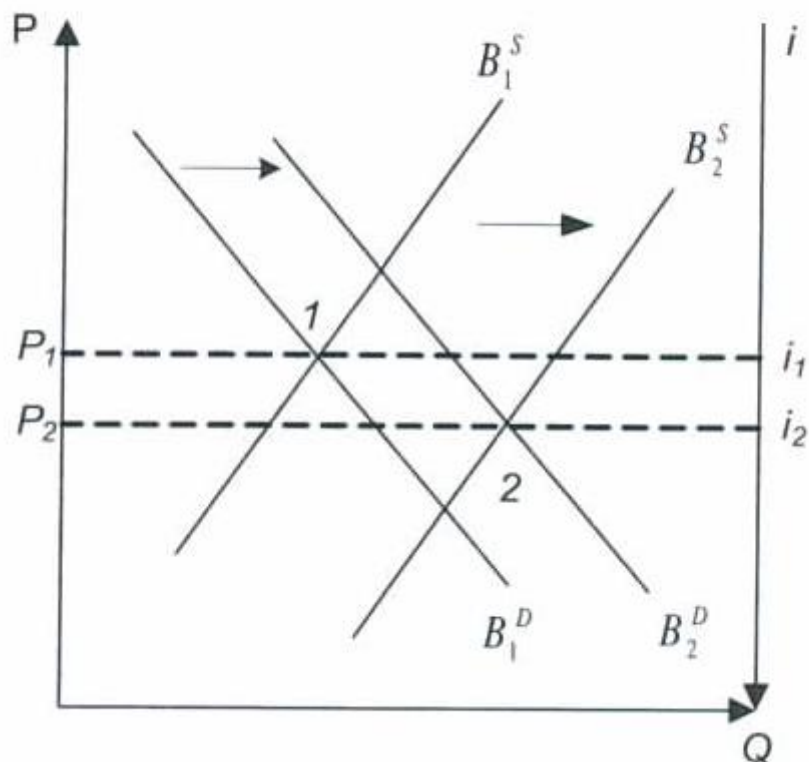
- Períodos de crescimento rápido → aumento da oferta de obrigações (expectativas de aumento da rendibilidade dos investimentos).

- Mas: também estão normalmente associados a um aumento da riqueza → aumento da procura de obrigações.

→ Considerando em conjunto estes dois efeitos em períodos de crescimento rápido espera-se um aumento da quantidade de obrigações transaccionadas sendo o efeito ambíguo sobre as taxas de juro:

- Apesar da evidência empírica indicar que o efeito sobre a oferta ser normalmente mais importante do que sobre a procura.

Figura 146: Ciclo Económico e Taxa de Juro



■ **RETORNANDO AO EXEMPLO ANTERIOR - TEORIA SEGMENTAÇÃO**

- **Para o segmento A, temos:**

$B^d = B^s$ → **Preço (do Activo) de equilíbrio = 2000**

→ **Taxa de Juro de Equilíbrio = 5%**

- **Deste modo se vê que** → **neste contexto** → **a estrutura temporal das taxas de juro** → **se forma de maneira aleatória.**

- *Tudo depende do jogo da oferta e da procura em cada um dos respectivos segmentos de mercado:*

→ *Esta aleatoriedade tanto pode conduzir a uma estrutura de taxas de juro:*

→ *Crescente ou decrescente ou constante ou ainda a uma estrutura irregular.*

C. Teoria do Prémio de Liquidez

- *A teoria do prémio de liquidez “liquidity premium theory”:*

→ *Tem como base a teoria das expectativas: na qual introduz alguns elementos da teoria da segmentação dos mercados.*

- *Para esta teoria: activos de diferentes maturidades são substitutos* → *mas não são substitutos perfeitos.*

- **Pressuposto teórico da teoria** → é o de que a incerteza e a aversão ao risco conduzem os investidores a preferirem em geral títulos mais líquidos a títulos menos líquidos.

- **Para que os activos de maior maturidade sejam procurados:**
 - Estes devem beneficiar de uma remuneração superior:
 - A taxa de juro deve ser majorada por um prémio: prémio de liquidez “liquidity premium”.

- **A taxa de juro de um activo longo prazo:**
média das taxas de juro de activos curto prazo (da actual e das esperadas no futuro/maturidade)
 - Teoria das Expectativas/Antecipações

Adicionada do prémio de liquidez (sempre positivo e é tanto mais elevado quanto maior a maturidade do activo)

→ Teoria da Segmentação.

- Formalmente (alteração face à teoria das expectativas):

$$i(n)t = [i(t) + ie(t+1) + ie(t+2) + \dots + ie(t+(n-1))] / n + l(n)t$$

Em que:

$l(n)t =$ prémio de liquidez para obrigações com “n” períodos de maturidade.

- Exemplo:

- Vamos supor que a taxa de juro actual de um activo de curto prazo “um ano” é de 5%.

- E que a taxa de juro do mesmo tipo de activo (“um ano”) para o próximo ano é de 6%.
- Assim: O nosso activo de longo prazo tem uma maturidade de apenas 2 períodos/dois “um ano”.
- Admitindo que os investidores preferem (aversão ao risco) manter activos de curto prazo:
 - O que significa, e.g., que o “prémio de liquidez” exigido para activos com maturidades de um até dois anos são: 0 e 0,25%, respectivamente.
 - A taxa de juro (ver equação anterior) do activo de longo prazo (dois “um ano”), será:

$$[(5\% + 6\%) / 2] + 0,25\% = 5,75\%$$

- Segundo esta teoria: **a curva de rendimentos**
manifesta igualmente as expectativas dominantes dos agentes
sobre as futuras taxas de juro de prazos mais curtos.

No entanto: e comparando com a teoria das
expectativas/antecipações:

→ Sendo dadas as expectativas dos agentes
relativamente a taxas de juro futuras.

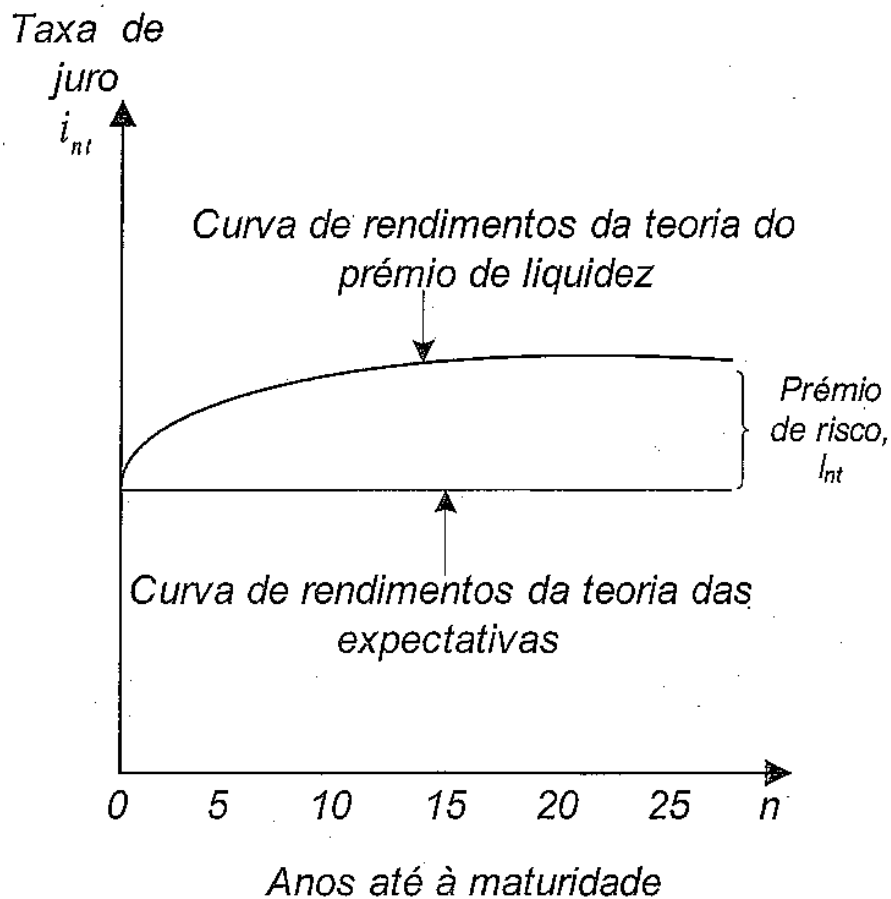
→ A teoria do prémio de liquidez produz: **curvas de**
rendimento sempre acima das da teoria das
expectativas/antecipações.

- Mesmo que as expectativas face à evolução das taxas
de juro de curto prazo sejam para a sua manutenção:

→ A taxas de juro de longo prazo serão forçosamente
superiores às de curto prazo.

→ Correspondendo a diferença entre as taxas de longo e
curto prazo: **ao prémio de liquidez.**

■ Relação entre a teoria das expectativas e do prêmio de liquidez



■ Segundo a teoria do prêmio de liquidez:

→ A curva de rendimentos é quase sempre ascendente.

→ Podendo sê-lo mesmo que as expectativas dominantes sejam de descida das taxas de juro.

→ A curva só será descendente se a diminuição esperada das taxas de juro ultrapassar o prémio de liquidez dos activos de longo prazo.

■ A teoria do prémio de liquidez permite explicar as 3 (três) evidências empíricas apresentadas:

→ Constituindo por isso a abordagem dominante na interpretação da estrutura temporal das taxas de juro e das curvas de rendimento.

● As taxas de juro de curto prazo e de longo prazo se movem em conjunto (1ª evidência):

→ Porque existe substituabilidade (embora imperfeita) entre activos de diferentes maturidades:

→ Um aumento das taxas de juro de curto prazo implica igualmente um aumento das taxa de

juro de longo prazo e vice versa.

- (2ª evidência):

→ A curva de rendimentos possui geralmente uma inclinação positiva → quando as taxas de juro de curto prazo estão particularmente baixas e vice versa:

→ Quando as taxas de curto prazo estão baixas: as expectativas é de que elas subam no futuro.

→ Então: as taxas de longo prazo actuais (média das futuras taxas de curto prazo acrescidas do prémio de liquidez):

São superiores às actuais taxas de curto prazo e vice versa.

- A teoria do prêmio de liquidez explica igualmente porque é que a curva de rendimentos tem usualmente (em média) um declive positivo (3ª evidência):

→ Se as expectativas forem de subida, manutenção e em muitos casos mesmo de descida (ver atrás) das taxas de curto prazo:

→ A curva de rendimentos tenderá (em média) para apresentar um declive positivo devido ao prêmio de liquidez.

***A5. O PROCESSO DE
CRIAÇÃO/DESTRUIÇÃO
MONETÁRIA: A OFERTA
DE MOEDA***

I. O SISTEMA MONETÁRIO E O SEU FUNCIONAMENTO

- O sistema monetário de um país é constituído pelo conjunto de instituições que têm a faculdade de emitir moeda “IFM”.

- Normalmente é composto por um Banco Central → que tem a prerrogativa da emissão de notas e moedas “moeda central”:
 - Representativa da moeda legal do país.

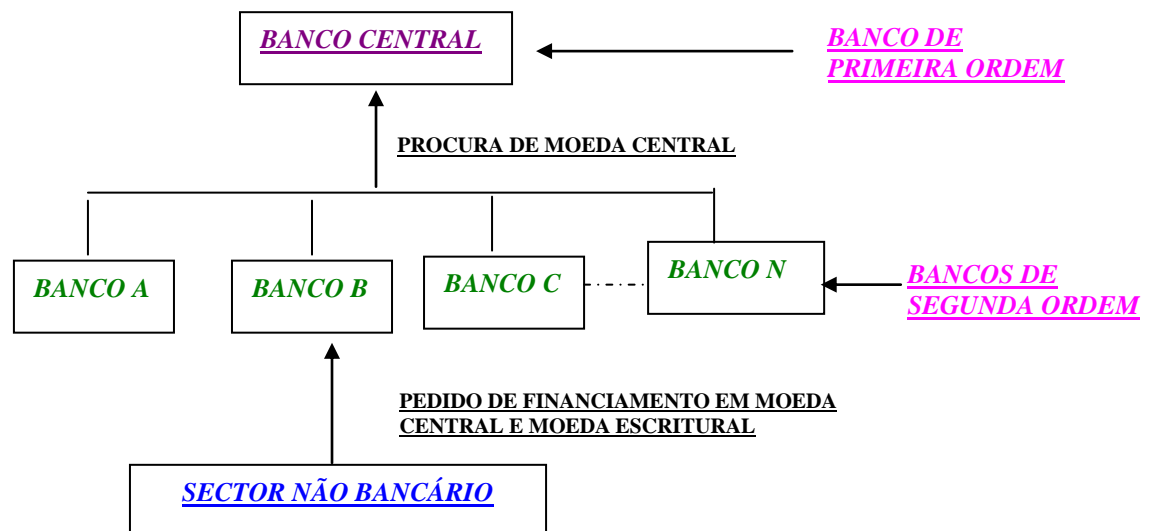
 - Assim como: bancos comerciais e outros “IFM” que emitem moeda bancária/escritural.

- O Banco Central é o banco de primeira ordem.

- E os restantes são bancos (comerciais) de segunda ordem:
 - Pois dependem do primeiro no que respeita ao financiamento em moeda legal.

 - Pressuposto da existência de moeda bancária/escritural.

O organigrama apresentado a seguir representa a estrutura típica de um sistema monetário tradicional:



■ Este sistema hierarquizado tem uma: estrutura em pirâmide:

→ Banco Central no topo.

→ MAS, funciona de baixo para cima

→ Uma vez que a emissão de moeda é sempre feita em contrapartida de pedidos de crédito a partir do sector não bancário: particulares/famílias, empresas e Estado.

→ Assim: Banco Central → fornece moeda central aos bancos de segunda ordem → através da concessão de crédito:

- Operação designada por refinanciamento (reservas emprestadas):

→ Uma vez que ela surge como consequência do financiamento que os bancos de segunda ordem fizeram ou tencionam fazer à sua clientela.

- De facto: quando concedem um crédito → os bancos comerciais creditam a conta de depósitos à ordem do cliente:

→ E tudo ficaria por aqui se ele não efectuasse levantamentos em notas e pagasse sempre por cheque ou por transferência bancária.

→ Como os clientes precisam de levantar notas para procederem a certos pagamentos → os bancos de segunda ordem → esgotadas as suas disponibilidades:

→ Não têm outra alternativa que não seja a do recurso ao crédito/refinanciamento ao Banco Central (Banco dos bancos).

■ Por conseguinte → mesmo que o Banco Central queira
aumentar a moeda em circulação:

→ O BC não conseguirá fazê-lo se o sector não
bancário: não aceitar endividar-se junto dos bancos de
segunda ordem:

(Limitação da Política Monetária Expansionista) (1)

■ Porém: se o Banco Central não tem o poder ilimitado de
aumentar a massa monetária nas mãos dos agentes
económicos não bancários:

→ O BC é totalmente eficaz na recusa de concessão de
crédito.

→ Na verdade: o Banco Central pode sempre impedir o
aumento das notas em poder dos bancos de segunda ordem e
do público → por muito que eles desejem endividar-se.

(Efectividade da Política Monetária Restritiva) (2)

(1) Como a iniciativa não partiu da clientela:

→ Trata-se de um aumento do lado da oferta de fundos.

→ A taxa de juro baixará no mercado → poderá haver quem esteja interessado em mais crédito.

→ Só que muitas vezes → em situações excessivas (crises económicas):

→ Os empresários por verem que o mercado não lhes absorve a produção.

→ Não estarão interessados em endividar-se e aumentar o investimento produtivo.

→ Em tal circunstância: a economia não reanima apesar das baixas taxas de juro.

→ Esta situação designa-se em economia do desequilíbrio por “caso do investimento insuficiente”.

Mas se o Banco Central pode ser ineficiente nas suas iniciativas de reanimar a economia:

→ Através de operações de cedência ou injeção de liquidez.

→ O BC poderá sempre estimular essas operações através da compra de títulos aos bancos a preços superiores aos do mercado.

(2) Porém: é eficaz nas acções opostas:

→ No combate à inflação.

→ Através de operações de absorção de liquidez.

→ O BC poderá sempre estimular essas operações através da venda de títulos aos bancos a baixos preços).

→ Devido à alta rendibilidade da operação → os bancos nunca deixarão de adquirir tais títulos.

→ Como consequência: Os bancos de segunda ordem comerciais) irão reduzir o crédito à clientela:

- Ao mesmo tempo que: *a taxa de juro* **sobe** devido à *redução da oferta de fundos.*

- Com taxas de juro mais altas: o investimento e o consumo diminuirão → devido ao aumento dos custos dos capitais/empréstimos.

- Está lançado um movimento contraccionista (por arrefecimento do lado da procura agregada).

- Com sucessivas reduções de empregos, rendimentos e procura global.

Evidentemente, em situações de subidas do nível geral de preços essa acção/objectivo de política económica:

- Fará baixar a taxa de inflação (mas a custa do emprego e do produto).

Em suma

Viu-se que este sistema hierarquizado funciona naturalmente de baixo para cima, uma vez que é o funcionamento da economia que determina as necessidades de financiamento (para investimento e consumo), as quais se explicitam junto dos bancos de segunda ordem através de pedidos de crédito.

Mas o Banco Central pode ter iniciativas com vista a fazer subir ou baixar a taxa de juro, absorvendo ou cedendo liquidez aos bancos de segunda ordem, respectivamente.

O poder do Banco Central é muito forte pela negativa (recusando crédito ou absorvendo liquidez) mas menos eficaz no caso oposto, pois os agentes económicos não bancários podem recusar endividar-se.

II. A POLÍTICA MONETÁRIA

■ Vamos de seguida apresentar os principais **objectivos** que presidem à actuação das autoridades monetárias:

→ Os diversos **instrumentos** de que estas dispõem com vista à sua implementação.

→ Bem como os **mecanismos de transmissão** através das quais as intervenções das autoridades monetárias se transmitem à economia real

(Ver detalhe no PONTO A7).

Nota:

A análise da Política Monetária na área do Euro será vista com mais pormenor no **Bloco C.**

1.OBJECTIVOS DPOLÍTICA MONETÁRIA

- São seis os *objectivos* normalmente associados à PM.
 - Elevado nível de emprego.
 - Crescimento económico.
 - Estabilidade dos preços (primazia na área do euro).
 - Estabilidade da taxa de juro.
 - Estabilidade dos mercados financeiros.
 - Estabilidade do mercado de câmbios.
- Estes objectivos podem ser complementares ou conflituais, pelo menos a curto prazo.

Nota: Tema a desenvolver no Bloco C.

- A curto prazo face a existência de conflitualidade entre
objectivos:

→ Banco Central: deve fazer escolhas entre esses
objectivos (ou, pelo menos, estabelecer uma ordem de
prioridades (hierarquização) dos objectivos pretendidos.

- Exemplos:

(a) Os objectivos de crescimento económico
(sustentado = não inflacionista) e de elevado
nível de emprego:

→ São normalmente incompatíveis entre si (a curto
prazo).

→ PM restritiva: controlar pressões inflacionistas:

- Penaliza o INVESTIMENTO E CONSUMO

PRIVADO.

- MENOR CRESCIMENTO E MENOR CRIAÇÃO

DE EMPREGO.

(b) Existência de conflito entre objectivos de: estabilidade das taxas de juro internas e estabilidade dos mercados financeiros e cambiais:

→ ↑ (↓) da taxa de juro internas: ↑ (↓) das entradas (saídas) de capitais:

→ Apreciação (depreciação) da moeda nacional.

• NO CASO DA “PM” NA ÁREA DO EURO:

→ DEVIDO AOS ELEVADOS CUSTOS ECONÓMICOS E SOCIAIS DA INFLAÇÃO.

→ O OBJECTIVO PRIMORDIAL DA “PM” É A ESTABILIDADE DOS PREÇOS.

2. PROBLEMA DO BANCO CENTRAL NA IMPLEMENTAÇÃO DA “PM”

- Frequentemente não tem capacidade de influenciar directamente os objectivos da PM: OBJECTIVOS FINAIS.

- Acções do Banco Central: atingir os objectivos finais de forma indirecta e ao fim de certo tempo:
 - Objectivos Intermédios da PM “Intermediate Tarjets”.
 - Permite a ligação entre os instrumentos da PM e os objectivos finais.

- Estes instrumentos actuam sobre variáveis objectivo operacionais “operating targets”, tal como:
 - ⇒ A liquidez bancária ou as taxas de juro do mercado monetário.
 - ⇒ As quais, por sua vez, vão influenciar os objectivos intermédios.
 - ⇒ Contribuindo assim para a prossecução dos objectivos finais escolhidos.

■ OBJECTIVOS INTERMÉDIOS

→ Definidos relativamente a agregados monetários (M_1 , M_2 ou M_3).

→ Ou, definidos relativamente a taxa de juro.

Nota Importante:

O Banco Central escolhe frequentemente apenas um dos objectivos intermédios para evitar incompatibilidades entre os mesmos (a médio e longo prazo).

Exemplos:

a) Para contrariar um crescimento excessivo do agregado monetário escolhido (M_3):

→ BC poderá ter de efectuar intervenções nos mercados Monetários: operações de absorção de liquidez.

→ Necessariamente: ↑ taxas de juro.

b) Pelo contrário, se for estabelecido um objectivo para a taxa de juro:

→ A oferta de moeda deverá variar.

→ Por exemplo → para evitar uma ↑ taxa de juro (que ponha em causa o objectivo intermédio definido):
BC poderá ter de ↑ oferta de moeda.

SÍNTESE

1. Quais são os objectivos finais da política monetária?

- A resposta a essa pergunta depende do que a política monetária é capaz de fazer.
- Muitos economistas defendem a tese de que a única coisa que a política monetária pode fazer no longo prazo é estabilizar o nível de preços.
- Nesse contexto, o objectivo final da política monetária é o controle da taxa de inflação.

2. Outros objectivos da política monetária

- Na prática, contudo, os Bancos Centrais perseguem outros objectivos como:
 - *Manutenção de um elevado nível de emprego.*
 - *Alto crescimento económico.*
 - *Estabilidade da taxa nominal de câmbio.*
 - *Prevenção de falências bancárias e manutenção da saúde do sistema financeiro.*

3. Limitações da política monetária (I)

- O Banco Central não tem controle directo sobre o objectivo final da política monetária (por exemplo, o Banco Central não controla a taxa de crescimento e nem a taxa de inflação).
- Nesse contexto, a definição de metas intermediárias tem como função o controle indirecto dos objectivos da política monetária.
- A ideia é escolher como meta intermediária um conjunto de variáveis (taxa de juros ou agregados monetários) que tenham um efeito directo, previsível e quantificável sobre os objectivos finais da política monetária.

4. Limitações da política monetária (II)

- Deve-se ressaltar um facto importante: o Banco Central não pode definir simultaneamente uma meta de taxa de juros e uma meta de taxa de juros e uma meta de agregados monetários. A escolha de uma dessas variáveis como meta da política monetária implica na determinação da outra pelo “mercado”.

→ Depende teoricamente da estabilidade ou instabilidade da função procura de moeda:

$$L d = f [Y (+); i (-)]$$

- Ou seja, dos parâmetros que medem as sensibilidades

(ou elasticidades) da procura de moeda face ao rendimento real (Y) e da procura da moeda relativamente à taxa de juro (i):

$$L d = L^- + k * Y - h * i$$

$$L t = k * Y \text{ (motivos transacção e precaução)}$$

$$L s = L^- - h * i \text{ (motivo especulação)}$$

- Este problema é antes de tudo uma questão empírica e a evidência (estimação dos parâmetros referidos) existente não resulta conclusiva.

→ Sendo este um dos principais pontos diferenciadores das:

Teses clássicas/liberais/monetaristas (1):

- “L t” exclusivamente ou quase.
- Prioridade da política económica: estabilidade dos preços.
- Longo prazo: crescimento económico sustentável (não inflacionário).

- Corrente dominante na actualidade: caso da UEME.

Teses Keynesianas/Intervencionistas (2):

- Papel preponderante de “L s”.
- Prioridade de política económica: elevado emprego.
- Curto prazo: condição para o próprio crescimento económico a longo prazo.

(1) Se a função “L d” é estável:

- Δ 's pequenas em seus determinantes ($Y; i$):
produzem também Δ 's pequenas na “L d”.
- A autoridade monetária poderia estimar
adequadamente esta procura de moeda.

- Possibilidade de fixar uma meta monetária em termos de quantidade (crescimento da oferta de moeda):

→ Necessária de forma a alcançar o equilíbrio monetário (a médio e longo prazo).

(2) Se a função “L d” é instável:

- Será muito mais conveniente fixar o objectivo monetário em termos de taxa de juro.

- Dado que a fixação em termos de quantidade (crescimento monetário) poderia originar grandes oscilações nas taxas de juro.

- Que colocariam em perigo a estabilidade monetária.

- E, logo: a estabilidade económica (objectivo prioritário da política monetária na UEM).

4. INSTRUMENTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA

- São três os principais instrumentos de PM utilizados pelo Banco Central → Controle indirecto (ou sobre a base monetária “BM”) da massa monetária em circulação:

→ OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO “OPEN MARKET”.

→ POLÍTICA DE DESCONTO (REDESCONTO) OU DE REFINANCIAMENTO “DISCOUNT WINDOW”.

→ RESERVAS/DISPONIBILIDADES MÍNIMAS /OBRIGATÓRIAS/ LEGAIS “RESERVE REQUIREMENTS”.

- Estes instrumentos → actuam sobre a Base Monetária

(BM) “HIGH POWERED MONEY” → influenciando a liquidez bancária, através de:

→ EFEITO QUANTIDADE: exercido ao nível das reservas livres ou excedentárias (RLv) das IFM.

→ EFEITO PREÇO: exercido ao nível das taxas de juro dos mercados monetários.

■ OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO

“OPEN MARKET”

- Instrumentos de PM que se materializa na utilização do Mercado Monetário (Interbancário).
- Através deste instrumento, BC faz operações de:
 - ▣ CEDÊNCIA/INJECCÃO DE LIQUIDEZ.
 - ▣ ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ.
- No mercado monetário: como contrapartida da compra ou venda de títulos às contrapartes “IFM”.
- É um instrumento que exerce simultaneamente:

EFEITO QUANTIDADE → SOBRE A LIQUIDEZ DAS “IFM”.

EFEITO PREÇO → SOBRE AS TAXAS DE JUROS.

Nota:

Os quais, actuando no mesmo sentido → se reforçam mutuamente.

• **OPERAÇÕES DE CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ**

- **O BC compra títulos negociáveis no mercado monetário às contrapartes “IFM”.**
- **Credita as contas que as “IFM” têm junto do BC.**
- **Aumenta a liquidez disponível das “IFM” (das suas $R_{L v}$).**

SIMULTANEAMENTE:

As compras de títulos negociáveis no mercado monetário interbancário às contrapartes “IFM” (pelo BC):

AUMENTA O PREÇO (COTAÇÃO) DOS TÍTULOS.

- Atendendo a relação inversa existente entre preços de títulos e taxas de juro.
- Diminuição da respectiva taxa de juro.

- OPERAÇÕES DE ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ
 - O BC vende títulos negociáveis às contrapartes “IFM” no mercado monetário interbancário.
 - Debita (liquidação) as contas que as IFM têm no BC.

 - REDUÇÃO DA LIQUIDEZ DISPONÍVEL DAS IFM (das suas $R_{L v}$).

 - EM SIMULTÂNEO: as vendas de títulos (pelo BC)
 - REDUÇÃO DOS PREÇOS DOS TÍTULOS.
 - Aumento da taxa de juro.

■ Outro Tipo de Classificação das Operações de Mercado Aberto

1. Operações de Mercado Aberto “Dinâmicas”:

- Objectivo deliberado de alterar o nível de reservas e da base monetária “BM”.
- Adopção de políticas monetárias expansivas ou restritivas.

2. Operações de Mercado Aberto “Defensivas”:

- Objectivo de compensar ou neutralizar flutuações não desejáveis na base monetária por outros factores.
- Estabilização do mercado financeiro e da taxa de juro.

→ **Exemplo:**

(a) Aumento esperado dos depósitos dos bancos comerciais no Banco Central.

(b) Diminuição esperada da moeda em circulação.

→ O gestor de operações de mercado aberto optará por uma compra (de títulos) de mercado aberto defensiva (“cedência de liquidez”).

→ Esta informação ajuda o gestor de mercado aberto a decidir qual a variação no volume de reservas não emprestadas (através de operações de mercado aberto):

Necessária para que volte a atingir-se a taxa directora/básica/de referência/alvo do Banco Central.

• É O INSTRUMENTO DE PM MAIS UTILIZADO

(UEM):

- Maior eficácia → provoca simultaneamente os EFEITOS
PREÇO E QUANTIDADE.

- De rápida implementação.

- Bastante preciso → pode envolver qualquer montante.

- Iniciativa depende exclusivamente do BC:

→ Que pode ceder/absorver liquidez → baixar/subir as
taxas de juro.

→ Em função dos objectivos concretos de PM.

- Elevada flexibilidade: as operações de mercado aberto
são facilmente reversíveis:

O BC pode inverter rapidamente a orientação da
PM.

■ **POLÍTICA DE DESCONTO**
(REDESCONTO) OU DE
REFINANCIAMENTO

- **Instrumento de PM reflecte uma das funções tradicionais do BC:**

→ **FUNÇÃO DE (RE) FINANCIADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA “LENDER OF LAST RESORT”**

→ **Disponibilização pelos BC’s às IFM de mecanismos de refinanciamento: aos quais as “IFM” poderão sempre recorrer para fazer face a eventuais DÉFICES DE LIQUIDEZ.**

- **TRADICIONALMENTE: as IFM (re) financiavam-se junto do BC, através de REDESCONTO:**

→ **Mecanismo pelo qual os IFM obtinham fundos (junto do BC).**

→ **Por contrapartida: da cedência de activos da respectiva carteira de crédito.**

- **SOBRE ESSAS OPERAÇÕES:** *incidia uma taxa de juro fixada pelo BC*

→ **TAXA DE DESCONTO/REDESCONTO “DISCOUNT RATE”.**

- **Exemplos:**

PM RESTRITIVA: *BC aumentava a taxa de desconto/redesconto* → *tornando mais cara a liquidez a obter pelas IFM por via do redesconto.*

PM EXPANSIONISTA: *BC baixava a taxa de desconto/redesconto* → *tornando mais barata aquela liquidez.*

- **ESTE INSTRUMENTO TRADICIONALMENTE**

EXERCIA:

- **EFEITO PREÇO:** *sobre liquidez bancária* → *devido a alteração da taxa de desconto.*
- **EFEITO QUANTIDADE:** *sempre que o BC estabelecesse limites de acesso ao redesconto.*

- **ACTUALMENTE NA ÀREA DO EURO (UEM):**
 - **Face ao desenvolvimento dos mercados monetários:**

→ **O BCE opta por disponibilizar uma forma alternativa de refinanciamento:**

FACILIDADE PERMANENTE DE CEDÊNCIA DE

LIQUIDEZ “SENDING LENDING FACILITY” ●

(Através da qual são disponibilizados fundos às IFM:

→ **A UMA TAXA DE JURO NORMALMENTE ACIMA DA TAXA DIRECTORA/ DE REFERÊNCIA DO BCE.**

→ **Actualmente situa-se nos 1,50 % no prazo 24 horas “overnight” (0,75% acima da taxa “repo” / “refi” de 0.75 %) – ABRIL/2013.**

→ **Por sua vez:** existe também a chamada **FACILIDADE PERMANENTE DE DEPÓSITO (“overnight”) de**

0,0 % (0,75% abaixo da taxa básica, directora ou de referência do BCE de 0,75%).

NOTA: VER A QUESTÃO DAS “FACILIDADES PERMANENTES” NO QUADRO DO “SEBC” COM

- **MAIS PORMENOR NO BLOCO C.**

- **Vantagem do Instrumento**

- **Instrumento associado à função de financiador de última instância do BC.**

- **Permitindo evitar situações de pânico nos mercados monetário e financeiro, em geral.**

- **Desvantagem do Instrumento**

- **Instrumento não totalmente controlado pela autoridade monetária .**

- **A liquidez cedida por esta via DEPENDE APENAS DA INICIATIVA DAS “IFM”.**

O BANCO CENTRAL NÃO PODE CONTROLAR DE FORMA DESEJÁVEL POR ESTA VIA A BASE MONETÁRIA “BASE MONETÁRIA” DA ECONOMIA.

■ DISPONIBILIDADES OU RESERVAS MÍNIMAS/ OBRIGATÓRIAS/ LEGAIS

Mecanismo que se materializa no facto de:

→ Por imposição dos BC's às “IFM” → ESTAREM SUJEITAS À CONSTITUIÇÃO DE DISPONIBILIDADES (OU RESERVAS) MÍNIMAS/ OBRIGATÓRIAS/ LEGAIS.

→ Sob a forma de depósitos à ordem no BC.

BC's podem influenciar a liquidez disponível das IFM:

→ Através da **ALTERAÇÃO DOS COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS/ OBRIGATÓRIAS/ LEGAIS.**

AUMENTO DESSE COEFICIENTE:

→ **AUMENTO DO VALOR DA LIQUIDEZ DAS “IFM” A IMOBILIZAR SOB A FORMA DE DEPÓSITO NO BC.**

→ **DIMINUIÇÃO DA RESPECTIVA LIQUIDEZ DISPONÍVEL ($R_{L.v}$).**

DIMINUIÇÃO DESSE COEFICIENTE:

→ **REDUÇÃO DO VALOR DAS DISPONIBILIDADES DAS “IFM” A IMOBILIZAR SOB A FORMA DE DEPÓSITOS NO BC.**

→ **AUMENTO DA LIQUIDEZ DISPONÍVEL ($R_{L.v}$).**

A ACCÃO DESTE INSTRUMENTO É EXERCIDA:

→ **APENAS VIA EFEITO QUANTIDADE SOBRE A LIQUIDEZ DAS “IFM”.**

■ Vantagens do Instrumento

- Afecta de forma igual todas as “IFM” (sujeitas a reservas mínimas).

- Exerce um poderoso efeito sobre a oferta monetária:

→ Influencia a liquidez disponível das “IFM”.

→ A ALTERAÇÃO DO COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS INFLUENCIA IGUALMENTE O VALOR DO MULTIPLICADOR MONETÁRIO OU DO CRÉDITO.

■ Desvantagens do Instrumento

- Trata-se de um instrumento pouco fino:

→ Pequenas alterações do coeficiente de reservas:

- Implica grandes variações da liquidez das IFM, e, logo da oferta monetária.

- Pelo que se torna muito difícil conseguir pequenas variações da Base Monetária (BM).

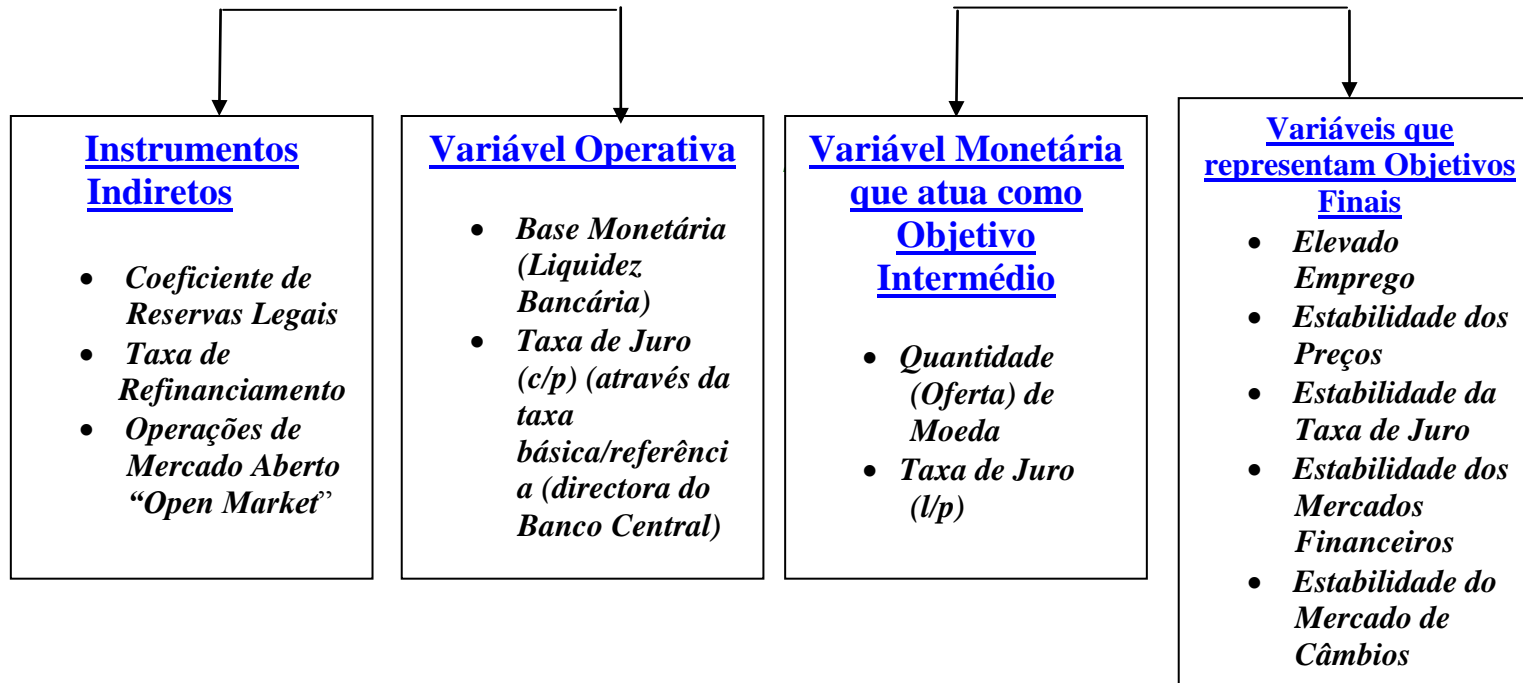
- Não permite tomar em consideração a situação de liquidez das “IFM” consideradas individualmente:

→ Um aumento do coeficiente de reservas → por exemplo → poderá provocar problemas de liquidez às “IFM” que se apresentem em pior situação.

NA PRÁTICA → UEME → esse coeficiente tem vindo a permanecer inalterado durante períodos de tempo relativamente longos (actualmente em média, nos 2%).

Nota: Antes da adesão de Portugal à UE o valor para opais era de, em média, 17%).

SÍNTESE: O CONTEÚDO DA POLITICA MONETÁRIA



2º Nível

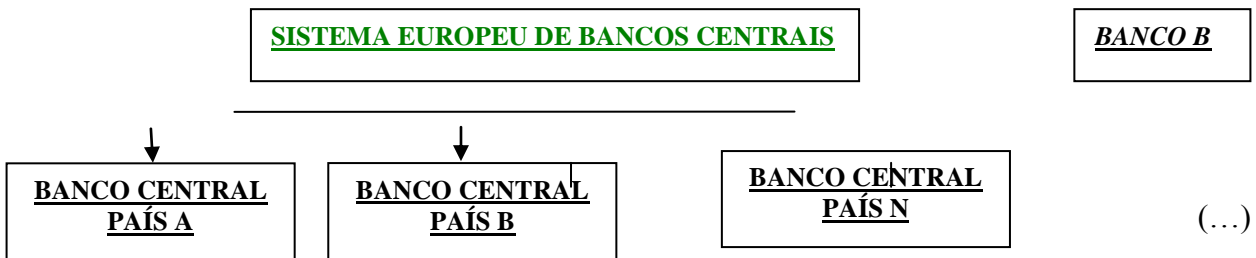
- A autoridade monetária estabelece determinados objetivos a atingir (objetivos finais).
- Através da regulação de uma variável monetária que atua como objetivo intermédio da política monetária.
- Esta variável pode ser, ou a quantidade (oferta) de moeda (M_1, M_2, M_3) ou a taxa de juro de (longo prazo).

1º Nível

- A autoridade monetária tenta regular a variável escolhida como objectivo intermédio através do controle de uma variável operativa.
- O controle da variável operativa se processa por meio de vários instrumentos de política monetária.

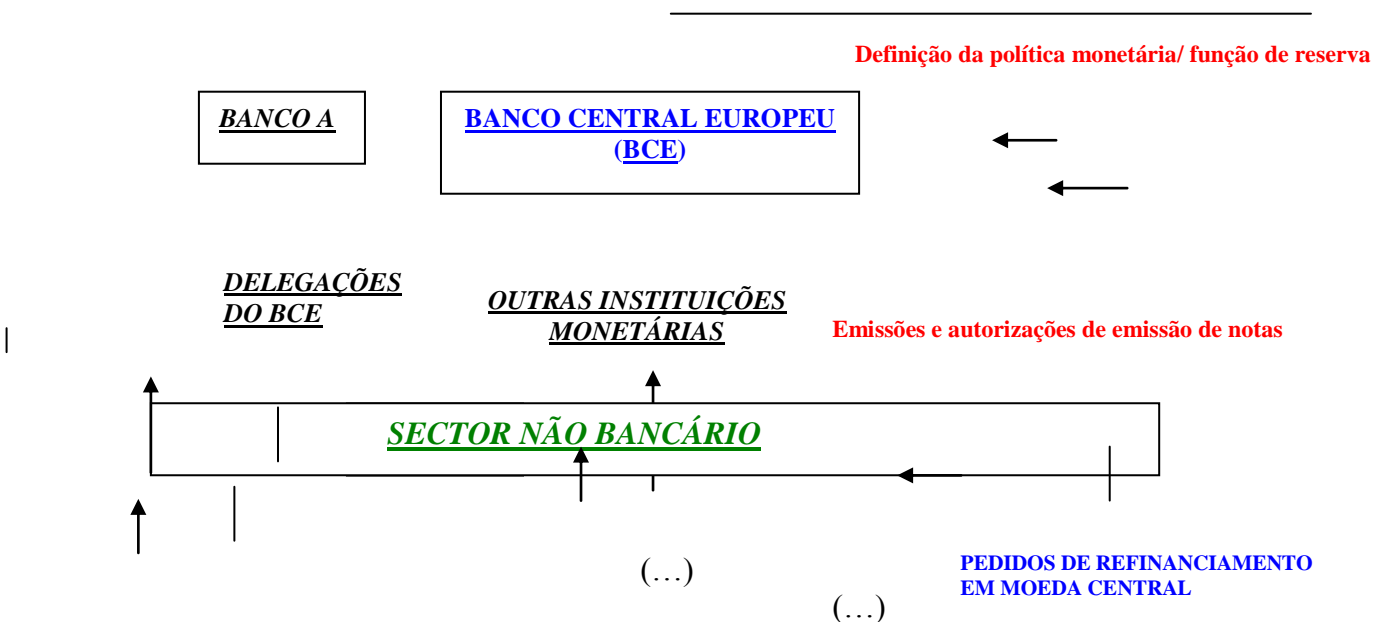
III. A Independência do Banco Central Europeu (BCE) na União Económica e Monetária Europeia (UEME)

ORGANIGRAMA



PEDIDOS DE FINANCIAMENTO EM MOEDA CENTRAL E MOEDA ESCRITURAL

BANCO DE PRIMEIRA ORDEM



- Trata-se de um sistema hierarquizado com uma instituição de tipo federal no topo:

- Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).
- Constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos Bancos Centrais Nacionais → sendo gerido pelos órgãos de decisão do BCE (que se descrevem no **BLOCO C**).
- O SEBC está incumbido de garantir a estabilidade dos preços:
 - Define a política monetária da UEM.
 - Realiza certas operações cambiais.
 - Detém e gere as reservas cambiais oficiais dos Estados
Membros.
 - Promove o bom funcionamento dos sistema de pagamentos
e actua de acordo com o princípio do mercado aberto.

■ O BCE tem o direito exclusivo de emissão de notas de

banco (moeda central) na UEME: sendo o Euro a moeda legal comum:

→ Os Estados membros mantêm o direito de emitir moedas

metálicas que circulam em toda a UE → submetendo a

aprovação do BCE o volume das emissões.

→ Os Bancos Centrais nacionais funcionam como

delegações do BCE para os respectivos países.

Texto

No tocante á independência do SEBC, BCE e Bancos Centrais Nacionais, tem interesse transcrever o artigo 107 do Tratado de Maastricht:

“No exercício dos poderes e no cumprimento das atribuições e deveres que lhes são conferidos pelo presente Tratado e pelos Estatutos do SEBC, o BCE, os bancos centrais nacionais, ou

qualquer membro dos respectivos órgãos de decisão não podem solicitar ou receber instruções das instituições ou organismos comunitários, dos governos dos Estados-membros ou de qualquer outra entidade. As instituições e organismos comunitários, bem como os governos dos Estados-membros, comprometem-se a respeitar este princípio e a não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE ou dos bancos centrais nacionais no exercício das suas funções”.

***O PROCESSO DE
CRIAÇÃO/DESTRUIÇÃO DE
MOEDA E O MULTIPLICADOR
MONETÁRIO / CRÉDITO***

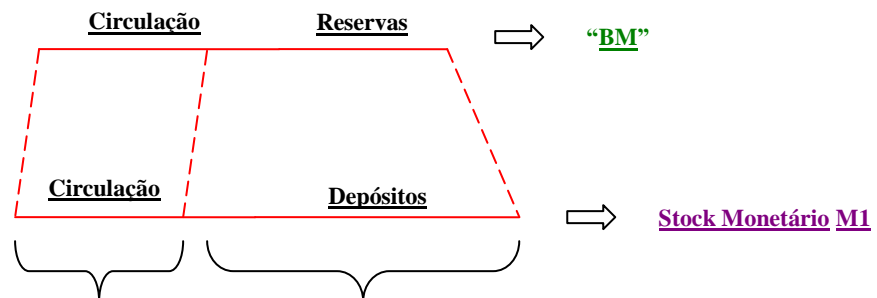
ANEXO I

■ A Base Monetária “BM” e o Stock Monetário / Oferta Monetária “M1”

A “BM” ou Moeda Primária “High Powered Money”:

→ É constituído pela Circulação (notas e moedas em poder do público) e pelas Reservas bancárias (Legais/Obrigatórias/Mínimas + Excedentárias ou Livres).

Representação gráfica



A circulação gasta 1 u.m. de B.M. por 1 u.m. de (M)

Os depósitos, ao invés, apenas gastam uma fracção de 1 u.m. de “BM” (r_0 = coeficiente de reserva legal ou obrigatória) por 1 u.m. de (M).

■ **Multiplicador Monetário/Crédito:**
Modelos de Criação de Depósitos
de Moeda

→ Como os bancos podem criar moeda
(escritural/bancária)

dado o montante de reservas → “abordagem dos
rácios”.

O Multiplicador Monetário/crédito é o quociente entre
o stock monetário/oferta monetária “M1” e o stock de
base monetária “BM”.

→ Stock de Moeda/Oferta monetária (M1) =
“BM” * coeficiente de multiplicador
monetário/crédito (m).

O seu valor é superior a unidade.

→ Quanto maior for os depósitos enquanto fraccão do stock monetário (M1) → maior será o multiplicador monetário/crédito “m”.

→ Isto é: “m” será tanto maior quanto menor for o coeficiente de reservas legais/obrigatórias/mínimas “r”.

O conjunto de todo o sistema bancário pode transformar a variação inicial de reservas, e.g. depósitos ΔBM → num montante multiplicado de moeda bancária/escritural (depósitos): $\Delta M1$.

- O Processo de Criação de Moeda pelos Bancos através do Crédito (Modelo Simples)

EXEMPLO:

Suponha-se um sistema com uma taxa de reserva legal / obrigatória / mínima: $r = 10\%$.

→ Vamos admitir, então, que por imposição do Banco

Central todas as “IFM”:

→ São obrigadas a reter (depositando no Banco Central) sob a forma de reservas mínimas/legais/obrigatórias
→ 10% do total dos seus depósitos.

→ Só podendo fazer aplicações com os restantes 90%.

→ O processo poderia continuar com as sucessivas aplicações de vários bancos:

→ Suponha que um banco comercial (Banco 1) começa a expandir os seus depósitos no valor de 1000 unidades monetárias.

	<u>Montante dos depósitos</u>	<u>Reservas mínimas (10% dos depósitos)</u>	<u>Reservas excedentárias (disponibilidades para aplicação)</u>
Banco 1	1000	100	900
Banco 2	900	90	810
Banco 3	810	81	729
Banco 4	729	72,9	656,1
Banco 5	656,1	65,6	590,5
Banco 6	590,5	59	531,5
Banco 7	531,5	53	478,5
Banco 8	478,5	47,9	430,6
Banco 9	430,6	43	386,6
Banco 10	386,6	38,7	347,9
<u>TOTAL destes 10 Bancos</u>	<u>6512,8</u>	<u>651,1</u>	<u>5861,7</u>

→ Verifica-se, assim que → o conjunto destes 10 bancos conseguiu que o montante inicial de 1000 u.m. de depósitos:

→ Se transformasse num montante muito superior de disponibilidades de financiamento.

→ O conjunto do sistema bancário conseguiria → a partir do montante de depósito inicial de 1000 u.m. → criar mais moeda (bancária ou escritural): mais depósitos.

→ E o aumento global da massa monetária seria de (n bancos, com $n \rightarrow \infty$):

$$1000 + 900 + 810 + 729 + 656,1 + \dots$$

$$= 1000 * [1 + (0,9) + (0,9)^2 + (0,9)^3 + (0,9)^4 + \dots]$$

$$= 1000 * [\textit{termos de uma série de progressão geométrica, quando: } n \rightarrow \infty]$$

$$= 1000 * [1 - (0,9) * (0,9)^n / (1 - 0,9)]$$

$$= 1000 * (1/0,1) = 10\ 000$$

→ A partir deste exemplo bem simples → podemos desde já

concluir que existe → um efeito multiplicador monetário ou do crédito:

→ Que permite que a massa monetária (M) cresça muito mais do que o aumento inicial de depósitos.

→ Naturalmente que o valor desse multiplicador → dependerá da taxa de reservas legais “r” definida pelo Banco Central.

→ Pressupostos deste multiplicador monetário/crédito (simplificado):

- Existe uma fuga (única) ao processo: reservas legais/obrigatória/mínimas.
- Os bancos comerciais aplicam a totalidade das suas reservas livres / excedentárias: em empréstimos ao público.
- Há procura de crédito pelo público até a exaustão das reservas excedentárias/livres.

$$\Delta M1 = (1/r) * \Delta BM = m * \Delta BM.$$

$$(1/r) = m = \text{Coeficiente de multiplicador monetário ou do Crédito} = (1 / 0,1) = \underline{10}.$$

$$\underline{r} = \text{Taxa de reservas mínimas/legais/obrigatórias} = \\ = \frac{\Delta \text{Reservas mínimas/legais/obrigatórias}}{\Delta \text{Depósitos Totais}}$$

- O “r” está negativamente relacionado com o stock/oferta monetária e com o multiplicador monetário.

■ Multiplicador Monetário/Crédito (Hipótese Completa)

- CONTUDO (e face à análise anterior), na realidade:

→ Existem outras formas de fugas adicionais ao circuito de criação de moeda bancária ou escritural:

→ O público deseja deter uma parte dos seus activos líquidos sob a forma de circulação (C) em vez de depósitos.

→ Os bancos comerciais desejam deter algumas reservas para além das obrigatórias /mínimas/legais (R c).

→ Por isso: o multiplicador monetário/crédito é, de facto, menor do que:

$m = 1 / r m \rightarrow$ Hipótese Simplificada

EXEMPLO

$r m =$ rácio reservas mínimas = 0,10

$C =$ moeda em circulação = 400 biliões euros

$D =$ depósitos à ordem = 800 biliões euros

$R c =$ excesso de reservas / reservas de cobertura /operacionais = 0,8 biliões euros

$M =$ oferta monetária (M1) = 1 200 biliões euros

Calcular *rácio de moeda em circulação* (c) e o *rácio de reservas de cobertura/operacionais* (r c) e depois o *multiplicador monetário* (m).

- *Reservas Totais = Reservas mínimas + Reservas Excedentárias*

- **AGORA: Reservas Excedentárias** (as quais servem de suporte à criação de moeda escritural → *decompõem-se em:*
 - *Excesso de reservas ou Reservas de Cobertura / operacionais (R c):*
 - *Constituídas facultativamente por imperativos de gestão e que representam uma margem de manobra das IFM para fazerem face a necessidades inesperadas de liquidez.*

 - *Rácio de reservas de cobertura/operacionais: (r c).*

- Reservas livres (RLv):

- Obtidas residualmente, correspondem à liquidez efectivamente disponível:
- Sendo canalizada pelas IFM para as diferentes actividades, nomeadamente a concessão de crédito.

- Dedução do multiplicador monetário/crédito (completo) a qual assenta nas seguintes hipóteses:

1. O sistema monetário encontra-se em equilíbrio: não há reservas livres disponíveis ($R_{L v} = 0$).

→ Então: $R = R_m + R_c$

- Esta hipótese equivale a dizer que as IFM cada vez que concedem crédito, emprestam a totalidade das suas reservas livres.

2. O conjunto das responsabilidades das IFM sujeitas a coeficiente de reservas mínimas, correspondem aos depósitos totais:

$$R_m = (r_m) * DT$$

$$DT = M_1 - C$$

Então:

$$R_m = (r_m) * DT$$

$$R_c = (r_c) * DT$$

$$R = (r_m) * DT + (r_c) * DT$$

$$R = (r_m + r_c) * DT$$

$$R = r * DT$$

$$(r = r_m + r_c)$$

3. O coeficiente de preferência por notas ou moeda central “c” (em vez de depósitos por parte do público) é dado pelo rácio de moeda em circulação:

$$c = C/DT$$

- Admitindo assim que, por cada operação de crédito:

→ O público levanta um montante em notas, quantificado através da aplicação de um coeficiente “c” ao valor dos “DT”.

$$c = C/DT \rightarrow C = c * DT$$

- Deste modo, sendo $M1 = C + DT$

$$M1 = c * DT + DT$$

$$M1 = (1 + c) * DT$$

$$DT = M1 / (1 + c)$$

$$DT = (1/1 + c) * M1$$

$$R = (r m + r c) * DT$$

Dado que:

$$BM = C + R \rightarrow BM = c * DT + (r m + r c) * DT$$

$$BM = c * (1/1 + c) * M1 + (r m + r c) * (1/1 + c) * M1$$

$$BM = (c + r m + r c) * (1/1 + c) * M1$$

$$M1 = [(1 + c) / (c + r m + r c)] * BM$$

→ Permite quantificar a base monetária BM que é necessária para dar origem a uma unidade de $M1$.

Fazendo a derivada de $M1$ em ordem a BM , tem-se:

$$m = (1 + c) / (c + r m + r c)$$

→ Multiplicador Monetário/Crédito (Revisitado ou Amplo).

■ Neste exemplo, para um rácio de reservas mínimas de 10% nos depósitos à ordem, temos:

$$(c) = C/D = 400/800 = 0,5$$

$$(r c) = R c / D = 0,8/800 = 0,001$$

$$(m) = (1 + 0,5) / (0,5 + 0,1 + 0,001) = 2,5$$

→ Um aumento da base monetária BM de 1 euro

leva a um aumento de 2,5 euros na oferta monetária (M1).

→ O efeito multiplicador monetário/crédito é inferior ao multiplicador de depósito simples (hipótese simplificada → $m = 1/r m$).

■ Determinantes do Multiplicador Monetário ou do Crédito:

1. Alteração do rácio de reservas mínimas ($r m$)

Exemplo de um aumento de “ $r m$ ” de 10% para 15% e de uma diminuição de 10% para 5%.

→ O “ $r m$ ” está negativamente relacionado com a oferta monetária (M1) e com o multiplicador monetário/crédito (m).

2. Alteração do rácio de moeda em circulação (c).

Exemplo de um aumento de “c” de 0,50 para 0,75.

→ O “c” está negativamente relacionado com a oferta monetária e com o multiplicador monetário.

■ O que pode alterar o rácio de moeda em circulação “c” ?

Entre eles destacamos:

(1) Alterações no nível de rendimento (Y):

→ Um aumento em “Y” fará subir a procura de moeda para fins de transacção:

→ Presumivelmente maior será a utilização de moeda bancária (cheques, cartões de débito e de crédito, etc.) .

→ **“Y”**: está negativamente relacionada com o rácio de moeda em circulação “c”.

$$c = f(Y) \quad f' < 0$$

(2) A taxa de juro dos depósitos (i d):

→ A medida que “i d” aumenta também é maior o custo de oportunidade em manter moeda em circulação.

→ **“i d”**: está negativamente relacionada com o rácio de moeda em circulação “c”.

$$c = f(i d) \quad f' < 0$$

3. Alteração do rácio de excesso de reservas - reservas de cobertura ou operacionais (r c).

Exemplo de um aumento de “r c” de 0,001 para 0,005.

O “r c” está negativamente relacionado com a oferta monetária e com o multiplicador monetário.

- O que pode alterar o rácio de excesso de reservas “r c” de um banco ?

(1) Taxas de Juro de Mercado (i):

→ Representam um custo de oportunidade dos bancos por reterem excesso de reservas.

→ (i): está negativamente relacionada com o rácio “r c”.

$$\text{“r c”} = f(i) \quad (f' < 0)$$

(2) Grau de Incerteza quanto ao

Fluxo Esperado de Saída de Depósitos (σ):

- Reservas representam a segurança dos bancos em caso de perdas derivadas de fluxos de saída de depósitos.
- (σ): está positivamente relacionada com o rácio “ r_c ”.

$$“r_c” = f(\sigma) \quad f'(> 0)$$

■ Alteração da Base Monetária “Não Emprestada (BM_n)

- Controlada pelo Banco Central através de operações de mercado aberto “open market”:
 - Um aumento das compras (de títulos) em mercado aberto:
 - Aumento da base monetária (BM_n).

→ Aumento da oferta de moeda (M1).

- Um aumento das vendas (de títulos) em mercado aberto:

→ Diminuição da base monetária (BM n)

→ Diminuição da oferta de moeda (M1).

“A oferta de moeda está positivamente relacionada com a (BM n)”

■ Alteração das Reservas Emprestadas (BM e)

→ Um aumento dos empréstimos realizados pelo Banco Central (operações de refinanciamento) ao sistema bancário:

- Aumento das reservas emprestadas:

→ Aumento da base monetária (BM e).

→ Maior suporte de moeda em circulação e depósitos → maior oferta de moeda (M1).

→ Se os bancos **reduzem os empréstimos** junto do Banco Central → então a oferta monetária **diminui**.

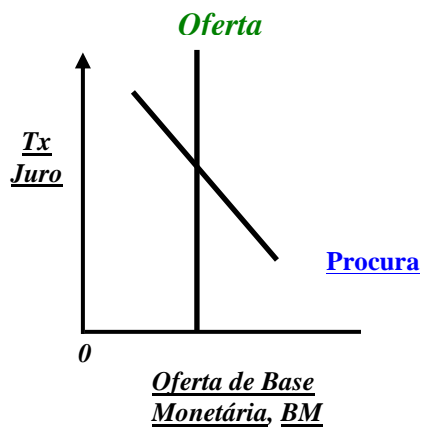
**O PROCESSO DE
CRIAÇÃO/DESTRUIÇÃO DE MOEDA
E O MULTIPLICADOR MONETÁRIO
/ CRÉDITO)**

ANEXO II

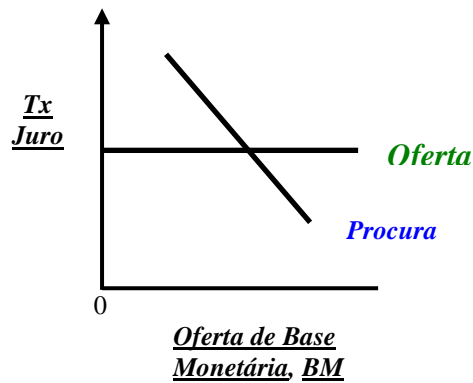
(1) Instrumentos Centrais de Política Monetária: Criar/Destruir Moeda:

→ Operações de Mercado Aberto “Open Market”.

→ Manipulação da Taxa de Referência/Directora/Básica (de refinanciamento ou de reposição) do BCE.



(a) Moeda



(b) Taxa juro

(2) Definições do BCE para a Área Monetária do Euro

<u>Responsabilidades</u> (*)	M1	M2	M3
Circulação monetária	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Depósitos à ordem	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Depósitos com prazo até 2 anos		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Depósitos c/pré-aviso até 3 meses		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Acordos de recompra			<input checked="" type="checkbox"/>
Acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário (FMM) e títulos do mercado monetário			<input checked="" type="checkbox"/>
Títulos de dívida até 2 anos			<input checked="" type="checkbox"/>

(*) *Responsabilidades do sector emissor de moeda e responsabilidades de natureza monetária da administração central na posse do sector detentor de moeda.*

Fonte: Banco Central Europeu, Boletim Mensal do BCE, Fevereiro de 1999 (p.38).

(3) Composição dos Agregados para a Área Monetária do Euro

■ Os Agregados Monetários

→ **No passivo da balança consolidada do BCE:**

→ **Podemos encontrar os agregados monetários da área do euro.**

NOTAS:

- Dado que, no concreto, muitos activos financeiros são facilmente substituíveis/convertíveis na cadeia de liquidez.
- E que a natureza dos activos financeiros, das transacções e dos meios de pagamentos evolui ao longo do tempo.
- Não é sempre claro quais os activos financeiros que têm um grau de liquidez suficiente para serem classificados como moeda...

- Daí que os Bancos Centrais calculem vários agregados monetários:
 - $M1 = C + DO$ → Agregado monetário estreito.
 - $M2 = M1 + DP_{\leq 2a} + Dpa_{\leq 3m}$ → Agregado monetário intermédio.

- $\underline{M3} = \underline{M2} + \underline{AR} + \underline{A/UP}_{FMM} + \underline{TMM} +$

$\underline{T}_{DIV \leq 2a} \rightarrow \underline{\text{Agregado monetário largo.}}$

■ Agregados Monetários “Monetary Aggregates”

→ Circulação monetária acrescida de algumas responsabilidades das instituições financeiras monetárias (IFM) com um nível relativamente elevado de liquidez.

→ A sua análise monetária baseia-se no facto de o crescimento monetário e a inflação → estarem estreitamente relacionados (no médio e a longo prazo):

→ Apoiando, assim, a orientação a médio prazo da estratégia de política monetária.

- O agregado monetário estreito M1 → foi definido como circulação monetária mais depósitos à ordem.

- O agregado monetário intermédio M2 → inclui o M1 mais depósitos a prazo fixo até dois anos e depósitos com pré-aviso até três meses.

- O agregado monetário largo M3 → inclui o M2 mais acordos de reporte, acções e unidades de participação em fundos do mercado monetário, bem como títulos de dívida com prazo até dois anos.

- O BCE usa o M3 como o agregado de referência na área do euro.

- O Conselho do BCE anunciou um valor de referência para o crescimento do M3:
 - Meta Monetária “Monetary Targeting”:
4,5% ao ano (em média), a médio e longo prazo.



ALGUNS CONCEITOS

✿ Depósitos a prazo fixo “deposits with and agreed maturity”

Compreende principalmente os depósitos a prazo com vencimento numa data determinada, cuja mobilização antecipada, dependendo das práticas nacionais, pode ser sujeita ao pagamento de uma penalização.

Compreende ainda alguns instrumentos de dívida não negociáveis, tais como certificados de depósito (a retalho) não transferíveis.

Os depósitos a prazo até dois anos estão incluídos no M2 (e conseqüentemente, no M3), enquanto os depósitos com prazo superior a dois anos fazem parte das responsabilidades financeiras (não monetárias) a mais longo prazo do sector das IFM.

✿ *Depósitos com pré-aviso “deposits redeemable and notice”*

*Depósitos de poupança para os quais o detentor
dever respeitar um período fixo de aviso antes de
proceder ao levantamento dos fundos.*

*Em alguns casos, existe a possibilidade de proceder
a levantamentos antecipados sujeitos ao pagamento
de uma penalização.*

*Os depósitos com pré-aviso até três meses estão
incluídos no M2 (e, conseqüentemente, no M3),
enquanto os depósitos com um pré-aviso mais alargado
fazem parte das responsabilidades financeiras (não
monetárias) a mais longo prazo do sector das IFM.*

OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA

<u>Operações de Política Monetária</u>	<u>de Transacções</u>		<u>Prazo contratual</u>	<u>Frequência</u>	<u>Procedimento</u>
	<u>Tipos</u>				
	<u>Cedência de liquidez</u>	<u>Absorção de liquidez</u>			
<u>Operações de mercado aberto</u>					
<u>Operações principais de refinanciamento</u>	Operações reversíveis	—	• Uma semana	• Semanal	Leilões normais
<u>Operações de refinanciamento a mais longo prazo</u>	• Operações reversíveis	—	• Três meses	• Mensal	Leilões normais
<u>Operações de regularização/ocasionais/ "fine tuning"</u>	<ul style="list-style-type: none"> Operações reversíveis "Swaps" cambiais 	<ul style="list-style-type: none"> Operações reversíveis "Swaps" cambiais Constituição de depósitos a prazo Fixo 	• Não normalizado	• Não regular	<ul style="list-style-type: none"> Leilões rápidos Procedimentos bilaterais
<u>Operações estruturais</u>	Operações reversíveis	• Emissão de certificados de dívida	• Normalizado e não normalizado	• Regular e não regular	• Leilões normais
	• Transacções definitivas (Compra)	• Transacções definitivas (Venda)	-----	• Não regular	• Procedimentos bilaterais
<u>Mecanismos Permanentes</u>					
<u>De cedência de liquidez marginal</u>	• Operações reversíveis	—	• Overnight		• Acesso por iniciativa das contrapartes
<u>De absorção de liquidez</u>	—	• Depósitos	• Overnight		• Acesso por iniciativa das contrapartes

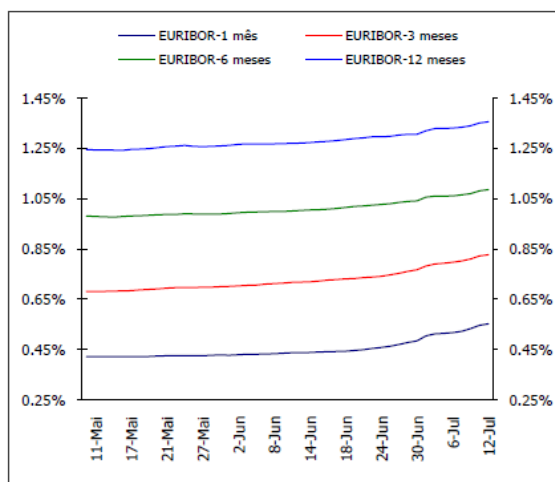
SISTEM – Portugal (antes do Euro) - Sistema Telefónico de Mercado.

TARGET - UEME/EURO - "Trans – European Automated Real – Time Gross Settlement

Express Transfer"

(3.1) Taxas de Juros EONIA/EURIBOR – 2010

TAXA/DIA	12-Jul	9-Jul	8-Jul	7-Jul	6-Jul
EONIA	0.393%	0.394%	0.398%	0.414%	0.424%
1 Semana	0.498%	0.491%	0.478%	0.467%	0.459%
2 Semanas	0.512%	0.506%	0.491%	0.480%	0.474%
3 Semanas	0.527%	0.521%	0.506%	0.495%	0.488%
1 Mês	0.553%	0.547%	0.534%	0.523%	0.518%
2 Meses	0.644%	0.639%	0.626%	0.617%	0.612%
3 Meses	0.827%	0.822%	0.810%	0.802%	0.797%
4 Meses	0.893%	0.887%	0.874%	0.867%	0.866%
5 Meses	0.983%	0.978%	0.968%	0.963%	0.961%
6 Meses	1.086%	1.081%	1.070%	1.065%	1.061%
7 Meses	1.129%	1.125%	1.112%	1.107%	1.107%
8 Meses	1.176%	1.171%	1.161%	1.155%	1.153%
9 Meses	1.226%	1.221%	1.211%	1.208%	1.205%
10 Meses	1.264%	1.260%	1.250%	1.244%	1.241%
11 Meses	1.305%	1.302%	1.290%	1.284%	1.281%
12 Meses	1.356%	1.351%	1.340%	1.334%	1.331%



Taxa EONIA (Euro OverNight Index Average): Taxa calculada pelo BCE (fonte REUTERS).
 Restantes taxas: Taxas EURIBOR (fonte REUTERS).
 Trata-se de taxas de juro indicativas do mercado monetário interbancário da área do euro

Fonte: **BdP (Taxas)**

EONIA → **“Euro Overnight Index Average”**

É a taxa de referência “overnight” (nas 24 horas) no MMI da Área do Euro (EURIBOR)

Esta taxa é calculada como a média ponderada das taxas aplicadas às operações de “overnight” (sem garantia), realizadas por um conjunto de 57 bancos (inclui apenas a CGD Portuguesa) com um peso importante no MMI da área do euro.

(EURIBOR)



“Euro Interbank-offer Rate”

A taxa de juro de muito curto prazo

(EONIA):

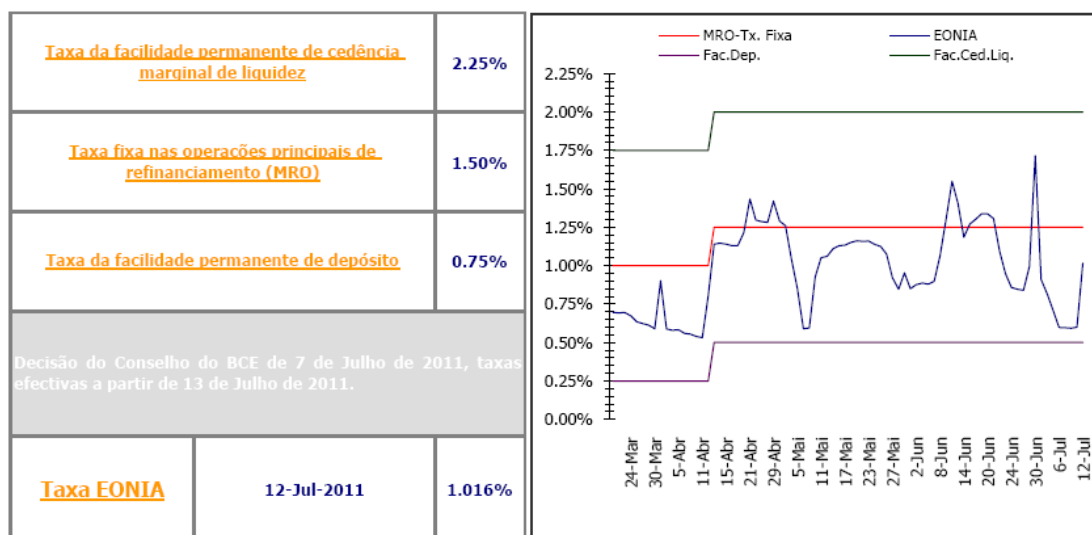
→ **Varia no interior de um túnel balizado pelas taxas de juro do Crédito (“facilidade permanente de cedência”) e depósitos (“facilidade permanente de depósitos”) na área do euro.**

- **Segue normalmente as alterações na taxa directora/de referência/básica de operações de refinanciamento principal do BCE (taxa “repo” / taxa “refi» / taxa “cedência de liquidez”).**

- **Indicando o forte controle do BCE sob a EONIA.**

(3.2) Taxas de Juros Oficiais do Eurosistema e Taxa EONIA – 2010

Taxas de juro oficiais do Eurosistema e Taxa EONIA



Fonte: BdP (Taxas de juro).

(3.3) Evolução Monetária na Área do Euro

ÁREA DO EURO - AGREGADOS MONETÁRIOS E DE CRÉDITO

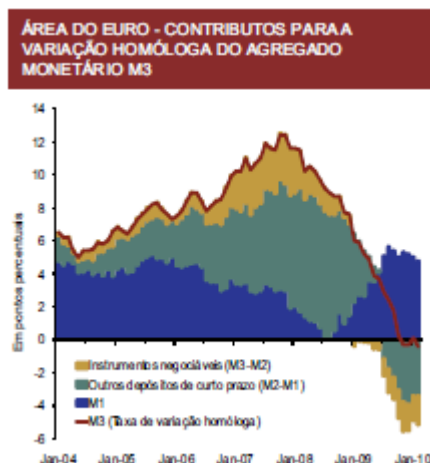
Taxas de variação homóloga, corrigidos de sazonalidade, em percentagem, em fim de período

	2006	2007	2008				2009
			I	II	III	IV	I
Agregados monetários							
M1	7.6	4.0	2.8	1.5	1.2	3.3	5.9
M2	9.4	10.2	9.9	9.7	9.0	8.3	6.2
M3	9.9	11.6	10.1	9.7	8.7	7.5	5.1

Fonte: BCE

Fonte: BdP, Políticas Económicas, 2

Evolução do Agregado Monetário M3 na Área do Euro



Fonte: BdP, Relatório Anual, 2010

Notas:

1. Taxa de crescimento do agregado M3 aceitável pelo BCE é de 4,5 por cento (ano).
2. O crescimento do agregado monetário M3 reduziu-se de forma marcada ao longo de 2009, após um forte crescimento nos anos anteriores. A variação homóloga deste agregado monetário diminuiu de 7.6% em Dezembro de 2008 para -0.3% em Dezembro de 2009.

A6. A EVOLUÇÃO DO SISTEMA
FINANCEIRO E DA POLÍTICA
MONETÁRIA EM PORTUGAL

Adesão à União Europeia: Causa e Consequência de Profundas Alterações do Sector Financeiro e da Política Monetária e Cambial em Portugal

☀ Com a adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia (CEE): 01 Janeiro 1986

→ O mercado passou a desempenhar um papel acrescido na formação dos preços e na afectação dos recursos e inicia-se o processo de integração monetária.

☀ Verificou-se a ultrapassagem dos constrangimentos anteriores:

→ Mormente quanto ao elevado “défice externo” (13%, em 1983).

→ E conseqüente, adopção de políticas económicas restritivas no quadro dos “Acordos com o FMI” nos anos de 1979 e 1983.

→ A estabilidade macroeconómica afirmou-se como condição de sustentabilidade do crescimento e do desenvolvimento económico.

1. O Novo Regime Monetário e Cambial

■ **Reformulação consequente dos regimes monetário e cambial vigentes antes da adesão:**

■ **A Nível dos Instrumentos Monetário e Cambial**

- **Controle Indirecto (ou sobre a Base Monetária) do Stock Monetário:**

→ **Em vez do Controle Directo ou Administrado:**
que vigorava até então no quadro dos Acordos com o FMI.

- **Integração no Mecanismo das Taxas Cambiais (MTC) do Sistema Monetário Europeu “SME”:**

→ **Em vez do regime de desvalorização deslizante “crawling-peg”:**
que vigorava até então no quadro dos Acordos com o FMI.

■ A Nível dos Objectivos Finais

- Cumprimento dos *Requisitos de Convergência Nominal* definidos pelo Tratado da União Europeia (Maastricht, TUE, 1992):
 - Nomeadamente quanto aos objectivos de controlo da inflação, do défice orçamental e da dívida pública.
 - E *estabilidade cambial*: participação no “SME” visando à criação no futuro da moeda única europeia.

2. Antes da Adesão à UE

■ Regime Monetário → baseava-se em mecanismos Administrativos

- Limites de crédito → estabelecimento de “plafonds” ou limites de crédito no sistema bancário.
- Taxas de juro (a níveis relativamente elevados)
 - fixadas administrativamente.
- Restrições aos movimentos de capitais com o exterior.

■ Regime Cambial

■ Adopção da desvalorização deslizando do escudo

“crawling-peg”:

→ Após desvalorizações pontuais significativas (Acordos com o FMI): ganhos de competitividade preço externa.

→ Visando acomodar os diferenciais de inflação entre Portugal e os seus principais parceiros comerciais.

■ Objectivo Central da Política Económica

• ELIMINAR O ELEVADO DÉFICE EXTERNO.

✿ Na data da adesão → Portugal → 2ª taxa de inflação mais alta (entre os países participantes na UE) → taxa de variação homóloga, em Dez / 85 → 16.8 % → em parte devido as várias desvalorizações cambiais – Acordos FMI.

✿ Após a adesão → a inflação manteve a tendência de descida iniciada em 1984:

→ Assim, em 1987 já se fixava nos 9.3 % e prosseguiu ao longo da década de 90:

→ Este objectivo era um dos requisitos de convergência nominal para a moeda única: *deveu-se, entre outros factores:*

- *Diminuição do ritmo de desvalorização do escudo.*

- *Forte descida dos preços do petróleo e do dólar.*

✿ No período 1990/1997: *a inflação média anual baixou em 11.2 %.*

✿ No final de 1997 → *ano de referência para a passagem à UEM (EURO):*

→ *A inflação em Portugal (em termos homólogos) era de 2.2%.*

→ *De acordo com o critério (estabilidade dos preços) o valor de referência era de 2.7 %.*

3. O Sistema Financeiro e a Política

Monetária antes da Adesão à UE

- **Regime Monetário (baseava-se em mecanismos administrativos):**

- **Limites de crédito “plafonds”.**
- **Taxas de juro altas e fixadas administrativamente.**
- **Restrições sobre os movimentos de capitais com o exterior.**

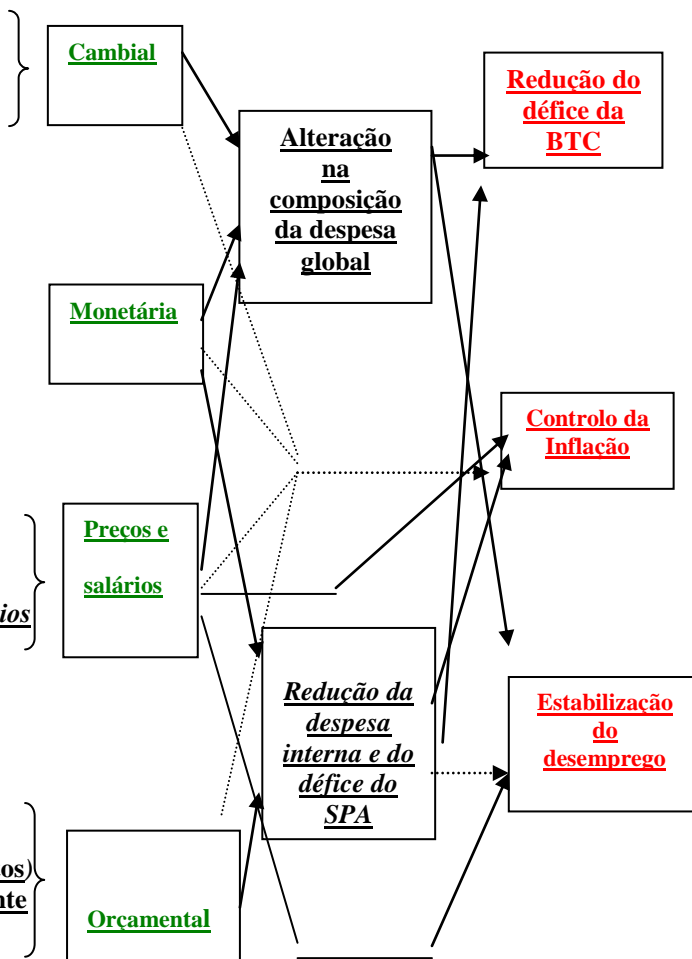
**Controle Directo
(Administrado) da
Massa Monetária**

Estabilização Económica 1978 e 1983 PORTUGAL/FMI

Principais Medidas

- Desvalorização discreta e programada do escudo
 - Sobretaxa de importação
-
- Subida das taxas de juro
 - Limites imperativos à expansão do crédito
 - Passagem a uma única taxa de reserva legal (superior à média ponderada das anteriores)
 - Selectividade do crédito
-
- Liberalização e aumentos de preços de alguns bens e serviços.
 - Fixação de um "tecto" para o aumento dos salários
-
- Aumento de alguns impostos (directos e indirectos)
 - Contenção das despesas públicas, designadamente subsídios e investimentos públicos.

Políticas Estratégias Objectivos



_____ *Efeitos favoráveis*

----- *Efeitos desfavoráveis*

4. Após da Adesão à UE

■ Substituição do sistema de Controlo Monetário Directo (baseado em mecanismos administrativos):

→ Por uma forma de Controlo Indirecto da Massa Monetária (via Base Monetária): assente em mecanismos de mercado.

◆ Liberalização da taxa de juro (processo iniciado em 1984):

→ De forma a assegurar o equilíbrio do mercado monetário.

→ Em Março/1989 e em Maio/1992: foram eliminados os limites ainda existentes para as taxas activas e passivas).

◆ Desenvolvimento dos mercados monetários:

→ Mercado Monetário Interbancário (MMI – Outubro/1985)

→ Mercado Interbancário de Títulos (MIT –

Fevereiro/1987)

→ *De forma a proporcionar a adequada capacidade de intervenção do BdP nesses mercados.*

◆ *Eliminação dos limites máximos de crédito:*

→ *Em Março/1990, os limites obrigatórios de crédito foram substituídos por recomendações indicativas → a partir de Janeiro/1991, dá-se a liberalização completa do crédito bancário.*

◆ *Reformulação do regime de disponibilidades mínimas de caixa:*

→ *Imposição de um único coeficiente de reservas obrigatórias: em Março/1989 (de 17 %).*

Nota: Este valor foi alterado no período de transição para o EURO por necessidade de uniformização no quadro da UEME para 2 %, em Novembro/1994.

◆ Em 1992, verifica-se a liberalização total dos movimentos de capitais:

→ Que em conjunto com os aspectos anteriores: Perda de Autonomia da Política Monetária → enquanto instrumento de estabilização macroeconómica.

■ A Nível Institucional: maior grau de autonomia do BdP na condução da política monetária (Lei Orgânica do BdP)

- A estabilidade dos preços, como objectivo primordial.

- Proibição do financiamento (monetário) do SPA junto do BdP.

- Eliminação da liquidez excedentária acumulada no sistema bancário → criando condições para: estabilidade dos preços e controle monetário indirecto.

• “Grande operação de secagem de liquidez” (Dezembro/1990):

→ Via emissão de títulos da dívida pública para colocação no sistema bancário, por substituição de depósitos a prazo destas instituições junto do BdP.

■ Método de Controlo Monetário Indirecto (ou sobre a Base Monetária), a partir de Abril/1991

■ Tipos de Intervenção Indirecta do Banco Central no Mercado Monetário:

- . Sobre o coeficiente de reservas mínimas/ obrigatórias/legais.
- . Sobre a taxa de desconto (ou de redesconto) nas operações bancárias de refinanciamento.
- . Operações de mercado aberto “open market” (operações por parte do BC de cedência/absorção de liquidez nos mercados monetários).
- . Persuasão moral “moral suasion”.

- A política monetária passou a ser executada, por excelência, com base na intervenção do BdP nos mercados monetários “MMI” e “MIT”

- Operações de Mercado Aberto “Open Market”:
 - Operações regulares e ocasionais de absorção ou cedência de liquidez:
 - E com o objectivo de estabilizar o mercado ou de acordo com os objectivos estabelecidos de política económica.

 - Facilidade de crédito (cedência de liquidez) de última hora:
 - Acesso permanente a fundos “overnight” e com taxa penalizadora.

■ Regime Cambial

- Liberalização completa dos movimentos de capitais → no contexto da transição para o Euro, em Dezembro/1992.

- A estabilidade dos preços → como sendo objectivo principal de convergência nominal na UE.
 - Adopção de uma política cambial menos acomodaticia: abandono do regime em vigor desde 1978, no contexto dos acordos com o FMI, de “crawling peg” (Outubro/1990)

- A Referência Cambial → passou a ser definida em relação a um conjunto de moedas participantes no Mecanismo de Taxas Cambiais (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME).

- Regime de Câmbios Fixos com Bandas de Flutuação (SME):
 - Portugal em Abril/1992 (Espanha em 1990): adere ao MTC do SME.

 - Banda larga de 6 %: possibilidades máximas de apreciação (- 6%) e de depreciação (+ 6%) da moeda nacional (cotação ao incerto):

 - Face à moeda escritural de referência “ECU” e às restantes moedas dos países participantes no “SME”

(em vez da banda estreita em vigor de 2.25 %).

- Subordinação da Política Monetária à Estabilidade Cambial:

→ Evitando, no SME → adoção de políticas de desvalorizações competitivas / políticas de “empobrecimento do vizinho.

- Em finais de 1992 e inícios de 1993:

→ Forte turbulência no MTC do SME:

→ Fortes ataques de especulação financeira e cambial internacional.

→ Em Portugal: obrigaram a dois “realinhamentos” do ESCUDO:

→ Das paridades centrais ajustadas face ao ECU, bem com de outras moedas participantes

→ No sentido da sua desvalorização.

- A partir de Agosto/1993 → o MTC do SME adopta a anda de flutuação permitida (única) de 15 %.

***A7. MECANISMOS DE
TRANSMISSÃO DA POLÍTICA
MONETÁRIA NA ECONOMIA
REAL***

■ Numa perspectiva keynesiana as variações da oferta monetária (política monetária):

→ Exercem os seus efeitos sobre a esfera real da economia/mercado de bens e serviços (no curto prazo) fundamentalmente através de três mecanismos (ou canais):

I. O Canal da Taxa de Juro ou do Custo do Capital

II. O Canal do Preço dos Activos

2.1 O Efeito da Taxa de Câmbio nas Exportações (Líquidas)

2.2 O Mecanismo do “q de Tobin”

2.3 O Efeito Riqueza

III. Mecanismos do Crédito Bancário

3.1 Disponibilidade de Crédito Bancário

3.2 O Canal do Racionamento do Crédito

I. O CANAL DA TAXA DE JURO OU DO CUSTO DO CAPITAL

- Nesta óptica tradicional (baseada no Modelo IS-LM)
podemos identificar:

→ Três fases do processo de resposta da procura
agregada a uma acção de política monetária:

1ª Fase: O Banco Central faz variar a taxa de juro
nominal através de operações em mercado
aberto “open market”: cedência ou
absorção de liquidez no mercado
monetário interbancário (MMI).

→ Assumindo que no curto prazo o nível de preço pode ser considerado fixo:

$$\underline{\Delta i \text{ nominal}} = \underline{\Delta i \text{ real}}$$

→ Quando o BC resolve aumentar a massa monetária em circulação:

→ Compra títulos no mercado monetário.

→ O que faz descer a taxa de juro (injecta liquidez no MMI e as taxas de juro baixam).

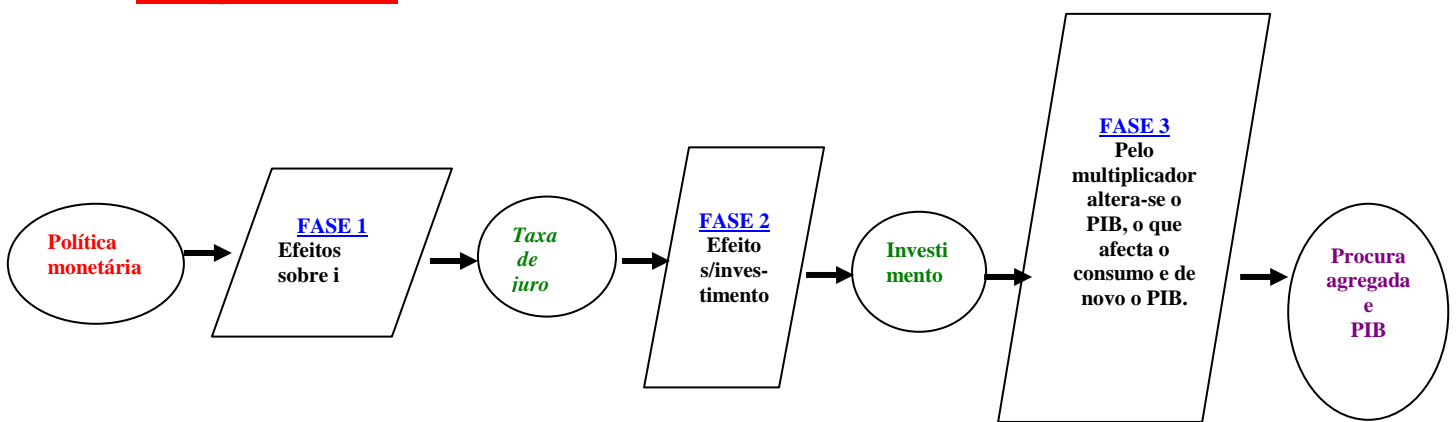
2ª Fase: Uma descida da taxa de juro → determina um aumento da procura de moeda para fins de investimento (e também o consumo de bens duráveis, num modelo mais alargado).

3ª Fase: O aumento da procura de investimento:
quer em investimento das empresas (privadas e públicas) quer em aquisições de habitação própria das famílias:

→ Produzirá um efeito múltiplo sobre a procura agregada e o produto “PIB”.

→ Via multiplicador do rendimento da procura autónoma keynesiano

ESQUEMA:



• $M \uparrow \rightarrow i \text{ real} \downarrow \rightarrow I \uparrow (C \uparrow) \rightarrow A \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

(via multiplicador keynesiano)

II. O CANAL DOS PREÇOS DOS ACTIVOS

III: O Efeito da Taxa de Câmbio nas Exportações (Líquidas)

- Diminuição da taxa de juro → provoca depreciação nominal e real (por hipótese, P e P^* fixos) da moeda nacional:

→ O que torna as exportações de bens e serviços mais competitivas → aumentando o valor das exportações líquidas ($Exportações - Importações = X - M$).

(Política Monetária Expansionista)

- $\uparrow M$ ---- \rightarrow $\downarrow i$ real ---- \rightarrow $\uparrow E$ (taxa de câmbio nominal - cotação ao incerto) ---- \rightarrow depreciação nominal /real da moeda nacional \rightarrow $\uparrow NX$
 $\rightarrow (X - M) \uparrow$ ---- \rightarrow $\uparrow Y$
(via multiplicador keynesiano).

★ NOTA: Canal de transmissão da PM → com grande relevância em economias fortemente abertas ao exterior.

★ Actualmente em Portugal → perdeu importância com a adopção da moeda única europeia, o Euro:

→ Dado que as exportações nacionais estão altamente concentradas em países da área do euro.

II2: O Mecanismo do “q de Tobin”

⇒ Tendo por base o chamado “rácio q de Tobin”, este mecanismo mostra que: uma alteração nas taxas de juro também pode influenciar indirectamente o investimento das empresas → através da modificação do preço dos títulos (acções).

⇒ O “rácio q de Tobin”: é o quociente entre o valor de mercado das empresas e o custo de substituição do capital fixo das mesmas.

- Quando o “rácio q” é elevado → o valor de mercado da empresa é elevado relativamente ao custo de substituição do capital fixo:

→ O investimento produtivo cresce (as empresas podem financiar novos investimentos com pequenas emissões de acções).

⇒ Se o Banco Central (BC) → Política Monetária Expansionista (\hat{M}):

- Os agentes económicos ficam com um encaixe monetário superior ao desejado → $\hat{despesa}$ (investindo mais em acções).

- Verificar-se-á um aumento dos preços (cotações) das acções ($\uparrow PA$).
- Uma subida do preço das acções → aumento do “rácio q ” → aumento do novo investimento → aumento do produto (via multiplicador keynesiano).

ESQUEMA:

- $\uparrow M \rightarrow \uparrow PA \rightarrow \uparrow q \rightarrow \uparrow I \rightarrow \uparrow A \rightarrow \uparrow Y$

Nota:

Trata-se de um mecanismo que assume peso onde as empresas se financiam principalmente através dos mercados de capitais.

Não é o caso de Portugal (onde as empresas recorrem sobretudo ao crédito bancário/financiamento indirecto).

II3: O Efeito Riqueza

■ O aumento da massa monetária *faz os agentes terem mais fundos líquidos excedentários* → elevando a procura por títulos de participação (acções) e os seus preços (cotações).

■ Assim, temos o efeito da situação da balança das famílias nas suas despesas – aumento do preço (cotação) das acções:

→ Aumenta a riqueza financeira das famílias
o que aumenta o consumo:

• $\uparrow M \text{ ---} \rightarrow \uparrow PA \text{ ---} \rightarrow \uparrow \text{Riqueza (Financeira)}$
 $\text{---} \rightarrow \uparrow C \text{ ---} \rightarrow \uparrow A \rightarrow \uparrow Y$

(Caso de Política Monetária Expansionista)

*Efeito sobre o rendimento através de um processo via multiplicador idêntico aos casos anteriores.

** Trata-se de um mecanismo que assume maior peso em economias em que os particulares tenham uma presença importante nos mercados financeiros. Não é o caso português.*

III. MECANISMOS DO CRÉDITO BANCÁRIO

III.1 Disponibilidade de Crédito Bancário

■ **Uma PM Expansionista (↑ M) → AUMENTO da liquidez disponível das IFM (RL v) → MAIOR capacidade e incentivo para os bancos de concederem empréstimos:**

→ **EFEITOS POSITIVOS: aos níveis do investimento e do consumo privado (↑ I; ↑ C) → EFEITO EXPANSIONISTA SOBRE A ACTIVIDADE ECONÓMICA GERAL (↑ Y):**

● **↑ M → ↑ RL v → maior disponibilidade**

crédito bancário → ↑ I (↑ C) → ↑ A

→ **↑ Y (via efeito multiplicador keynesiano).**

- Mecanismo bastante relevante em economias onde o financiamento da actividade económica → se processe em larga medida através do crédito bancário → É O CASO DE PORTUGAL.

III.2 O Canal do Racionamento do Crédito

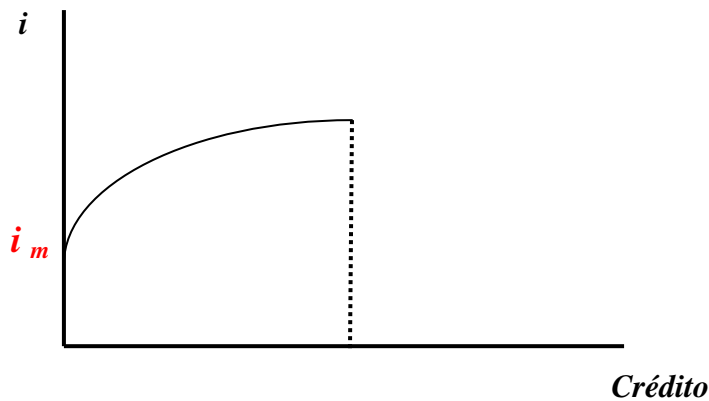
- Segundo o autor Modigliani → o crédito (C r) determina também a função de investimento → numa relação crescente.

Uma redução do crédito fará portanto → baixar o investimento → cuja função será:

$$I = f(i, C r) \text{ sendo } \partial I / \partial i < 0; \partial I / \partial Cr > 0$$

- Uma subida da taxa de juro → fará baixar o crédito por efeito de racionamento “credit rationing”
→ baixa o investimento.
- Vejamos como se passará este fenómeno.

→ No gráfico seguinte dispomos da: *imagem geométrica da função de oferta de crédito por parte dos bancos.*



→ A partir duma certa taxa de juro (i_m) → o crédito vai subindo em função da taxa de juro → *mas com taxa de crescimento marginal decrescente.*

→ Atingida uma certa taxa de juro → o crédito não aumenta mais, mantém-se constante. *Como explicar este andamento?*

→ A questão relaciona-se com o risco de *insolvência/incumprimento “default”*:

- À medida que a taxa de juro vai aumentando o banco

vai podendo satisfazer → pedidos de clientes com risco de insolvência/incumprimento cada vez maior:

★ Pois o maior diferencial de taxas deve-se à inclusão de um mais elevado prêmio de liquidez/risco.

★ Porém: à medida que isso se verifica → os clientes de maior risco → endividando-se a taxas de juro tão altas:

→ Vão-se tornando mais vulneráveis: o risco aumenta devido às altas taxas de juro praticadas.

★ A partir de certo limite → não é viável dar mais crédito :

→ O risco de falência seria evidente: pelo que não existe prêmio de risco que possa compensar o banco (em tal situação).

■ Porquê a palavra racionamento?

Porque à medida que a taxa de juro sobe → o banco vai “racionando” clientes → eles pedem crédito mas não são todos satisfeitos:

→ Devido à avaliação do risco de insolvência “default” feita pelo banco: os clientes de maior risco são imediatamente racionados.

- $\downarrow M \text{ ---} \rightarrow \uparrow i \text{ ---} \rightarrow \uparrow \text{risco (de falências)} \text{ ---} \rightarrow$

$\downarrow \text{Créditos concedidos (}\uparrow \text{Racionamento do crédito)} \text{ ---} \rightarrow \downarrow I (\downarrow C) \text{ ---} \rightarrow \downarrow A \text{ ---} \rightarrow \downarrow Y.$

(Política Monetária Restritiva)

■ Pelo contrário:

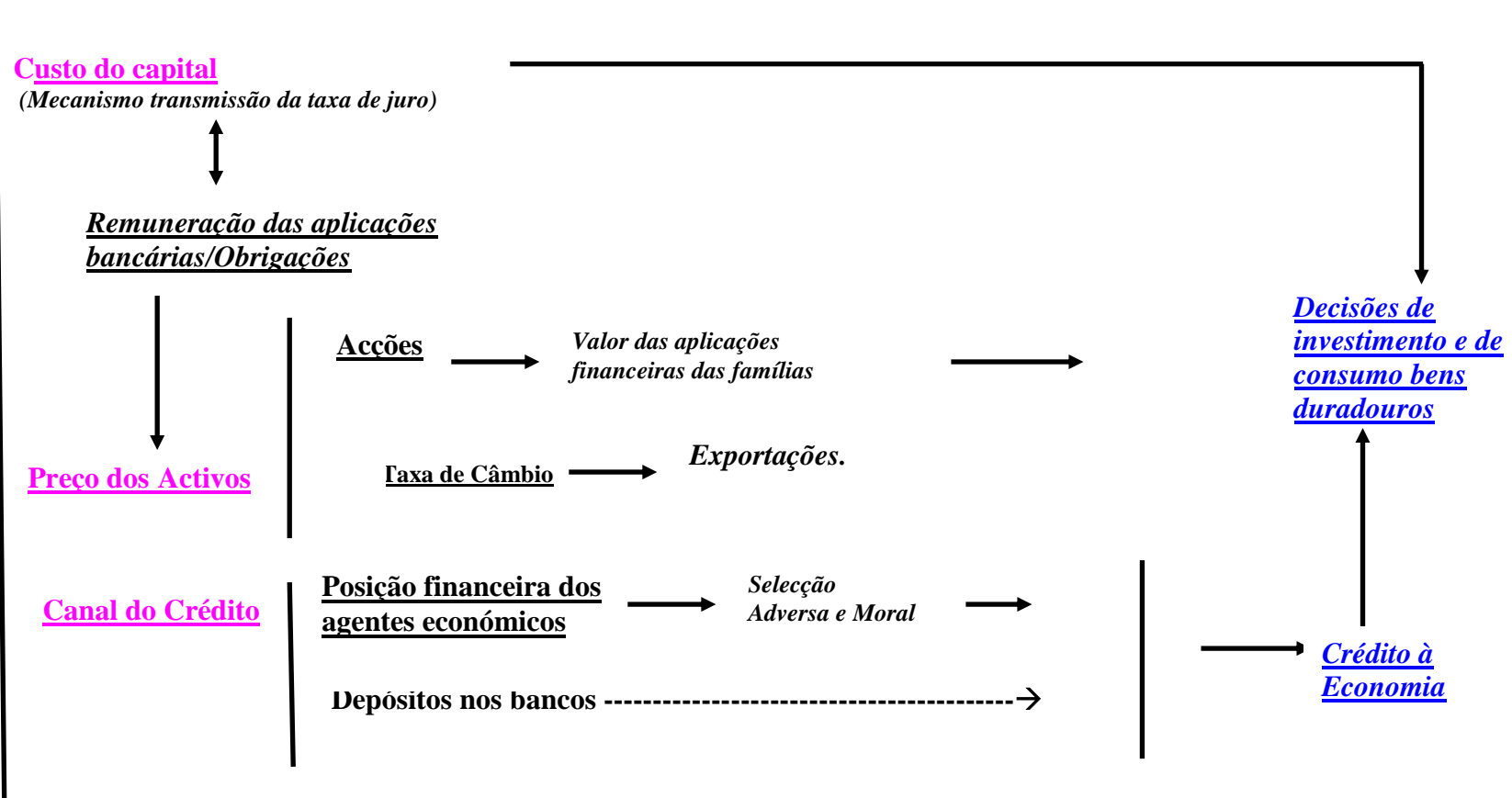
Com a descida da taxa de juro → o peso dos projectos com maior risco de incumprimento tende a descer:

→ Diminuindo assim também os problemas de selecção adverso e risco moral → incentivando os bancos a emprestar mais dinheiro.

(Política Monetária Expansionista)

Síntese dos mecanismos de transmissão

Política Monetária





A8. MOEDA E POLÍTICA


MONETÁRIA


Objectivos da aula:


No final desta aula o aluno deverá ser capaz de:

-  *Compreender o conceito de moeda e as suas funções*

-  *Compreender e aplicar a função de procura de moeda*

-  *Compreender e aplicar as funções de oferta de moeda.*

-  *Entender o funcionamento do equilíbrio no mercado monetário.*

-  *Compreender o efeito da política monetária na taxa de juro e quantidade de moeda em circulação.*

❖ Procura de Moeda

■ Introdução

■ Em cada momento, os agentes económicos têm a sua riqueza aplicada num carteira/"portfolio":

- Activos reais (e.g. casas, terrenos, jóias,...).
- Activos financeiros (accções, obrigações, depósitos bancários, notas,...).

■ A Moeda é a parte dos activos financeiros que se caracteriza por:

(i) Liquidez – capacidade para realizar transacções e liquidar dívidas, imediatamente e sem custos de transacção.

(ii) Aceitação universal – circulação obrigatória, por lei, numa nação.

■ A Política Monetária

- Pode ser alterada rapidamente.
- É mais flexível que a política orçamental.
- Tende a ser mais utilizada que a política orçamental para estabilizar.

■ Variação da oferta de moeda

- Induz a variação da taxa de juro.
- A taxa de juro nominal é o “preço do dinheiro”.

■ Mas o que é a Moeda?

(Definição funcional)

- Money is what money does...
- ...“Moeda” são os activos que cumprem as funções de moeda.

■ Quais são essas funções?

◆ Intermediários da Troca/Meio de Pagamento

- Capacidade para concretizar pagamentos.
- Serve para efectuar transacções porque tem aceitação geral.

◆ Reserva de Valor

- Capacidade para armazenar valores para compras futuras.

◆ Unidade de Conta/Medida

- Capacidade para exprimir o valor de mercado de bens, serviços e activos numa unidade comum (preço: valor monetário).

■ Activos que constituem moeda

☉ Circulação monetária = M0

● Moeda metálica

● Notas

☉ Depósitos à ordem + MO = M1.

■ Existem conceitos mais latos de moeda

■ Depósitos a prazo até 2 anos + depósitos com pré-aviso até 3 meses + M1 = M2.

■ Acordos de reporte + Fundos e títulos do mercado monetário + Títulos da dívida até 2 anos + M2 = M3.

■ Não são moeda

■ Cartões de crédito ou débito

■ Cheques

■ Accões

■ Ouro (foi, no passado)

Nota: Ver “Agregados Monetários na Zona Euro” (Sub bloco A₅ – anexo II e Bloco C)

■ Procura de Moeda

■ Parte da riqueza que um indivíduo escolhe deter sob a forma de moeda.

■ Um critério de custo benefício indica-nos que um indivíduo deve aumentar a detenção de moeda se os benefícios adicionais excederem o custo.

■ Vantagens na detenção de moeda:

● A moeda é útil para efectuar transacções.

■ Custos de detenção da moeda

● Custo de oportunidade...

● ...juros que poderiam ter sido ganhos caso tivesse alternativamente detido activos financeiros que auferem juros.

- Obrigações e acções auferem um rendimento nominal positivo.
- Os juros auferidos pela moeda são nulos ou muito reduzidos (depósitos bancários à ordem).

■ Principais factores que afectam a escolha entre a moeda e outros activos financeiros

■ Taxa de juro nominal (i)

- Afecta o custo de detenção / oportunidade de moeda.
- Quanto maior a taxa de juro → menores são as intenções de deter moeda...
- ...Ou seja → maiores as intenções de deter títulos que auferem juros.

- Esta “taxa de juro nominal” é uma média das diversas taxas de juro nominais.
- Existe um grande número de activos com taxas de rendibilidade diferentes.
- As taxas de juro tendem a variar em conjunto
(os activos são substitutos próximos).

■ Produto real (Y)

- Afecta os benefícios da detenção de moeda.
- Quanto maior o produto → maior → é o volume de transacções...
- ...Quanto maior é o volume de transacções
→ maiores → são as intenções de deter moeda.

■ Nível de preços (P)

- Afecta os benefícios da detenção de moeda.

■ Quanto maior o nível de preços → maiores → são
as intenções de detenção de moeda...

■ ... para realizar o mesmo volume de transacções.

■ A função de procura de moeda apresenta
as seguintes características

■ Pretende modelizar as intenções de
detenção de moeda (a preços correntes).

■ Assume que → taxa de juro nominal +
+ produto real + índice de preços → são os
principais determinantes deste comportamento
(pode-se ignorar os outros).

■ Impõe restrições sobre a reacção de M^d face a
→ i , Y e P .

■ Hipóteses sobre os comportamentos

1) Trata-se de uma função contínua e diferenciável:

$$M^d = M^d(i, Y, P)$$

2) Esta função só tem sentido económico para um valor positivo da procura de moeda:

$$M^d(i, Y, P) > 0$$

3) Quanto maior → a taxa de juro nominal (dados o produto e o nível de preços) → menores → serão as intenções de detenção de riqueza sob a forma de moeda:

$$\partial M^d / \partial i < 0$$

4) Quanto maior → o produto real (dados a taxa de juro nominal e o nível de preços) → maiores → serão as intenções de detenção de riqueza sob a forma de moeda:

$$\partial M^d / \partial Y > 0$$

5) Quanto maior → o nível de preços (dados a taxa de juro nominal e o produto) → maiores → serão as intenções de detenção de riqueza sob a forma de moeda:

$$\delta M^d / \delta P > 0$$

- Muitas vezes assume-se que a procura de moeda é multiplicativa (homogénea de grau 1) no nível geral de preços:

$$M^d = P * L(i, Y)$$

- Uma duplicação dos preços leva a uma duplicação das intenções de procura de moeda.

- Ao rácio entre a procura de moeda e o nível de preços (P) chama-se:

- Procura de liquidez ou...
- ... procura de “encaixes” reais ou...
- ... procura de moeda real

- Esta é uma procura de capacidade aquisitiva de moeda.

- Vamos utilizar uma aproximação linear em i e Y , e multiplicativa em P , à função geral:

$$M^d = P * (k * Y - h * i) \quad (k, h \geq 0)$$

$M^d \rightarrow$ Intenções de detenção de moeda, medidas em unidades monetárias: é uma variável stock

$i \rightarrow$ Taxa de juro nominal, medida em (u.t.)⁻¹

$Y \rightarrow$ Produto real, medido em u.m./u.t.

$P \rightarrow$ Índice de preços, número puro

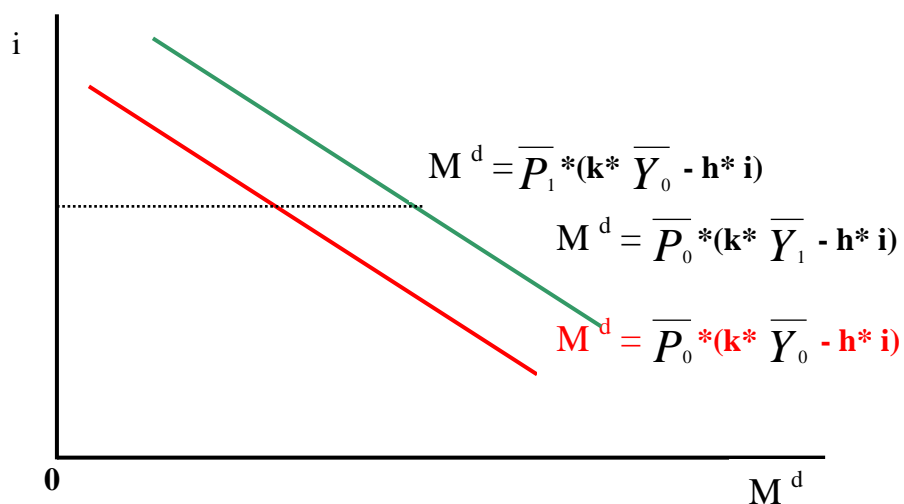
$k \rightarrow$ Parâmetro que mede a sensibilidade da procura de moeda ao produto, medida em u.t.

$h \rightarrow$ Parâmetro que mede sensibilidade da procura de moeda à taxa de juro, medida em u.t.

■ Representação gráfica da função de procura de moeda no espaço (M^d, i).

$$\bar{Y}_1 > \bar{Y}_0$$

$$\bar{P}_1 > \bar{P}_0$$



SÍNTESE

1. Efeito Rendimento

Variável	Variação	Alteração da quantidade procurada a cada taxa de juro
Rendimento	↓	↓
	↑	↑

Deslocação da Curva da Procura de Moeda

- À medida que uma economia cresce e o rendimento aumenta:

→ As pessoas vão reter mais moeda como reserva de valor e vão efectuar mais transacções usando moeda.

- Assim, quando o rendimento aumenta, a cada taxa de juro → a procura por moeda aumenta → deslocando a curva da procura monetária para a direita.

2. Efeito Nível de Preços

Variável	Variação	Alteração da quantidade procurada a cada taxa de juro
Nível de Preços	↓	↓
	↑	↑

Deslocação da Curva da Procura de Moeda

- Quando o nível de preços aumenta → a mesma quantidade nominal de moeda não tem o mesmo valor em termos de poder de compra.
- Para manter o mesmo poder de compra → precisam reter mais moeda.
- Um aumento no nível geral de preços leva a um aumento da procura por moeda → deslocando a curva da procura monetária para a direita.

❖ Oferta de Moeda e Equilíbrio no Mercado Monetário

■ Uma função de oferta de moeda representa:

→ As intenções de colocação de moeda central (circulação) e escritural/bancária (depósitos bancários à ordem) pelos agentes que a fornecem.

→ Oferta de Moeda ou Stock Monetário ($M1$) sendo dada a Base Monetária “ BM ” e o coeficiente de multiplicador monetário/crédito (curto prazo) “ m ”:

$$M1 = BM * m$$

■ E quem são esses agentes?

- O Banco Central
- Os Bancos Comerciais (“ IFM ”, em geral)

- O Banco Central pode influenciar o comportamento dos bancos comerciais através de:
 - Reservas legais/ obrigatórias/ mínimas.
 - Condições de empréstimo (taxa de refinanciamento).
 - Operações de mercado aberto “open market”.

Vamos supor que o Banco Central controla as intenções de oferta de moeda:

- Controlando a quantidade (stock) de moeda em circulação (M).
- Controlando o “preço” da moeda (i).

Não é possível adequadamente controlar preço e quantidade simultaneamente (a médio e longo prazo).

HIPÓTESE 1

O Banco Central controla a
quantidade de moeda em circulação
(via Base Monetária “BM”)

- Nesta hipótese a função de
comportamento do Banco Central será:

$$M^S = \bar{M} = m * BM$$

- M^S → Intenções de colocação de moeda
central (circulação) e
escritural/bancária (medidas em u.m.).

- “ m ” = $(1 + c)/(c + r m + r c)$

- Multiplicador Monetário/Crédito pode ser
considerado como um dado a curto
prazo.

. Os rácios: “ r_m ”; “ c ” e “ r_c ” podem ser considerados relativamente estáveis (a curto prazo).

■ M_s : é uma variável exógena (v. stock).

■ Trata-se de uma equação de comportamento.

■ Não dependem de outras variáveis do modelo, pelo que são explicadas por factores exógenos ao modelo.

■ É a teoria monetária tradicional: Modelo IS-LM (de inspiração keynesiana).

- Oferta de Moeda é controlada
(indirectamente) pelo Banco Central
(e.g., “Open Market”):

→ Esta variável pode ser utilizada como instrumento
de política económica.

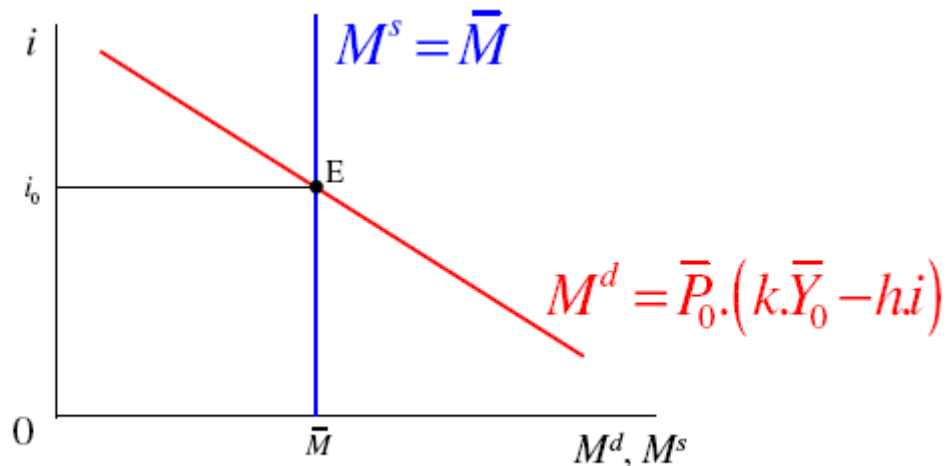
■ O Equilíbrio no Mercado Monetário

→ Dá-se quando as intenções de procura igualam
as intenções de oferta de moeda:

$$M^d = M^S$$

- Neste caso a quantidade de moeda é determinada
pelo comportamento do Banco Central e...
- ...o preço é determinado pelos agentes que desejam
deter moeda.

■ Representação gráfica do equilíbrio no mercado monetário no espaço (M, i) .



■ Quando o Banco Central (e.g. o Banco Central Europeu) → faz variar a oferta de moeda...

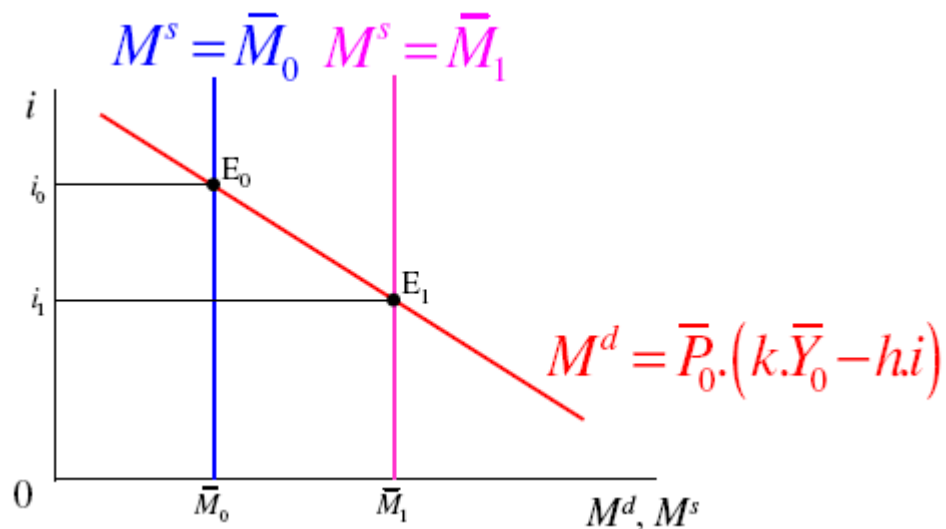
■ ... Altera-se a taxa de juro nominal de equilíbrio.

■ Principal instrumento do BCE:

➤ Operações em mercado aberto:

- Compra títulos (e dá moeda em troca) – aumenta a oferta de moeda.

- Vende títulos (e recebe moeda em troca) – diminui a oferta de moeda.



- Uma expansão monetária → provoca uma redução de taxa de juro nominal.

- Uma contracção monetária → provoca um aumento da taxa de juro nominal.

SÍNTESE:

1. Alteração do Rendimento

Variável	Variação	Alteração da quantidade procurada a cada taxa de juro	i^*	Q^*
Rendimento	↓	↓	↓	—
	↑	↑	↑	—

■ Taxa de Juro de Equilíbrio

A teoria da preferência pela liquidez *conclui que quando o rendimento aumenta, mantendo tudo o resto constante, aumentam as taxas de juro* (ver figura a frente).

2. Alteração no Nível de Preços

Variável	Variação	Alteração da quantidade procurada a cada taxa de juro	i^*	Q^*
Nível de Preços	↓	↓	↓	—
	↑	↑	↑	—

■ Taxa de Juro de Equilíbrio

Quando o nível de preços aumenta mantendo tudo o resto constante → *aumentam as taxas de juro* (ver figura):

Alteração no Rendimento ou Nível de Preços e Equilíbrio

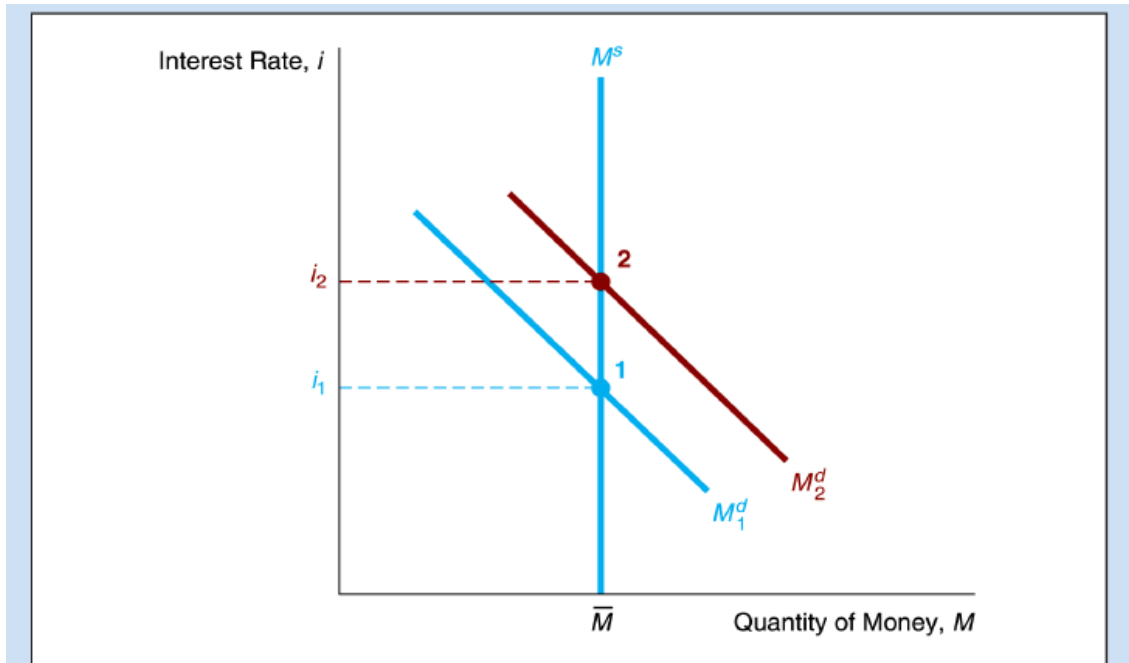


FIGURE 9 Response to a Change in Income or the Price Level

3. Alteração da Oferta de Moeda

Variável	Variação	Alteração da quantidade oferecida a cada preço da obrigação	i^*	Q^*
Oferta Monetária	↓	↓	↑	↓
	↑	↑	↓	↑

■ Deslocação da Curva da Oferta de Moeda

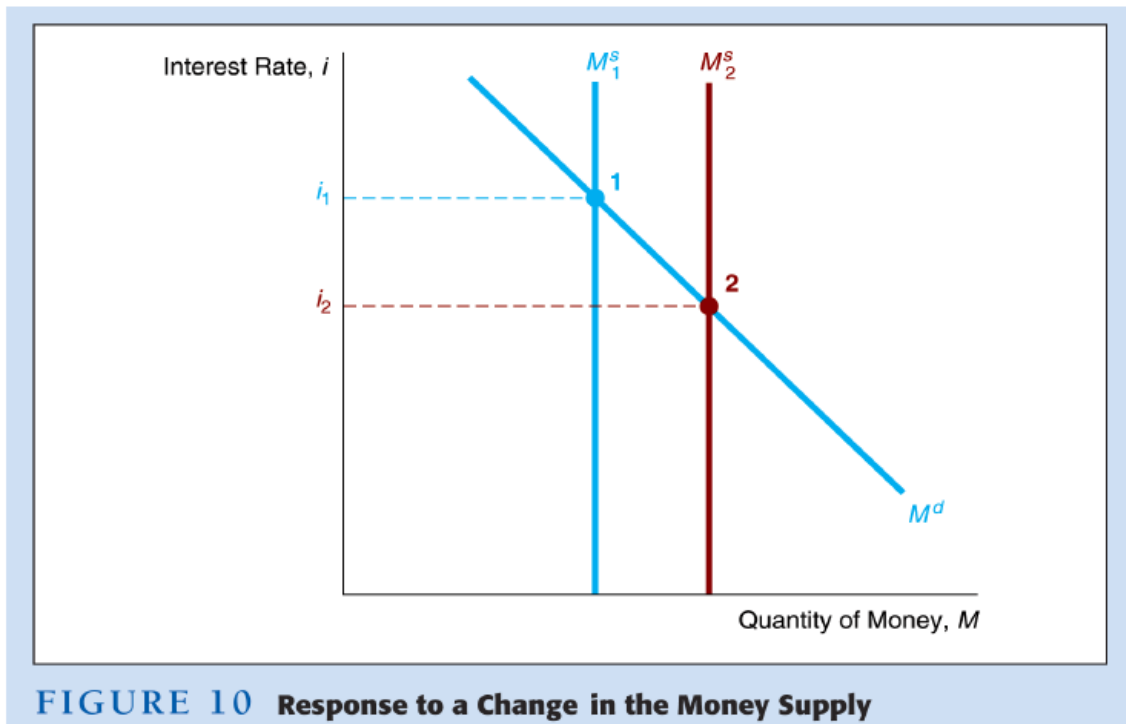
Um aumento da oferta monetária (adopção de política monetária expansionista por parte dos bancos centrais):

→ Desloca a curva da oferta monetária para a direita:
gerando um novo equilíbrio em que taxa de juro de equilíbrio (i) é inferior.

→ Quando a oferta monetária aumenta, mantendo tudo o resto constante as taxas de juro diminuem:

→ Efeito Liquidez.

Alteração na Oferta Monetária e Equilíbrio



SUMMARY

TABLE 4 Factors That Shift the Demand for and Supply of Money

Variable	Change in Variable	Change in Money Demand (M^d) or Supply (M^s) at Each Interest Rate	Change in Interest Rate	
Income	↑	$M^d \uparrow$	↑	
Price level	↑	$M^d \uparrow$	↑	
Money supply	↑	$M^s \uparrow$	↓	

Note: Only increases in the variables are shown. The effect of decreases in the variables on the change in demand would be the opposite of those indicated in the remaining columns.

HIPÓTESE 2

O Banco Central não controla a quantidade de moeda em circulação

- O rácio “ c ” e o parâmetro definido no rácio

“ r_c ” (σ : incerteza sobre o levantamento de

depósitos no futuro) permanecem relativamente

estáveis (a curto prazo).

- A Função Oferta de Moeda está assim

basicamente determinada:

→ Pelo comportamento das autoridades monetárias

(que controlam a “BM”).

→ Pela taxa de juro (parâmetro definido no rácio “ r_c ”).

$$M_s = f(BM; i)$$

(+)	(+)
-----	-----

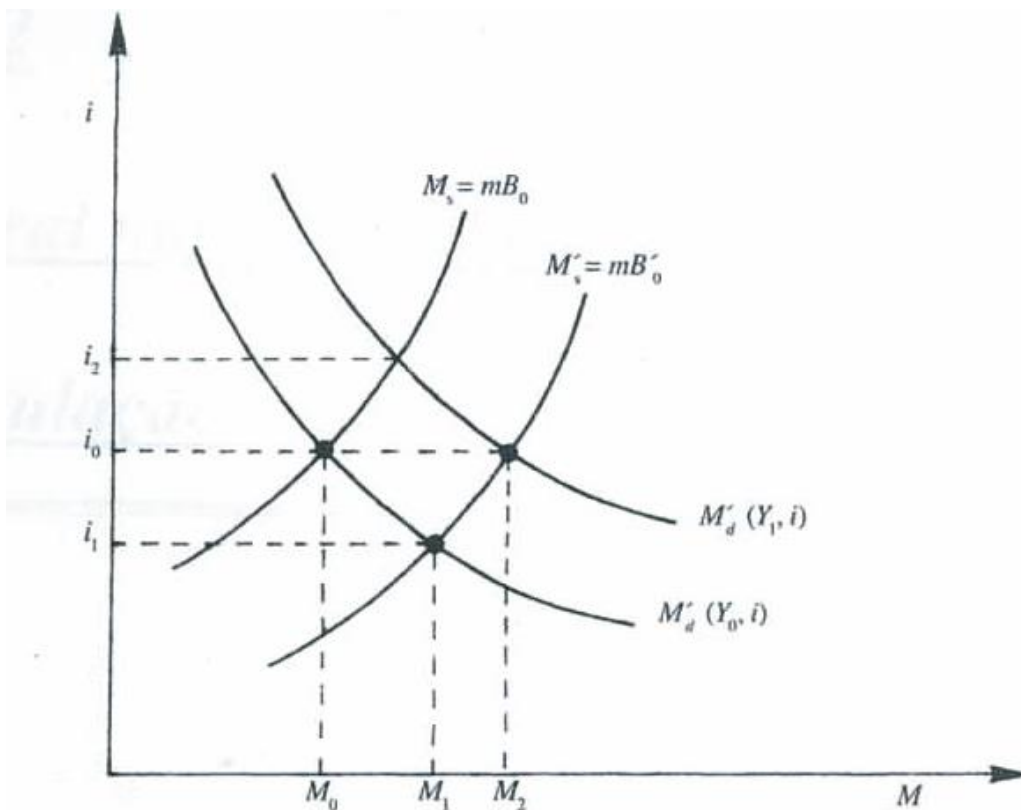
■ Para uma “ BM ” dada por “ B_o ”:

→ A oferta de moeda será uma função crescente da taxa de juro (i).

→ A Função Oferta de Moeda é uma variável endógena.

→ Um aumento da base monetária (até $B'o$):

- Se traduziria num deslocamento da curva de oferta de moeda para a direita (para $M's$).



→ Por sua vez (como vimos) a função procura de moeda é dada pela expressão:

$$M d = f(Y; i)$$

(+)(-)

■ Equilíbrio no Mercado Monetário

→ Análise muito semelhante a da hipótese anterior:

→ Se produz quando se igualam a oferta de moeda e a procura de moeda: determinando os níveis de taxa de juro e quantidade de equilíbrio.

$$M_s = f(BM; i) = M_d = f(Y; i)$$

(+)(+) (+)(-)

$$i = f(BM; Y)$$

(-)(+)

- Para uma dada BM : “ B_o ” e para um

rendimento inicial “ Y_o ”:

→ Obtemos a taxa de juro de equilíbrio “ i_o ” e a
quantidade de moeda de equilíbrio “ M_o ”

■ Partindo de uma situação inicial de equilíbrio:

(1) A Adopção de uma Política Monetária Expansionista: $\uparrow BM$ (de B_0 para B'_0):

→ Haverá uma nova posição de equilíbrio no mercado monetário:

• $i \downarrow$ (i_0 para i_1)

• $M \uparrow$ (M_0 para M_1)

→ Esta $\downarrow i$ será, tendencialmente menor do que a verificada na hipótese anterior:

→ Porque essa $\downarrow i$ pode compensar, em certa medida: os efeitos do aumento da “BM” sobre a quantidade (oferta) de moeda.

- Devido a provável ↓ m (coeficiente de multiplicador monetário/crédito).
- Se os bancos elevarem o rácio “ $r c$ ”:
 - Torna-se menor o custo de oportunidade de manter reservas excedentárias/operacionais.

(2) Um aumento do rendimento nominal:

↑ $Y n$ (tanto real ou nível de preços, P):

→ Por exemplo: um aumento do rendimento de (Y_0) para (Y_1):

- Deslocamento da curva da procura agregada para a direita → até a posição $M' d$.

- Pressupondo que as autoridades monetárias
decidem **manter a “BM”** na posição **“B o”**
(Política Monetária Não Acomodatícia):

→ ↑ ***i*** (***i o*** para ***i 2***)

- Se, pelo contrário: o Banco Central
considerar que a **taxa de juro inicial (*i o*) é**
a mais conveniente (e.g., priorizando o
objectivo de elevado emprego:

→ Deverá **↑ BM** (até **B’ o**).

→ Mantendo ***i = i o***: **↑ da quantidade**

(oferta) de moeda de equilíbrio até a

posição **“M 2”** (Política Monetária

Acomodatícia)

CONCLUINDO:

*“ Os movimentos induzidos na taxa de juro (i)
amortecem a expansão da oferta de moeda
originada por um aumento (\uparrow BM).*

*Porém, em geral, e a curto prazo esse efeito de
amortecimento não é muito significativo*
(Dornbush, R. et all; 10^a edição – 2008).

HIPÓTESE 3

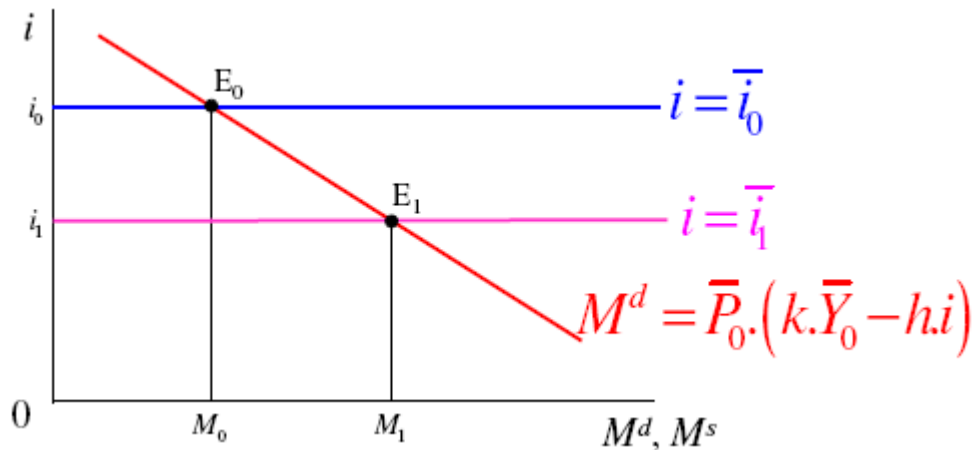
O Banco Central controla a taxa
de juro nominal

→ Nesta hipótese 3: a função de
comportamento do Banco Central é
dada por:

$$\dot{i} = \bar{i}$$

- \dot{i} → taxa de juro nominal (medida em (u.t.)-1).
- Também se trata de uma equação de
comportamento.
- Não depende de outras variáveis do modelo, pelo
que é explicada por factores exógenos ao modelo.

- Sendo controlada pelo Banco Central, esta variável pode ser utilizada como instrumento de política econômica.



- Uma redução da taxa de juro → provoca um aumento da quantidade de moeda em circulação.

- Um aumento da taxa de juro → provoca uma redução da quantidade de moeda em circulação.

Objectivos da aula:

No final desta aula o aluno deverá ser capaz de:

- 📁 *Identificar o investimento como principal canal de transmissão da política monetária ao lado real da economia.*

- 📁 *Compreender o funcionamento da política monetária face a um desvio cíclico.*

- 📁 *Utilizar o conceito de função de reacção do Banco Central.*

- 📁 *Associar crescimento da oferta de moeda e inflação a longo prazo.*

❖ Taxa de Juro e Procura Agregada

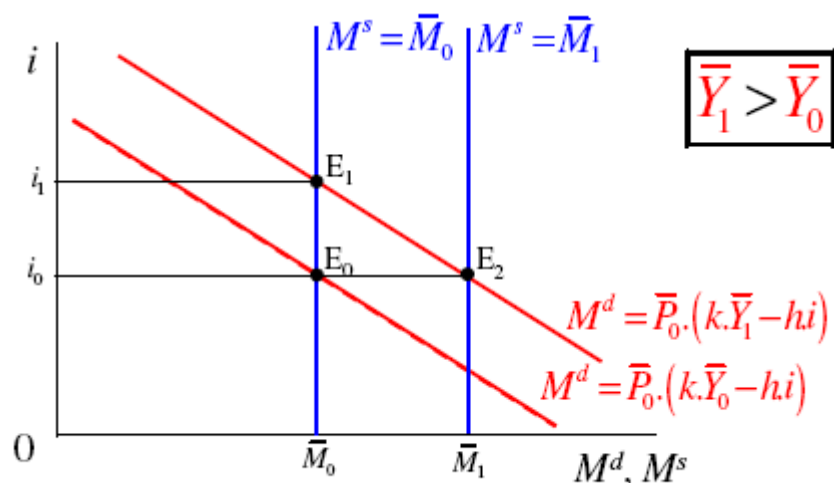
Supondo que o Banco Central (BC) controla a massa monetária (hipótese 1):

➤ O que acontecerá à taxa de juro se o produto aumentar?

- Este aumento da actividade económica estimula a procura de moeda:

→ Já que se regista um maior volume de transacções na economia.

- Se o Banco Central não alterar a oferta de moeda...



- ... a taxa de juro sobe!

- E se o BC quiser mantê-la

■ Então deve aumentar a oferta de moeda!

■ Controlando a oferta de moeda:

■ O BC controla a taxa de juro nominal.

■ No entanto → decisões económicas importantes dependem da → taxa de juro real.

■ Decisões que dizem respeito à poupança e ao investimento.

➤ Pelo menos no curto prazo, o BC influencia fortemente a taxa de juro real:

$$i_r \approx i_n - \pi^e$$

■ O BC determina a taxa de juro nominal (i_n)

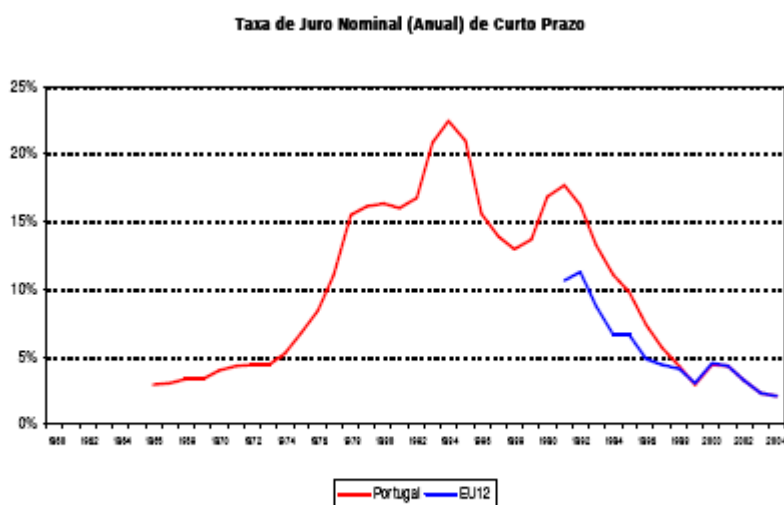
→ de forma bastante precisa.

- As expectativas de inflação (π^e) \rightarrow reagem lentamente às alterações de política monetária.

- Como as expectativas de inflação variam lentamente.

- Variações na taxa de juro nominal constituem variações de igual montante na taxa de juro real.

- No entanto: a taxa de juro real de longo prazo é determinada pelo equilíbrio entre a poupança (total) o investimento (total).



Fonte: Comissão Europeia (2005)

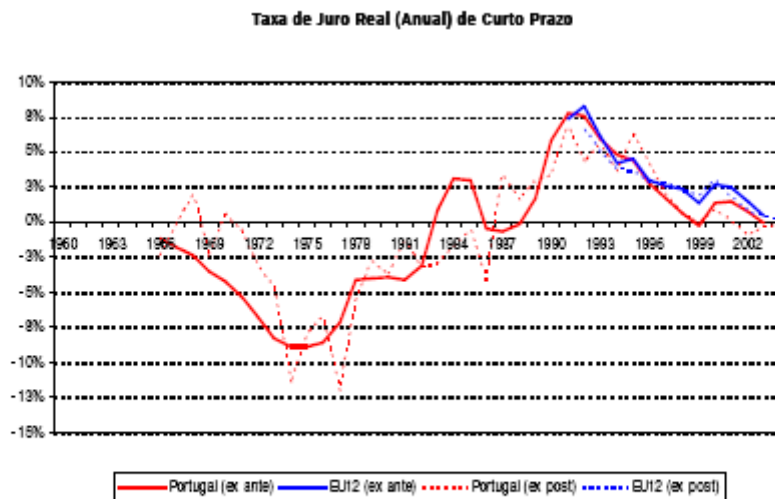
➤ A procura agregada depende
negativamente da taxa de juro real (i r).

- Esta dependência faz-se → acima de tudo
→ através das intenções de investimento:

$$I = I(r)$$

$$I'(r) < 0$$

- Uma taxa de juro mais baixa incentiva uma
maior procura agregada.



Fonte: Comissão Europeia (2005)

- Taxas de juro mais altas:

- Aumentam o custo de oportunidade de investir (formação bruta de capital).

● O Investimento diminui.

- Em modelos mais avançados também temos:

$$S = S(Y_d, r) \quad \partial S / \partial r > 0$$

- As intenções de poupança privada aumentam com a taxa de juro real → pelo que ...

- ... as intenções de consumo privado → diminuem com a taxa de juro real:

$$C = Y_d - S = C(Y_d, r) \quad \partial C / \partial r < 0$$

- Também por este motivo → uma taxa de juro mais baixa incentiva uma maior procura agregada.

- Note-se: que para haver esta influência através do consumo (e poupança), temos que “saltar” do modelo estudado anteriormente.

➤ *E como actua o Banco Central na condução da sua política monetária?*

■ *Em face de um desvio recessivo*

($Y < Y_P$):

- *O Banco Central actua de forma a reduzir a taxa de juro nominal...*

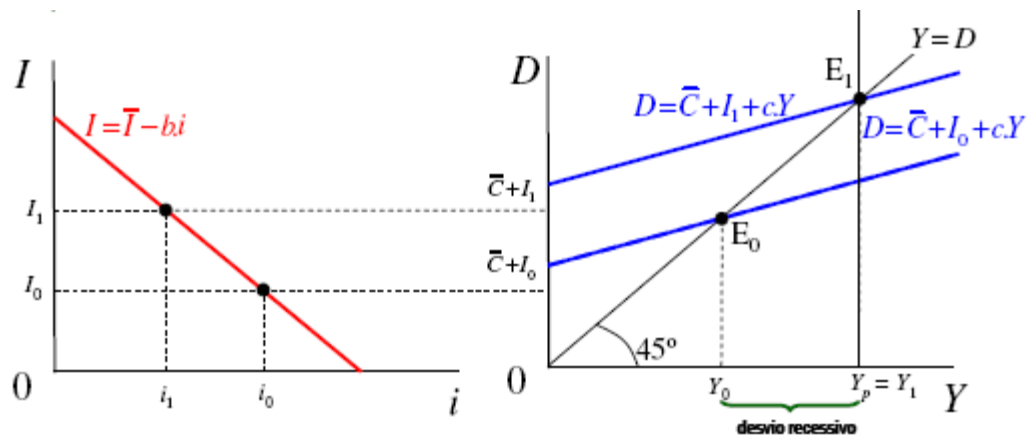
... estimulando I (e C num modelo mais geral)...

... aumentando a procura agregada ($A=D$)...

... aumentando o produto e o emprego.

- *Esta é uma política monetária expansionista (ou expansão monetária).*

$$Y = Y_P$$

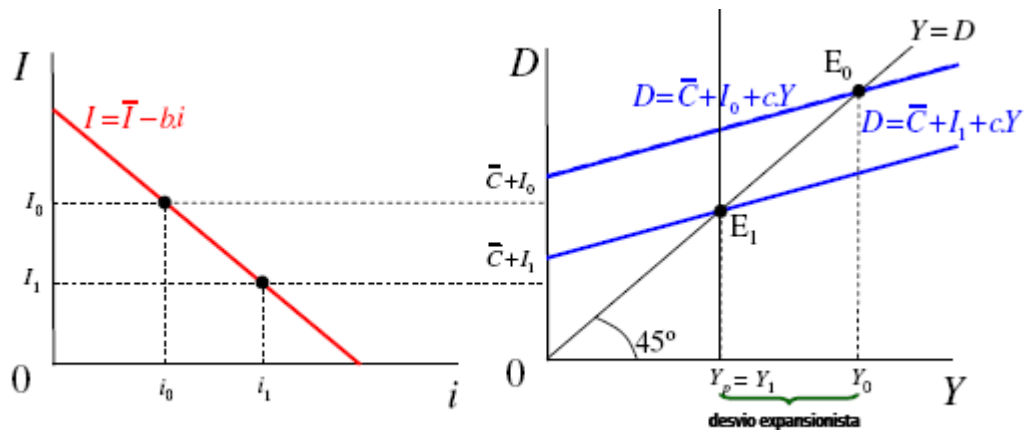


■ *E em face de um desvio expansionista ($Y > Y_p$):*

■ *O Banco Central actua de forma a aumentar a taxa de juro nominal...*

- ... *reduzindo I (e C num modelo mais geral)...*
- ... *diminuindo a procura agregada ($A=D$)...*
- ... *reduzindo o produto e o emprego.*

- Esta é uma política monetária contraccionista (ou contracção monetária).



❖ Crescimento Monetário e Inflação



Será possível modelizar o comportamento do Banco Central → enquanto decisor de política económica?

✿ Uma função de reacção da política → descreve as acções do decisor político face ao estado da economia.

✿ Em termos ideias → o decisor político deveria reagir por forma a otimizar o desempenho económico.

☀ *Se o produto está abaixo do seu potencial (desvio recessivo) temos:*

☀ *A taxa de desemprego efectiva* → *acima da taxa natural.*

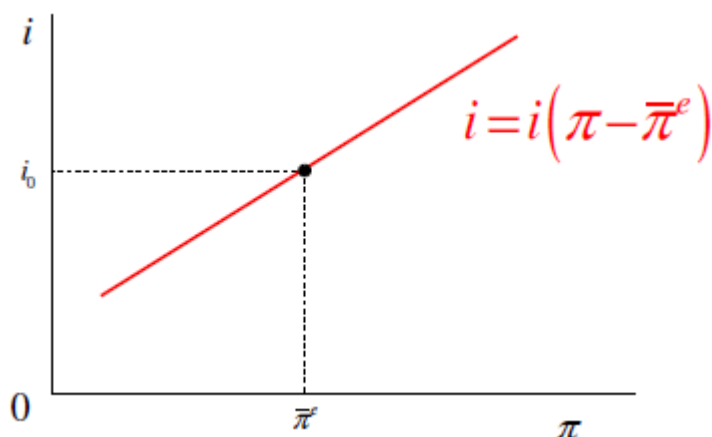
☀ *Inflação abaixo do seu normal* → *aquilo que os agentes esperam.*

☀ *Se o produto está acima do seu potencial (desvio expansionista) temos:*

☀ *A taxa de desemprego efectiva* → *abaixo da taxa natural.*

☀ *Inflação acima do seu normal* → *aquilo que os agentes esperam.*

☀ *A função de reacção do Banco Central:*



☀ Quando a inflação sobe **acima** (**abaixo**) do esperado temos um desvio **expansionista** (**contraccionista**):

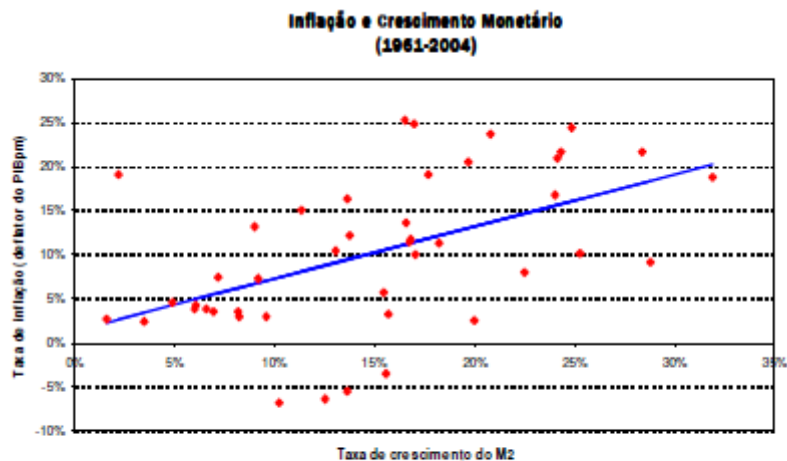
☀ O Banco Central **aumenta** (**diminui**) a taxa de juro nominal → de forma a fazer **subir** (**descer**) a taxa de juro real.

☀ **Num prazo mais longo, as expectativas dos agentes reagem à política económica.**

☀ As famílias e as empresas vão corrigindo os seus erros de previsão (umas vezes positivos, outras negativos).

✿ A longo prazo existe uma relação crescente entre o crescimento da massa monetária e a inflação: Teoria Quantitativa da Moeda (Clássica/Liberal).

✿ Desta forma, a política monetária pode ter custo de longo prazo.



Fontes: Banco de Portugal (2006), Comissão Europeia (2005), Nunes et al. (2006)