

# **C. UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA EUROPEIA**

---

***C1. ÁREAS MONETÁRIAS  
ÓPTIMAS E A MOEDA ÚNICA***

---

## ■ Teoria das Áreas Monetárias Óptimas (AMO)

Uma área monetária (de taxas de câmbio fixas e moeda única) é ótima:

→ Se a mesma implica mais benefícios do que custos para os países membros.

A teoria das AMO prevê que as taxas de câmbio fixas (e moeda única) são mais adequadas:

→ As áreas intimamente integradas pelo comércio internacional e pelos movimentos dos factores.

→ E nas quais prevalecem choques económicos simétricos.

**Quadro resumo dos benefícios e custos de uma  
união monetária – O Caso da UEME**

<u><b>BENEFÍCIOS (*)</b></u>	<u><b>CUSTOS (**)</b></u>
1- <u>Eliminação do custo de transacção/conversão monetária</u> ).	1 – <u>Perda de autonomia ao nível da política monetária</u> .
2 – <u>Eliminação do custo do risco cambial (da incerteza cambial)</u> .	2 – <u>Perda da política cambial como forma de ajustamento da Balança de Pagamentos</u> .
3 – <u>Ascensão do Euro como moeda internacional</u>	3 – <u>Custos de substituição das moedas nacionais por Euro</u> .
4 – <u>Poupança de reservas de divisas por parte dos bancos centrais nacionais</u> .	4 – <u>Limitação da margem de manobra ao nível da política orçamental:</u>  ↕ <u>Efeitos de contágio “spillover”</u> ↕ <u>Regra de não resgate “bail-out”</u>
5 – <u>Redução das taxas de juro de longo prazo (eliminação do “prémio devido a eventuais variações cambiais)</u> .	
6 – <u>Aumento da transparência dos preços e da concorrência no mercado de bens e serviços</u> .	
7 – <u>Redução do custo dos serviços financeiros</u> .	

(\*) – de natureza microeconómica

(\*\*) – ao nível da gestão  
macroeconómica

↑ *da eficácia económica + ↑ comércio internacional*  
↑ *comércio intracomunitário*  
↑ *investimento privado*  
↑ *competitividade externa*

- **Portanto: os seguintes factores reduzem a utilidade da política cambial (e monetária) e consequentemente → diminuem os custos de uma união monetária:**

**Fortes laços comerciais entre os países membros**

→ **maior grau de abertura das economias.**

**Elevada simetria dos choques económicos → as estruturas económicas dos países devem ser convergentes (o mais possível) em termos reais.**

**Grande mobilidade de factores → em particular do factor trabalho.**

**Razoável solidariedade orçamental (integração fiscal)**  
→ **existência de um orçamento federal.**

- **Um país deverá comparar bem os custos e benefícios da sua adesão a uma união monetária → pois esta nem sempre é desejável.**

■ *A Relação entre Custos/Benefícios da Moeda Única e o Grau de Abertura dos Países*

■ *Integração Económica e os Benefícios de uma Área Monetária: A Curva GG*

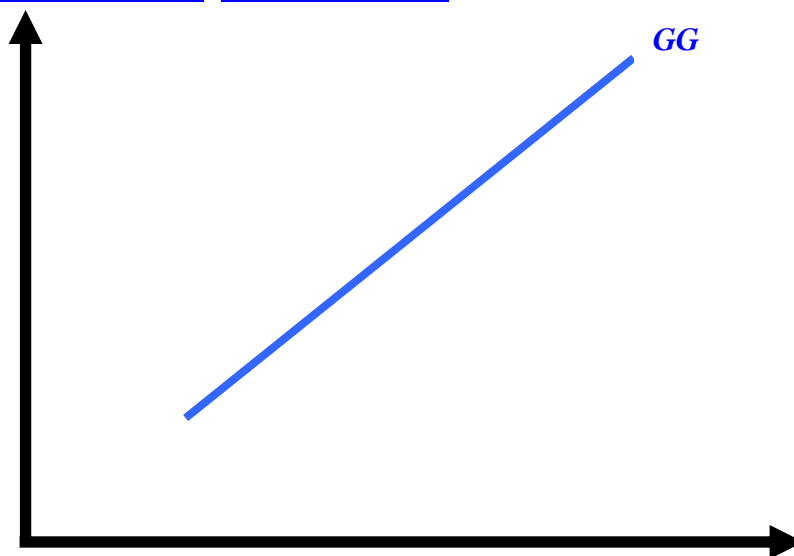
■ *Ganho de Eficiência Monetária*

- *O ganho do participante por evitar a incerteza, a confusão e o cálculo, e os custos de transacção, inerentes à flutuação das taxas cambiais.*
- *É maior* → *quanto maior for o grau de integração económica do país aderente com a área monetária.*

■ *A Curva GG*

- *Mostra como o ganho potencial de um país ao aderir à zona euro depende da sua integração com a mesma.*
- *Desloca-se para cima.*

Ganho de eficiência monetária  
para o país aderente (Benefícios / PIB)



Grau de integração económica entre o país aderente e  
a área monetária [(Exportações + Importações) / PIB]

## ■ Integração Económica e os Custos de uma Área Monetária: A Curva LL

### • Perda de instrumentos de política económica

→ monetário e cambial.

- Prejudica a estabilidade económica porque o país poder usar a taxa de câmbio e a política monetária → com o propósito de estabilizar o produto e o emprego.

- Os custos serão menores → quanto maior for o grau de integração (de abertura) económica entre o país e a área monetária a que adere.

- Quando este é elevado:

→ O recorrer a uma “desvalorização competitiva/artificial” (da taxa de câmbio nominal) para fazer face a um choque negativo sobre a procura agregada:

- Resulta num agravamento dos custos de produção

→ inflação importada e, por conseguinte:

- O efeito final no produto e no emprego será

diminuto → enquanto que o efeito final nos preços será significativo.

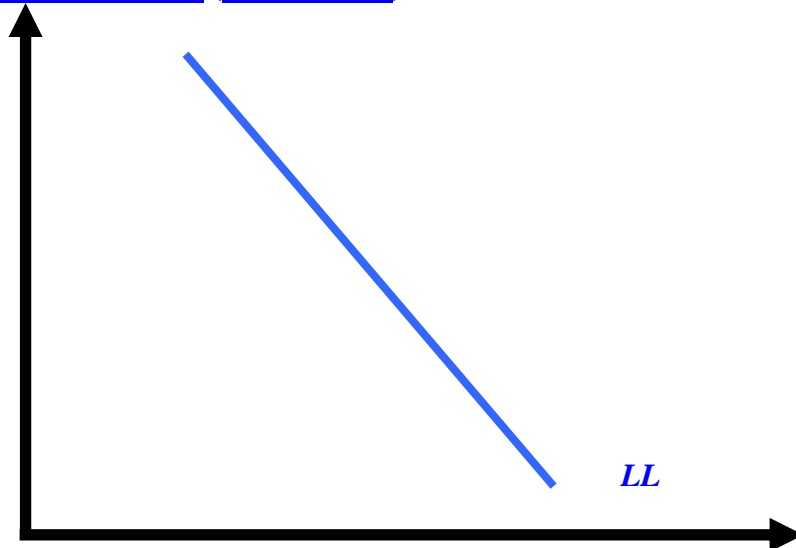


## ■ Curva LL

- Mostra a relação de perda de estabilidade económica do país por aderir.

- Desloca-se para baixo.

Perda de estabilidade económica  
para o país aderente (Custos / PIB)

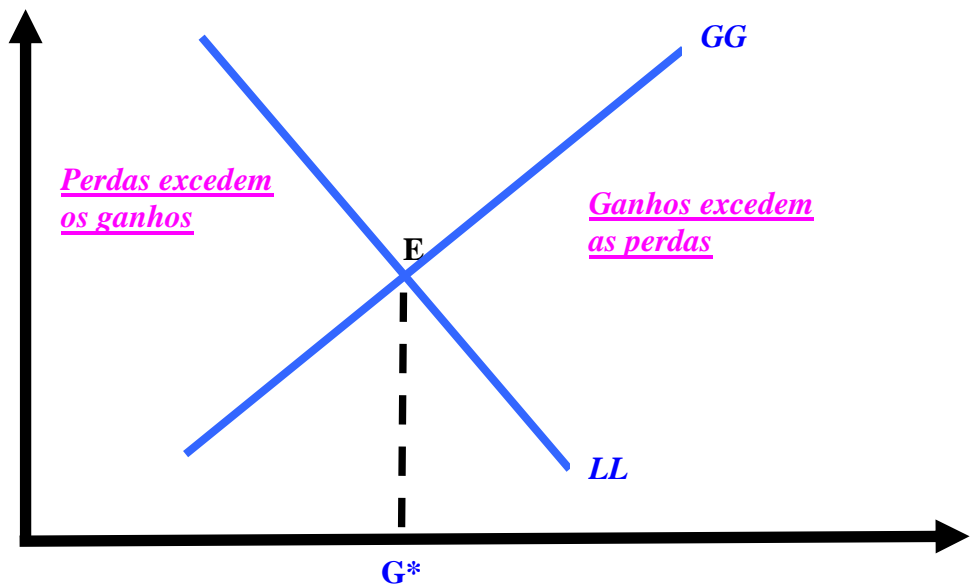


Grau de integração económica entre o país aderente e  
a área monetária [(Exportações + Importações) / PIB]

## ■ Decisão de Aderir (ou Não) a uma Área Monetária

### Monetária

Ganhos e perdas o país aderente  
(Custos, Benefícios / PIB)



Grau de integração económica entre o país aderente e a área monetária [(Exportações + Importações) / PIB]

Uma análise do gráfico permite-nos concluir que:

→ Existe um valor crítico ( $G^*$ ),

- Para o grau de integração (abertura) de uma economia: a partir do qual se revela acertada a adesão a uma união monetária.

## ■ Custos que Resultam de Choques Assimétricos sobre a Procura Agregada

- Dado que os países participantes da UEM (Euro) são ainda bastante heterogéneos:

→ Diferentes níveis de crescimento do PIB (real) / diferentes graus de mobilidade do factor trabalho / diversos níveis de flexibilidade/rigidez do mercado laboral / etc.

→ Choques agregados exógenos na economia: e.g. a execução da política monetária pelo BCE / uma subida do preço do petróleo nos mercados mundiais / etc.

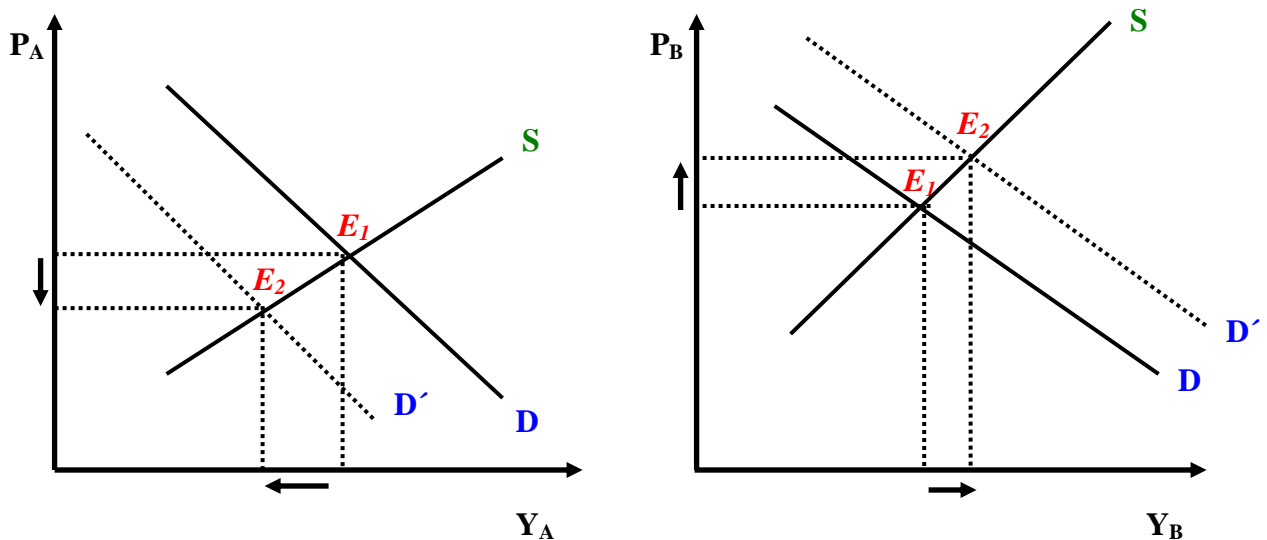
→ Poderão provocar “choques assimétricos”/efeitos económicos reais divergentes nos diferentes estados membros da união monetária.

### Exemplo (Choque Assimétrico Puro):

- Considere-se dois países, A e B → e a hipótese de uma deslocação das preferências dos consumidores dos produtos do país A para os produtos do país B.

- Se  $P_A$  e  $P_B$  designarem, respectivamente, os índices de preços nos países A e B e  $Y_A$  e  $Y_B$  o rendimento real nos dois países:

→ Os efeitos da alteração das preferências podem ser descritos pelos gráficos seguintes:



- Como se observa → **Choque é assimétrico.**
- A procura diminui em A → deslocando uma curva de procura agregada de D para D' (gráfico da esquerda).
- E aumenta em B → deslocando a curva de procura agregada desta economia de D para D' (gráfico da direita).

- A diminuição da procura em A → conduz a uma diminuição do produto / emprego + pressões deflacionistas + problemas orçamentais (aumento dos subsídios de desemprego).
- O aumento da procura em B → provoca um aumento do produto / emprego + pressões inflacionistas.
- Perante este tipo de choque → quando existe uma redução grande do produto, ou seja, um aumento grande do desemprego:
  - As autoridades são levadas a desvalorizar a sua moeda → para que a curva da procura se desloque para cima e aumente o emprego.

PORÉM → ISSO PODE CONTRARIAR A POLÍTICA CAMBIAL COMUM → GERANDO CONFLITOS E CAUSANDO PROBLEMAS DE COESÃO ECONÓMICA E SOCIAL NA UEM.

- Numa AMO: as economias devem ser o mais homogéneas possíveis:

→ Os choques agregados transversais (nomeadamente, os adversos) tendam para a simetria.

→ Permitindo a utilização adequada e comum da política monetária do BCE.

## ■ Flexibilidade do Mercado de Trabalho

(Friedman, M., 1953, "Essays in Positive Economics")

É um bom substituto da flexibilidade cambial.

Não sendo possível a utilização da taxa de câmbio:

→ A solução poderá passar pelo mercado do factor trabalho

nomeadamente pelo seu preço (taxa de salário).

Assim, as forças do mercado (oferta e procura de trabalho) distribuirão "automaticamente" → os factores produtivos para onde se necessitam.

Da análise económica → se os salários nominais diminuïrem (sendo dado o nível de preços,  $P$ ), os custos marginais (salários reais,  $W/P$ ) diminuem:

→ Na perspectiva de maximização dos lucros as empresas:

→ As empresas estarão dispostas a recrutar mais trabalhadores.

→ Pese embora, a diminuição da produtividade marginal do trabalho: *de forma a que se verifique*  $(W/P) = PMgN$ .

Contratos laborais e salários reais são *mais rígidos* na Europa do que nos EUA → faz da UE um pior candidato para uma união monetária.

## ■ Mobilidade do Factor Trabalho

(Mundell, R. "A Theory of Optimal Currency Areas", 1961, AER)

A deslocação de trabalhadores de áreas em recessão para áreas em expansão poderia substituir a política cambial.

Deslocação de trabalhadores do país A para o país B onde eles são necessários:

→ Resolve-se assim o problema do desemprego em A e das pressões inflacionistas em B: *ainda que isso implique uma redução do produto em A.*

Enquanto a mobilidade do trabalho tem um importante papel no ajustamento aos choques assimétricos nos EUA.

→ Tal mobilidade é menor na Europa

(tanto entre países como dentro de países).

Maior mobilidade do trabalho → capacidade física para viajar

+ poucas barreiras culturais e linguísticas + acordos institucionais

(direitos dos trabalhadores) + baixas taxas de ocupação de

habitação própria (estudo da OCDE, 2005).

<b>TABLE 20-2</b> <u>People Changing Region of Residence in the 1990s (percent of total population)</u>			
<u>Britain</u>	<u>Germany</u>	<u>Italy</u>	<u>United States</u>
<u>1.7</u>	<u>1.1</u>	<u>0.5</u>	<u>3.1</u>
<b>Source:</b> Peter Huber, “Inter-regional Mobility in Europe: A Note on the Cross-Country Evidence”, <i>Applied Economics Letters</i> 11 (August 2004), pp. 619-624; and “Geographical Mobility, 2003-2004”, U.S. Department of Commerce, March 2004. Table data are for Britain in 1996, Germany in 1990, Italy in 1999, and the United States in 1999.			

## ■ Grau de Abertura das Economias

(Mckinnon, “Optimum Currency Areas”, 1963, AER, 53)

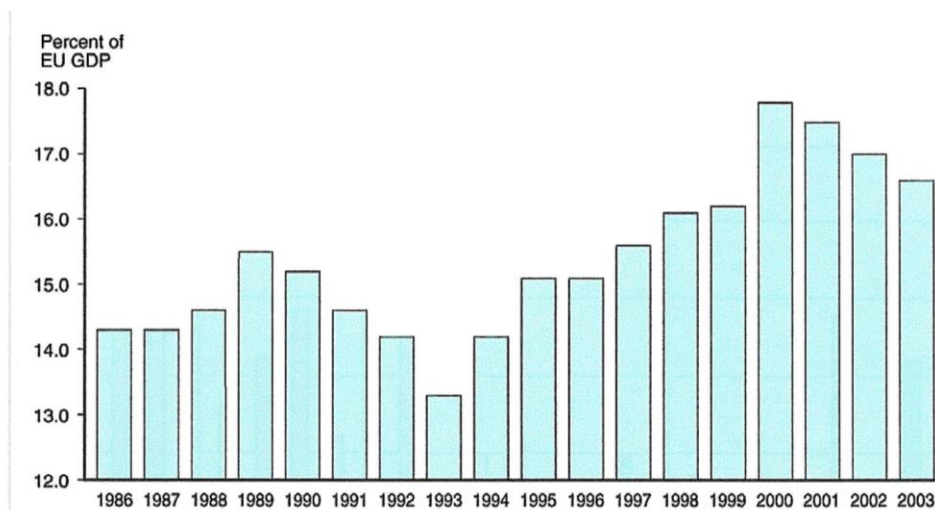
Em economias muito abertas ao exterior → é difícil obter ganhos reais de competitividade através de desvalorizações da moeda nacional.



Quanto maiores os laços comerciais, maiores os ganhos de transacções com a moeda única: expresso pelo peso das transacções internacionais do país, em relação ao PIB.

A maioria dos países europeus tem um grau de abertura considerável entre si → embora não tão elevado como entre os estados federados dos EUA.

Os países da Europa Central (EC) são tão abertos face à UE-15 como os seus países membros.

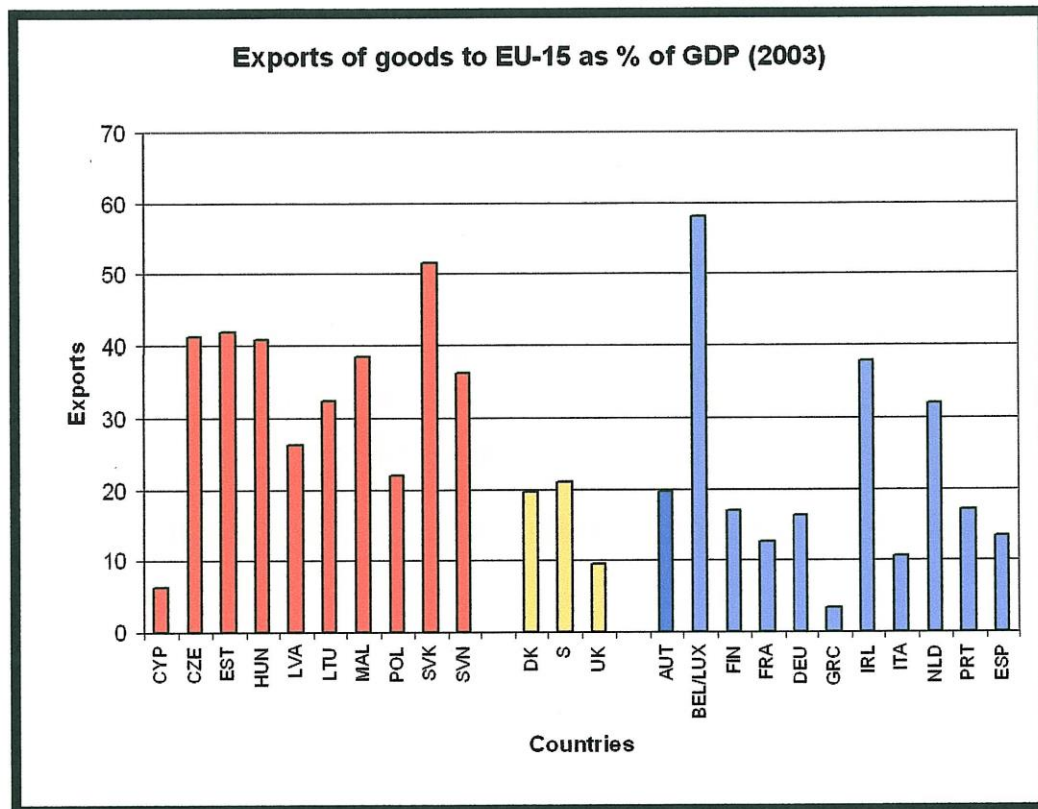


**Figure 20-7**

**Intra-EU Trade as a Percent of EU GDP**

Trade of EU countries with other EU countries has increased since the euro was introduced at the start of 1999. In constructing the figure, the extent of an EU country's trade with EU members is defined as the average of its imports from and exports to other EU countries. The numbers shown are calculated from total intra-EU trade (for all EU members) divided by the total GDP of the EU.

Sources: OECD Statistical Yearbook and Eurostat.



## ■ Integração Fiscal/Orcamento Federal

(Kenen, P., 1969, in Mundell e Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy*).

Um sistema de transferências fiscais poderia substituir a mobilidade do trabalho a e política cambial.

Por exemplo: se no país B fosse lançado um imposto sobre o consumo:

→ A curva D' deslocar-se-ia para a esquerda.

→ Voltando ao ponto de equilíbrio,  $E_1$ .

- Com o resultado da receita do imposto sobre o consumo as autoridades do país B:

→ Podem transferir a receita desse imposto para o país A.

→ Subsidiando-se assim o governo deste país e o seu consumo.

Segundo o estudo de Sachs e Sala-i-Martin (1992):

→ O sistema fiscal dos EUA absorve cerca de 40% das perdas de rendimentos devido a choques assimétricos.

O orçamento da UE é pequeno demais para desempenhar tal papel (funções de estabilização e redistribuição).

Os países deveriam preservar a sua autonomia fiscal/orçamental:

→ Mas, poderiam surgir problemas de insustentabilidade dos défices orçamentais.

→ Daí a existência do Pacto de Estabilidade e Crescimento “PEC” no âmbito da UE.

## ■ Grau de Simetria dos Choques Económicos

Na presença de choques simétricos → uma política monetária comum funciona bem.

Os primeiros estudos (Bayoumi e Eichengreen, 1993):

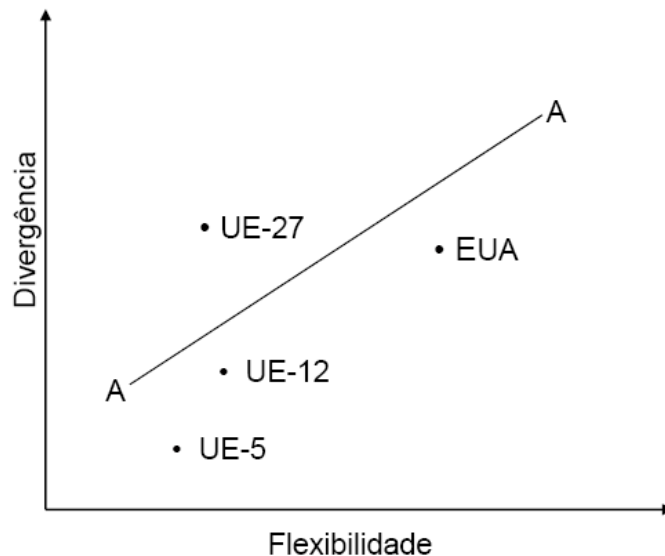
→ Apontavam para a existência de um núcleo duro na Europa no qual os choques eram mais simétricos (Alemanha, França e Benelux).

A UE-27 tem uma maior assimetria de choques económicos do que os EUA → mas o mesmo já não acontece com o tal núcleo.

Estudos posteriores (Bayoumi e Eichengreen, 1997, AER):

→ Já alargam para 12 (ou mais) o número de países que poderá constituir uma Área Monetária Óptima!

Este alargamento do núcleo deve-se ao aumento de integração económica verificado nestes últimos anos.



O recente alargamento da UE de 15 para 27 países fez com que o grau de assimetria de choques médio da UE aumentasse.

## ■ Simetria dos Choques no Longo Prazo

(possíveis efeitos do aumento da integração económica)

- Maior especialização dos países de acordo com as suas vantagens comparativas “inter-industrial” → tornaria os choques mais assimétricos – maiores custos (Krugman, 1993).
- A integração económica torna os países mais semelhantes, prevalecendo o comércio “intra-industrial” → sendo os choques mais simétricos.
- Importância da diversificação duma economia → os países são menos afectados em termos de emprego, quando surge um choque agregado negativo.

• Estudos empíricos (Frankel e Rose, 1997, AER):

→ Favorecem a segunda hipótese, atestando que o aumento do comércio entre os países membros na área do euro.

→ Tem sido principalmente “intra-industrial”.

→ Tem tornado os choques económicos mais simétricos na área do euro.

• Atendendo aos recentes alargamentos a 12 países e aos que se poderão seguir → demorará muito tempo até que a UE como um todo se torne numa Área Monetária Óptima.

***C2. DO SISTEMA MONETÁRIO  
EUROPEU (SME) À MOEDA  
ÚNICA (EURO)***

---



***C2.1 ENQUADRAMENTO  
HISTÓRICO***

---

## ■ Enquadramento Histórico da UEME

• *CECA (1951)*

• *CEE (1957)*

• *EURATOM (1957)*

↳ Estabelecimento de uma união cada vez mais estreita entre os povos europeus → União Aduaneira (os seis países fundadores foram a Alemanha, França, Itália, Holanda, Bélgica e Luxemburgo).

→ Inexistência de uma acção monetária europeia.

→ Tratado de Roma (25 de Março de 1957) → limitara-se a prever disposições menores em matéria de cooperação monetária.

• Os seis Estados fundadores participavam no Sistema Monetário

Internacional de Bretton Woods → que se caracteriza por taxas de câmbio fixas entre as moedas com a possibilidade de ajustamento.

↳ Reunião de chefes de Estado em Haia.

- Decisão de avançar para a integração económica e monetária.

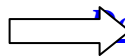


Pierre Werner → relatório sobre a criação de uma união econômica e monetária em 10 anos.

Redução das margens de flutuação entre as moedas dos Estados membros.

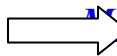
Instauração de liberdade de movimentos de capitais com integração dos mercados financeiros, especialmente os sistemas bancários.

Fixação irrevogável das taxas de câmbio entre as moedas.



Desaparecimento do Sistema de Bretton Woods com a declaração do presidente R. Nixon da inconvertibilidade do dólar:

- Flutuação generalizada das moedas.
- 1ª Crise Petrolífera: 1973.



Macanismo “Serpente dentro do túnel”- Acordo de Basileia:



- Redução das margens de flutuação entre as moedas comunitárias em relação às margens de flutuação entre as mesmas moedas e o dólar americano.

Criação do FECOM em 1973 e da 2ª Serpente Monetária (abolição do túnel):

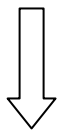
- Fortes perturbações provocadas pelo aumento do preço do petróleo.



Entradas e saídas do mecanismo de estabilidade cambial.

1977  Plano Werner foi abandonado.

• Instabilidade Cambial (Desvantagens):



Prejudicava a concorrência

Desestabilizava as relações comerciais

Limitava o investimento directo estrangeiro

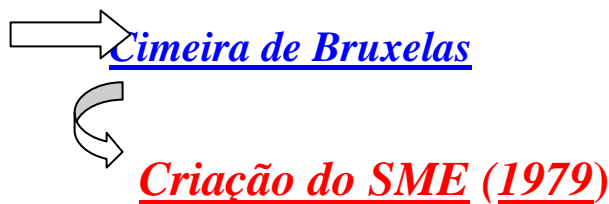
Dificultava o desenvolvimento de políticas comuns



Necessidade de melhorar a coordenação e reforçar a convergência das políticas económicas e monetárias.

• *Inconvenientes de um Mecanismo de Estabilidade Cambial:*

- *Problemas políticos devido à transferência de parte da soberania monetária.*
- *Redução das margens de manobra das políticas económicas nacionais.*
- *Inflação para os países excedentários e risco de abrandamento para os países deficitários.*



- *Instituição do mecanismo de taxas cambiais (MTC) do sistema monetário europeu (SME).*
- *Criação de uma moeda cabaz → moeda escritural e de referência → ECU “European Currency Unity”.*
- *Existência do FECOM “Fundo Europeu de Cooperação Monetária”.*

- Portugal adere ao SME em Abril de 1992  
(Espanha tinha aderido em 1989).

1986  Acto Único Europeu:



Realização progressiva da União Económica e Monetária.



Jacques Delors encarregue de estudar e propor as etapas para a concretização da união monetária.

1989  Conselho Europeu de Madrid:



Aprovação do Plano Delors.

1ª Fase (1 Julho de 1990 a 31 Dezembro 1993)

Liberalização do movimento de capitais.

Coordenação de políticas económicas.

2ª Fase (1 Janeiro de 1994 a 31 Dezembro de 1998)

Preparação das economias para a introdução da moeda:

→ Estabelecimento dos requisitos de convergência nominal.

Objectivo central estabilidade dos preços e das taxas de juro.

### 3ª Fase (a partir de 01 Janeiro de 1999)

- Introdução da moeda única (Euro).

1992 → Tratado da União Europeia/Maastricht  
07/02/1992

- Estabelecia as regras para o processo de transição, em três fases, para a UEME.
- Especificava um conjunto de critérios/requisitos de convergência nominal que os países da UE deveriam satisfazer para serem admitidos à UEM/Euro.

## Os Critérios de Convergência de Maastricht

Para aderir à UEM os países membros da UE deveriam satisfazer diversos **critérios/requisitos de convergência nominal**:

### 1. Estabilidade de preços

Taxa de inflação no máximo 1,5% superior à média dos três estados membros da UE com a menor inflação.

### 2. Estabilidade da taxa de juro (de longo prazo)

Taxa de juro no longo prazo (obrigações o tesouro a 10 anos) no máximo 2% superior à média dos três Estados membros da UE com a menor inflação.

### 3. Estabilidade cambial

Taxa de câmbio estável dentro do MTC do SME → sem ter desvalorizado sua moeda por própria iniciativa durante os últimos dois anos antes da introdução do Euro.

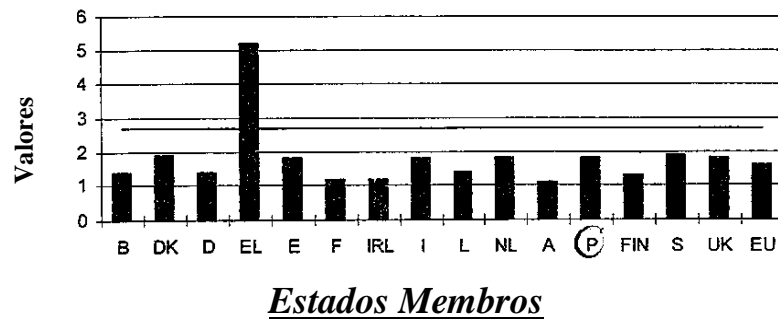


#### 4. Disciplina orçamentária

- Défice orçamental máximo de 3% do PIB.

- Dívida pública máxima de 60% do seu PIB.

#### Taxas de Inflação dos Estados Membros da UE-15 (1997)

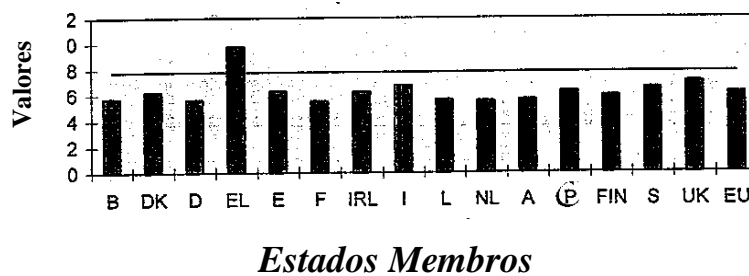


Val. Ref.: 2,7

Portugal: 1.8 % (taxa homóloga)

Fonte: Comissão Europeia, 1998:23

#### Taxas de Juro de Longo Prazo nos Estados Membros da UE-15 (1997)

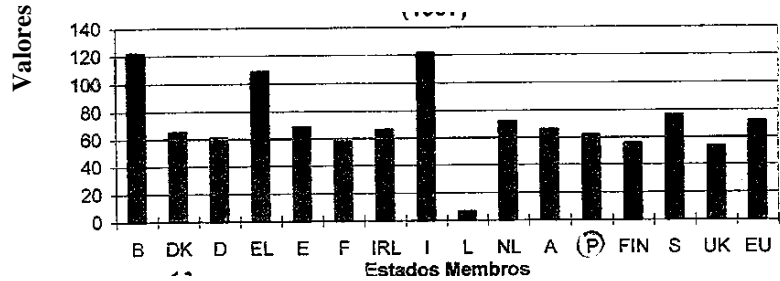


Val. Ref.: 7,8

Portugal: 6.2 %

Fonte: Comissão Europeia, 1998:23

**Dívida Pública (%PIB) dos Estados Membros da UE-15 (1997)**

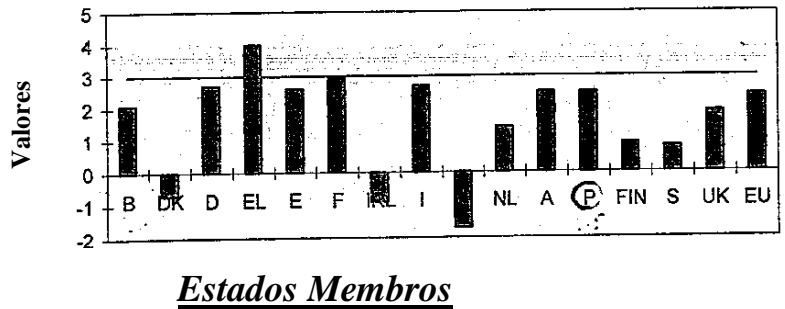


Val. Ref.: 60

**Portugal: 62%**

Fonte: Comissão Europeia, 1998

**Défice Orçamental (%PIB) dos Estados Membros da UE-15 (1997)**



Val. Ref.: 3

**Portugal: 2.5 %**

Fonte: Comissão Europeia, 1998

**Taxas de Conversão em Euro (Janeiro /1999 a Julho / 2001)**

	<u>Euro</u>
<i>Alemanha: DEM</i>	<i>1,95583</i>
<i>Bélgica / Luxemburgo: BEF / LUF</i>	<i>40,3399</i>
<i>Espanha: ESP</i>	<i>166,386</i>
<i>França: FRF</i>	<i>6,55957</i>
<i>Irlanda: IEP</i>	<i>0,787564</i>
<i>Itália: ITL</i>	<i>1936,27</i>
<i>Países Baixos: NLG</i>	<i>2,20371</i>
<i>Áustria: ATS</i>	<i>13,7603</i>
<i>Portugal: PTE</i>	<i>200,482</i>
<i>Finlândia: FIM</i>	<i>5,94573</i>

Fonte: Comissão Europeia, 1998

1999  Euro substitui ECU e criação do SEBC.

Taxas de conversão foram fixadas irrevogavelmente.

## ■ Política Orçamental e Estabilização Macroeconómica

### Política Monetária e Cambial

↓ Competência da UE

### Política Orçamental

↓ Competência dos Estados membros



Com restrições no Tratado de Maastricht e no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC, 1996).

Proibição de financiamento monetário do défice público.

Proibição ao acesso privilegiado do sector público às instituições financeiras.

Proibição dos défices excessivos.

■ Procedimento aplicável em caso de défice excessivo:



Se o Estado persistir o Conselho pode:

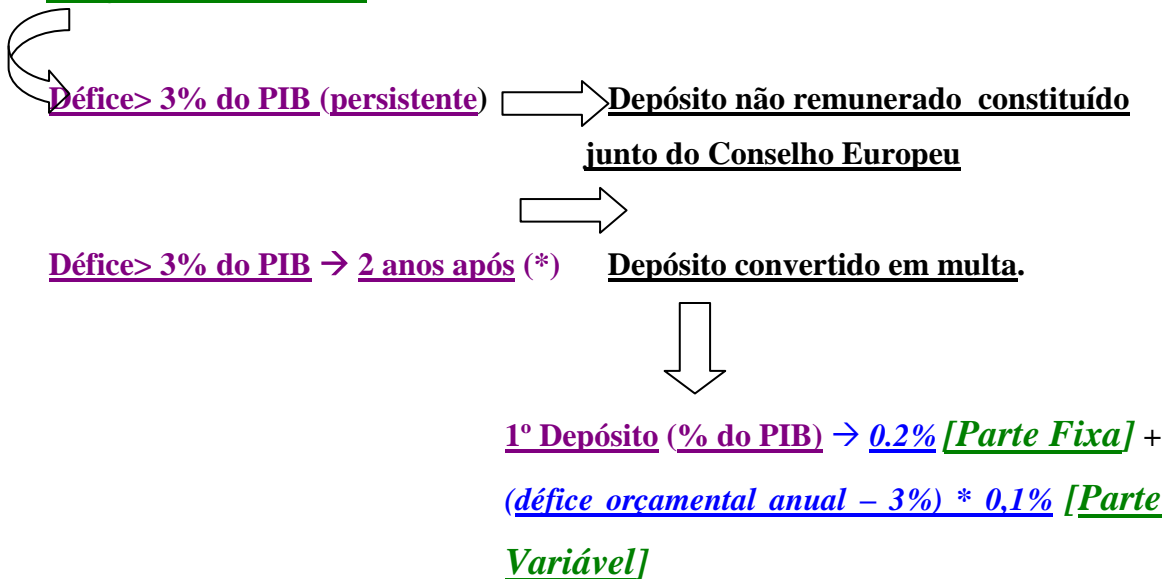
Exigir que o Estado membro em causa divulgue informações complementares antes de emitir dívida.

Convidar o Banco Europeu de Investimento a reconsiderar a sua política de empréstimos em relação ao Estado membro.

Exigir ao Estado membro a constituição de um depósito não remunerado até que o déficit excessivo tenha sido corrigido.

Impor multas de importância apropriada.

### Sanções Pecuniárias

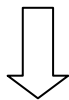


→ Anualmente, o Conselho pode decidir intensificar as sanções → depósitos adicionais deverão ser iguais (em % do PIB):  $(d - 3\%) * 0,1\%$ .

→ OS DEPÓSITOS ANUAIS NUNCA PODERÃO EXCEDER 0,5% DO PIB.

- Em caso de situação extraordinária ou quebra de PIB de 2% ou superior → não há lugar a penalização.

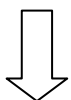
- Entre 0.75% e 2% de quebra de PIB → o Conselho avalia a situação.



Em 1997 o Pacto é aprovado no Conselho Europeu de Amesterdão e entra em vigor a 1 de Janeiro de 1999.

### Países não participantes da Moeda Única (EU-15):

Grécia, Suécia, Reino Unido e Dinamarca

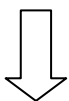


Gestão da política monetária é assegurada por cada um deles.  
Mantêm a sua moeda em circulação.

### Instauração do MTC II (1999)

Com objectivo de manter a estabilidade cambial em toda a UE.

Coordenação das políticas cambiais estabelecidas pelo TUE.



→ A moeda única (EURO) chega ás mãos dos cidadãos.

Grécia adere ao Euro.

## **C2.2 O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU (SME)**

---



## ■ O Sistema Monetário Europeu (SME):

1979-1998

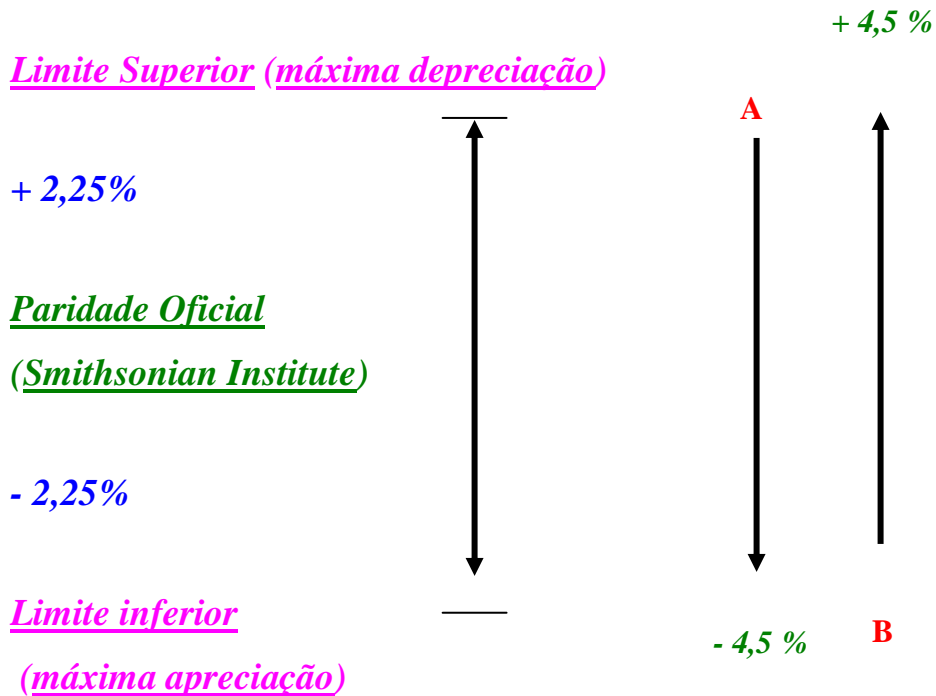
Em Abril de 1972 → pelo Acordo de Basileia → criação da chamada “Serpente Monetária I (A serpente dentro do túnel):

→ Alemanha, Holanda, Bélgica e Luxemburgo – acompanhados, em certos períodos, por outros países europeus.

→ Participavam numa flutuação conjunta em relação ao dólar no quadro do Acordo Smithsonian (Washington, Dezembro 1971).

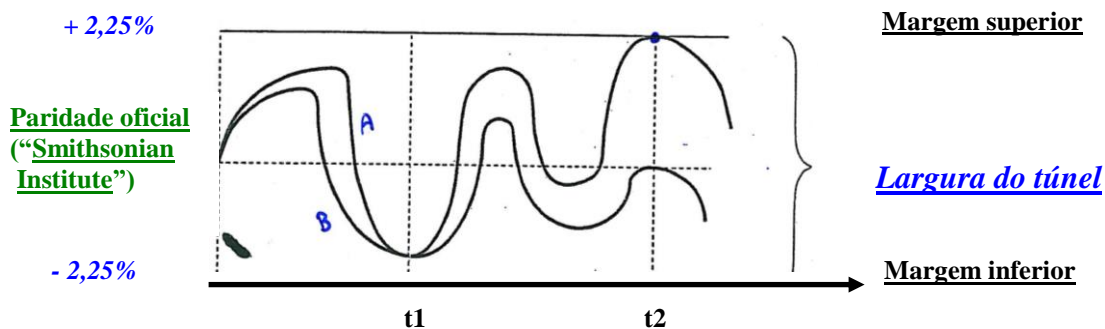
→ Mas acordaram entre si limitar as flutuações cambiais das suas moedas (+/- 2.25%).

■ *Amplitude máxima de variação conjunta face ao dólar (Acordo “Smithsoniano”):*



- *Banda de Flutuação Máxima permitida de uma moeda nacional face ao dólar: 4.5 % → ± 2.25 %.*
- *Banda de Flutuação Máxima Bilateral (ou Cruzada) entre 2 moedas da pertencentes ao sistema: 9.0 %.*

→ Foi considerada demasiadamente extensiva (em termos de estabilidade cambial entre as moedas da área europeia).



### Notas:

Moeda do país A = moeda mais fraca.

Moeda do país B = moeda mais forte.

### Em t 1:

Apreciações iguais (face ao dólar) das moedas dos países A e B:

→ Desvio da moeda do país A face a moeda do país B = desvio da moeda do país B face a moeda do país A = zero (desvio mínimo).

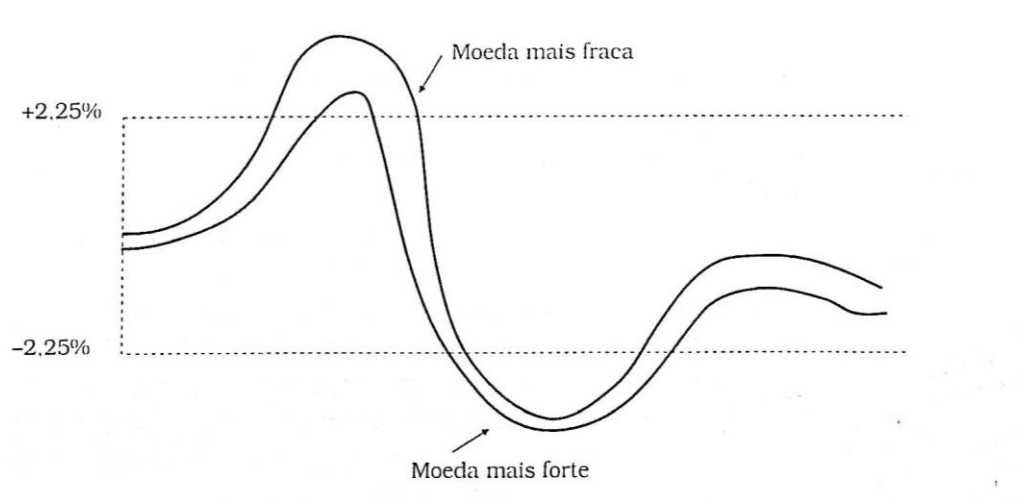
### Em t 2:

Moeda do país A → + 2,25% (desvalorização face ao dólar).

Moeda do país B → 0% (a nível da paridade oficial face ao dólar).

Moeda do país A / Moeda do país B → + 2.25% → desvalorização máxima permitida da moeda do país A face a moeda do país B.

## Serpente Monetária II: Serpente fora do Túnel



Com a falência do acordo “Smithsoniano” (nova desvalorização do dólar em 10%, em Fevereiro/1973) → o preço do ouro passou de 38 para 42,22 dólares a onça.

→ A maioria dos países a nível mundial deixam os seus câmbios Flutuarem:

PORÉM → as autoridades europeias procuraram manter na Europa uma zona de estabilidade cambial dando vida a chamada “Segunda Serpente Europeia”.

→ Agora com a abolição do “túnel”.

MARÇO DE 1979 → COMEÇOU A FUNCIONAR O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU “SME”:

- França, Alemanha, Itália, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo e Holanda (8 países):

→ Colocaram as suas moedas no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do SME.

→ Regime de taxas de câmbio fixas mas com possibilidade de realinhamentos.

→ Com bandas de flutuação estreita de 2,25% e larga de 6%.

Esta última foram os casos de Espanha (1989) e Portugal (1992).

- À semelhança do Sistema de Bretton Woods:

→ Possibilidade através do Instituto Monetário Europeu “IME” de se efectuarem “realinhamentos” das paridades centrais oficiais (face ao ECU).

→ Possível em situações consideradas especiais de défices externos  
“fundamentais”: défices externos elevados e persistentes.

- Esta situação que deveria ser pontual tornou-se “regra”  
→ Desestabilização cambial e movimentos especulativos.
- Especulação monetária e financeira atingiu a maioria das  
moedas participantes do SME.

### Exemplo paradigmático:

→ Na crise especulativa de Setembro/1992:

Reino Unido (apesar de situação económica  
relativamente estável) + Itália.

→ Ambos os países retiraram as suas moedas do: “MTC”  
do “SME”.

- Forte ataque às moedas do SME → IME → alargou a banda de  
flutuação permitida para (+/-) 15% em Agosto de 1993.

- Contudo, na prática:

→ Houve um acordo de cavalheiros “gentleman agreement”.

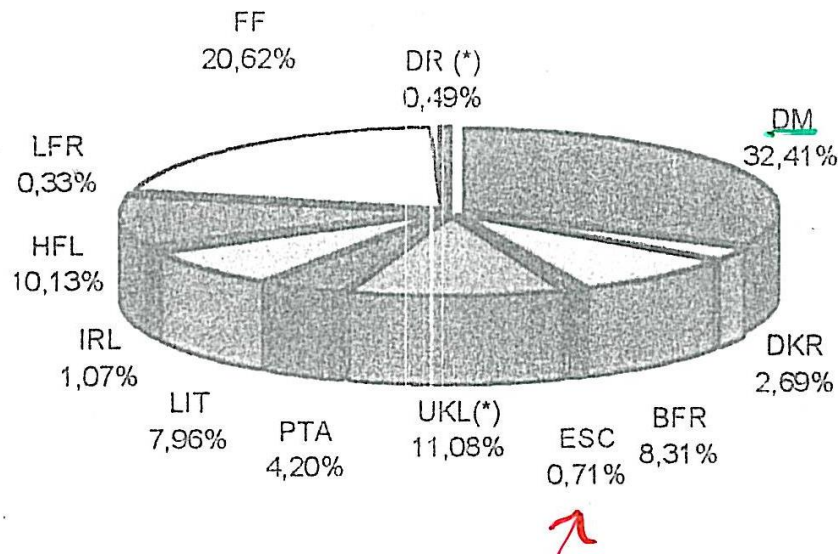
→ Os bancos centrais nacionais actuariam dentro da banda larga dos 6% (Alemanha e Holanda, mantiveram a banda estreita de 2, 25%).

Notas:

As moedas participantes ao aderirem ao MTC → adoptaram uma taxa de câmbio de referência relativamente ao ECU (moeda cabaz/escritural) → a que se chamou taxa oficial central.

O cruzamento das taxas centrais do ECU → com todas as moedas participantes deu origem as → taxas centrais bilaterais/cruzadas entre essas moedas.

**Peso das moedas que compõem o ECU (calculado com base nas taxas centrais em vigor desde 25/11/96)**



**Fonte: Eurostat.**

***(\*) Taxas centrais “nacionais” baseadas nas taxas de mercado de 25/11/96, porque estes países não participam no mecanismo de câmbio.***

- **Número de unidades monetárias de uma moeda no cabaz ECU / taxa central do ECU face à moeda nacional = peso relativo da moeda nacional no ECU:**

**→ Participação da Moeda Nacional no ECU (em %).**



■ **SIMBOLOGIA DAS MOEDAS EUROPEIAS**

<i>BLF</i> .....	<i>FRANCO BELGA-LUXEMBURGUÊS</i>
<i>BFR</i> .....	<i>FRANCO BELGA</i>
<i>LFR</i> .....	<i>FRANCO LUXEMBURGUÊS</i>
<i>DKR</i> .....	<i>CORÔA DINAMARQUESA</i>
<i>DM</i> .....	<i>MARCO ALEMÃO</i>
<i>PTA</i> .....	<i>PESETA ESPANHOLA</i>
<i>FF</i> .....	<i>FRANCO FRANCÊS</i>
<i>IRL</i> .....	<i>LIBRA IRLANDESA</i>
<i>LIT</i> .....	<i>LIBRA ITALIANA</i>
<i>HFL</i> .....	<i>FLORIM HOLANDÊS</i>
<b><i>ESC</i></b> .....	<b><i>ESCUDO PORTUGUÊS</i></b>
<i>FMK</i> .....	<i>MARKKA GREGO</i>
<i>DR</i> .....	<i>DRACMA GREGO</i>
<i>UKL</i> .....	<i>LIBRA INGLESA</i>

■ **Evolução da Composição do Cabaz do ECU**

**21/09/1989**

0,6242 DM  
 1,332 FF  
 0,2198 HFL  
 3,301 BFR  
 0,13 LFR  
 151,8 LIT  
 0,1976 DKR  
 0,008552 IRL  
 0,08784 UKL  
 1,44 DR  
 6,885 PTA Espanha  
**1,393 ESC Portugal**

**Fonte: ECU/SME “Information et Taux d’intérêt dès Banques Centrales, Eurostat 12/1996”.**

## Notas:

- Taxa Central do ECU face ao ESCUDO:

*Em 25/11/1996 : 1 ECU = 197.396 ESC*

*(1 ECU = 1,922291 DM)*

*Em finais 1998 (ante – EURO) → 1 ECU = 205,5 ESC.*

- Pesos relativos no ECU (25/11/1996)

*Marco Alemão →  $0.6242 / 1.922291 = 32.41\%$*

*Escudo Português →  $1.393 / 197.396 = 0.71\%$*

■ Grelha de Paridades (exemplo do Escudo)

	<u>Escudo Português</u>		
	<u>Limite superior (1)</u>	<u>Taxa Bilateral (T b)</u>	<u>Limite inferior (2)</u>
<i>Xelim Austríaco</i>	<i>16,9180</i>	<i>14,5697</i>	<i>12,5470</i>
<i>Coroa Dinamarquesa</i>	<i>31,2050</i>	<i>26,8731</i>	<i>23,1430</i>
<i>Marco Alemão</i>	<i>119,033</i>	<i>102,505</i>	<i>88,2770</i>
<i>Florim Holandês</i>	<i>105,640</i>	<i>90,9753</i>	<i>78,3470</i>
<i>Franco Belga / Lux.</i>	<i>5,77090</i>	<i>4,96984</i>	<i>4,28000</i>
<i>Franco Francês</i>	<i>35,4900</i>	<i>30,5634</i>	<i>26,3210</i>
<i>Lira Italiana</i>	<i>120,240</i>	<i>103,541</i>	<i>89,1700</i>
<i>Libra Irlandesa</i>	<i>295,592</i>	<i>254,560</i>	<i>215,224</i>
<i>Peseta Espanhola</i>	<i>1,39920</i>	<i>1,20492</i>	<i>1,03770</i>
<i>Markka Finlandesa</i>	<i>39,1540</i>	<i>33,7188</i>	<i>29,0380</i>

Máxima Depreciação

Máxima Apreciação



Limites (Marginais) de Intervenção Obrigatórios  
(ambos os bancos centrais)

1 ECU = 197.396 ESC

Em 25-11-1993 → ± 15% (margem de flutuação permitida).

$$L^s = T b * 1,15$$

$$L^i = T b * 0,85$$

Por presunção → desvios que atingissem 75% dos desvios máximos (entre duas moedas nacionais)  
→ intervencões intramarginais.

## ■ E quando se ultrapassavam essas margens?

A adesão ao MTC pressupõe um compromisso por parte dos países aderentes em não deixar a sua moeda ultrapassar essas margens.

A violação destas margens implicava a intervenção por parte dos bancos centrais no mercado de câmbios.

A intervenção passava pela venda da moeda mais forte → para impedir a sua apreciação e/ou compra da moeda mais fraca → para contrariar a sua depreciação.

Um dos elementos inovadores do SME em relação à serpente monetária que se baseava unicamente na grelha de paridade:

→ É a existência de um **Indicador de Divergência** (carácter complementar).

O “ID” permite situar a posição e a evolução de uma moeda em relação à média comunitária, representada pelo ECU.

$$ID = \frac{\text{Desvio da moeda face ao ECU}^{(1)} * 100}{DMD}^{(2)}$$

$$(1) \frac{T. Mercado - T. Central * 100}{T. Central}$$

$$(2) DMD = (1 - \text{peso da moeda no ECU}) * 15\%$$

- A partir de Agosto de 1993, banda de flutuação: 15%.

LD = Limiar de Divergência → ID atinge 75% (+/-):

- Geralmente este limiar será alcançado antes que a moeda atinja os limites de flutuação em relação a uma outra moeda.

- No entanto, pode acontecer, em certos momentos:

→ O ID pode ter um valor abaixo do limiar e a moeda já ter atingido o máximo de divergência em relação à sua cotação central como uma outra moeda.

→ Nesse caso, a intervenção dos bancos centrais nacionais nos mercados cambiais é obrigatória.

**Exemplo (05 Abril de 1994).**

	<u>Taxa de câmbio face ao ECU</u>			<u>DMD</u>	<u>ID</u>	<u>ID</u>
<u>Moedas</u>	<u>Taxa central</u>	<u>Taxa mercado</u>	<u>Evolução</u>			<u>(Simétrico)</u>
BEF	40,2123	39,787	-1,06	13,77	-7,7	7,7
DEM	1,94964	1,93121	-0,95	10,20	-9,3	9,3
DKK	7,43679	7,58118	1,94	14,60	13,3	-13,3
ESP	154,250	156,879	1,70	14,33	11,9	-11,9
FRF	6,53883	6,60019	0,94	11,94	7,9	-7,9
GBP	0,786749	0,777009	-1,24	13,33	-9,3	9,3
GDR	264,513	283,844	7,31	-14,92	49,0	-49,0
IRP	0,808628	0,804934	-0,46	14,84	-3,1	3,1
ITL	1796,19	1860,15	3,56	13,73	25,9	-25,9
LUF	40,2123	39,787	-1,06	14,95	-7,1	7,1
NLG	2,19672	2,16833	-1,29	13,50	-9,6	9,6
PTE	192,854	197,236	2,27	14,89	15,3	-15,3

■ **A Evolução da Integração Monetária Europeia**

**Predominância Monetária Alemã e a**

**Credibilidade do SME**

**A Alemanha tinha uma taxa de inflação baixa e um banco central independente.**

- O país também tinha reputação de manter políticas anti-inflacionárias rígidas.

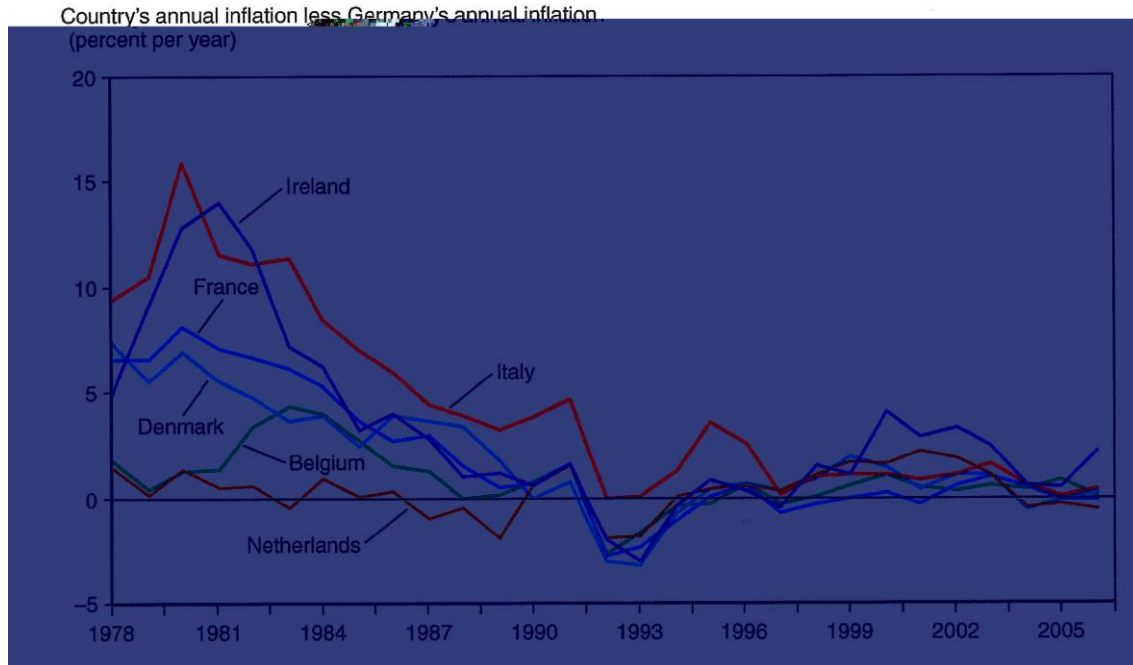
### Teoria da credibilidade do SME

- Fixando as taxas de câmbio em relação ao DEM:

→ Os outros países do MTC do SME, de facto, importaram a credibilidade do Bundesbank alemão na luta contra a inflação.

- As taxas de inflação convergiram gradualmente na direcção dos níveis baixos da Alemanha.

## *Convergência da inflação entre seis membros originais do SME 1978-2006*



### ■ *O Mecanismo de Taxas de Câmbio II* *(MTC DO SME II)*

*Define amplas zonas de taxas de câmbio em relação ao Euro para países da UE que ainda não são membros da UEM.*

- *Especifica arranjos de intervenção recíproca para sustentar tais zonas alvo (bandas de flutuação até  $\pm 15\%$ ):*



→ Relativamente ao EURO (agora já não em relação o ECU  
– MTC do SME-I).

### Foi considerado necessário para:

- Desencorajar desvalorizações competitivas em relação ao Euro por parte de membros da UE fora da zona euro.
- Oferecer aos candidatos a integrantes da UEME uma forma de atender aos critérios de convergência de estabilidade da taxa de câmbio → exigidos pelo Tratado da União Europeia (Maastricht-1992).

## ■ UEME: Perspectivas de Evolução e o Papel Internacional do Euro

### Adesões à UEME

Qualquer país tem que cumprir os critérios de convergência nominal antes de adoptar o Euro.

No tocante à estabilidade cambial, um novo mecanismo de taxas de câmbio (o MTC do SME – II) substituiu o anterior em 01 de Janeiro de 1999.

- Dos primeiros 15 membros da UE → só a Grécia (por não cumprimento dos requisitos exigidos) e a Dinamarca (por motivos políticos -referendo) tiveram a sua moeda no MTC do SME-II.
  
- O Reino Unido e a Suécia (adoptaram a cláusula de “opting out”, não obrigatoriedade) → tem vindo a manter-se fora da área do euro
  
- No presente são 17 países que participam na área do Euro:
  - Para além dos 11 países iniciais (em Maio de 1998) foram avaliados com base nos seus desempenhos em termos de cumprimento dos requisitos de convergência nominal de 2007, e a Grécia (01/01/2002), os seguintes países:  
  
→ Eslovénia (1/1/2007) + Chipre (1/1/2008) + Malta (1/1/2008) + Eslováquia (1/1/2009) + Estónia (1/1/2011).

# Países Membros da Zona Euro (em 1/1/2008)



## Adesões Recentes:

Janeiro de 2009 → Eslováquia

Janeiro 2011 → Estónia

Quadro geral: Indicadores económicos de convergência								
		Estabilidade de preços	Situação orçamental			Taxa de câmbio		Taxa de juro de longo prazo
		Inflação medida pelo IHPC <sup>1)</sup>	País com défice excessivo <sup>2)</sup>	Excedente (+) ou défice (-) do sector público <sup>3)</sup>	Dívida bruta do sector público <sup>2)</sup>	Moeda participante no MTC II <sup>3)</sup>	Taxa de câmbio face ao euro <sup>4)</sup>	Taxa de juro de longo prazo <sup>1)</sup>
Bulgária	2006	7,4	-	3,0	22,7	Não	0,0	4,2
	2007	7,6	Não	3,4	18,2	Não	0,0	4,5
	2008	<sup>1)</sup> 9,4	<sup>2)</sup> Não	3,2	14,1	<sup>2)</sup> Não	<sup>4)</sup> 0,0	<sup>1)</sup> 4,7
República Checa	2006	2,1	Sim	-2,7	29,4	Não	4,8	3,8
	2007	3,0	Sim	-1,6	28,7	Não	2,0	4,3
	2008	<sup>1)</sup> 4,4	<sup>2)</sup> Sim	-1,4	28,1	<sup>2)</sup> Não	<sup>4)</sup> 8,3	<sup>1)</sup> 4,5
Estónia	2006	4,4	Não	3,4	4,2	Sim	0,0	...
	2007	6,7	Não	2,8	3,4	Sim	0,0	...
	2008	<sup>1)</sup> 8,3	<sup>2)</sup> Não	0,4	3,4	<sup>2)</sup> Sim	<sup>4)</sup> 0,0	...
Letónia	2006	6,6	Não	-0,2	10,7	Sim	0,0	4,1
	2007	10,1	Não	0,0	9,7	Sim	-0,5	5,3
	2008	<sup>1)</sup> 12,3	<sup>2)</sup> Não	-1,1	10,0	<sup>2)</sup> Sim	<sup>4)</sup> 0,4	<sup>1)</sup> 5,4
Lituânia	2006	3,8	Não	-0,5	18,2	Sim	0,0	4,1
	2007	5,8	Não	-1,2	17,3	Sim	0,0	4,5
	2008	<sup>1)</sup> 7,4	<sup>2)</sup> Não	-1,7	17,0	<sup>2)</sup> Sim	<sup>4)</sup> 0,0	<sup>1)</sup> 4,6
Hungria	2006	4,0	Sim	-9,2	65,6	Não	-6,5	7,1
	2007	7,9	Sim	-5,5	66,0	Não	4,9	6,7
	2008	<sup>1)</sup> 7,5	<sup>2)</sup> Sim	-4,0	66,5	<sup>2)</sup> Não	<sup>4)</sup> -2,8	<sup>1)</sup> 6,9
Polónia	2006	1,3	Sim	-3,8	47,6	Não	3,2	5,2
	2007	2,6	Sim	-2,0	45,2	Não	2,9	5,5
	2008	<sup>1)</sup> 3,2	<sup>2)</sup> Sim	-2,5	44,5	<sup>2)</sup> Não	<sup>4)</sup> 6,2	<sup>1)</sup> 5,7
Roménia	2006	6,6	-	-2,2	12,4	Não	2,6	7,2
	2007	4,9	Não	-2,5	13,0	Não	5,4	7,1
	2008	<sup>1)</sup> 5,9	<sup>2)</sup> Não	-2,9	13,6	<sup>2)</sup> Não	<sup>4)</sup> -10,4	<sup>1)</sup> 7,1
Eslováquia	2006	4,3	Sim	-3,6	30,4	Sim	3,5	4,4
	2007	1,9	Sim	-2,2	29,4	Sim	<sup>6)</sup> 9,3	4,5
	2008	<sup>1)</sup> 2,2	<sup>2)</sup> Sim	-2,3	30,7	<sup>2)</sup> Sim	<sup>4)</sup> 2,5	<sup>1)</sup> 4,5
Suécia	2006	1,5	Não	2,3	45,9	Não	0,3	3,7
	2007	1,7	Não	3,5	40,6	Não	0,0	4,2
	2008	<sup>1)</sup> 2,0	<sup>2)</sup> Não	2,7	35,5	<sup>2)</sup> Não	<sup>4)</sup> -1,6	<sup>1)</sup> 4,2
Valor de referência <sup>4)</sup>		3,2%		-3%	60%			6,5%

Fontes: Comissão Europeia (Eurostat) e BCE.

## *Determinantes do Papel Internacional do*

### *Euro:*

*A UE tem uma maior produção → e um maior peso no comércio mundial que os EUA e o Japão.*

*Detém mais reservas em moeda estrangeira.*

→ *E tem maior representação em organizações internacionais que os EUA .*

→ *Representam já cerca de 30% das reservas mundiais.*

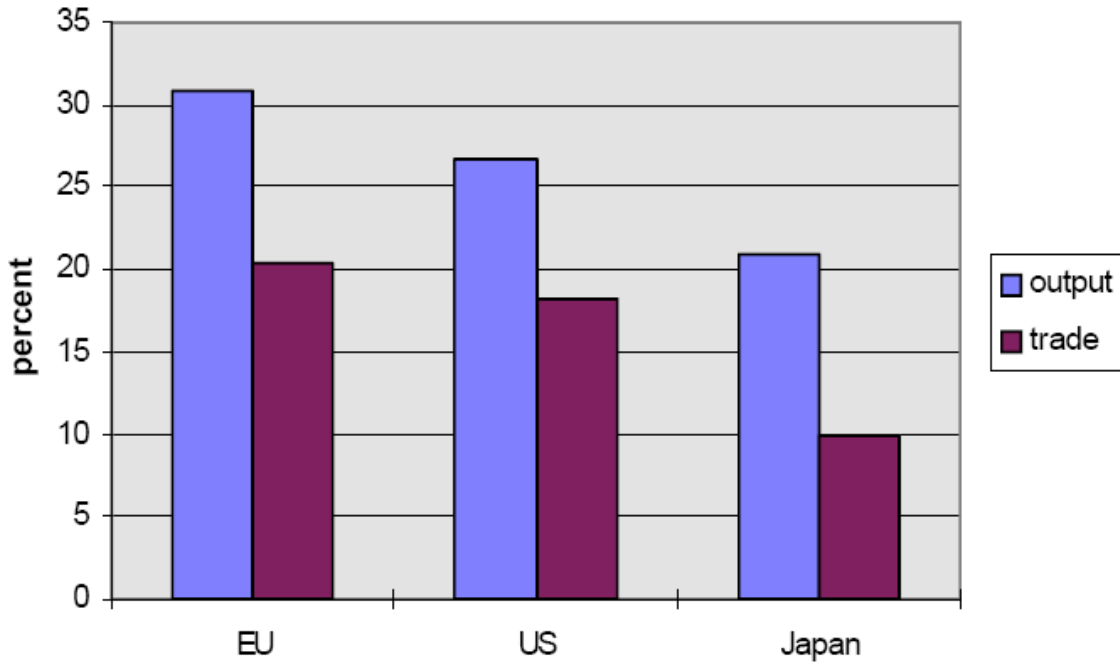
**Contudo:** *os seus mercados financeiros ainda são relativamente pequenos:*

- *Os mercados accionista e obrigacionista da UE têm metade da dimensão dos mercados dos EUA e têm uma menor diversidade de títulos transaccionados.*

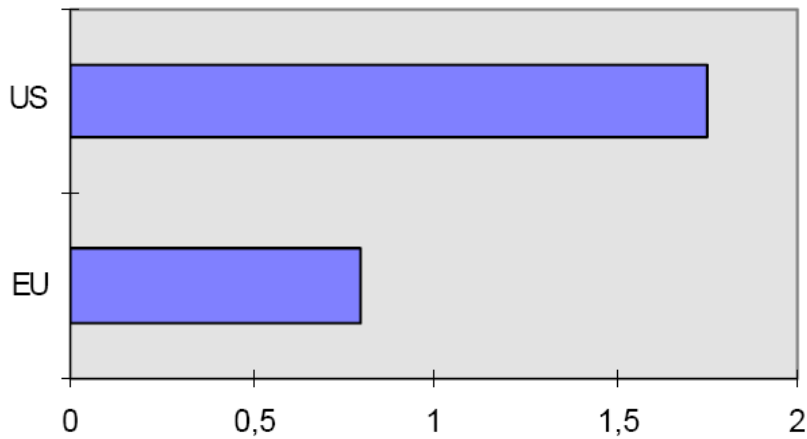
- *O Euro só terá hipótese de suplantar o USD quando os mercados financeiros europeus tiverem uma dimensão pelo menos equivalente aos dos EUA.*

**O FUTURO DA UEME E O PAPEL INTERNACIONAL**  
**DO EURO**

**Share of output and trade in world totals**



**Securitization Ratio**  
*equity and bonds over GDP*



***C3. AS POLÍTICA  
MONETÁRIA E CAMBIAL  
DA UEM***

---

## ***C3.1 POLÍTICA MONETÁRIA DA UEM***

---



■ *Sistema Europeu de Bancos Centrais e Europeu (SEBC) e Eurosistema*

- *De acordo com o Tratado da União Europeia (Maastricht, 1992, artigo 105º, nº29), ao SEBC, cabe-lhe:*

*A definição e execução da política monetária ÚNICA (PMU) para a área do Euro.*

*A condução das operações cambiais.*

*A detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos países da área do Euro.*

*A promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.*

■ *Objectivos*

O objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços.

Sem prejuízo do objectivo da estabilidade de preços (TUE, artigo 105º, nº1):

→ O SEBC apoiará as políticas económicas gerais na União Económica e Monetária UEM.

→ Essas políticas incluem *nível elevado de emprego e crescimento económico sustentado (estável e não inflacionista).*

Nota:

Ordem dual (caso da Reserva Federal – Banco Central dos EUA): em que são dois os objectivos primordiais da política monetária: estabilidade de preços e máximo emprego.

■ **Independência Política:** TUE, Artigo 107º.

*“... 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 entidades”.*

■ **Organização do SEBC**

- Banco Central Europeu (BCE).

- Bancos centrais nacionais dos 27 países da União Europeia.

Enquanto existirem Estados membros da UE fora da área do Euro → será necessário distinguir **SEBC** e **Eurosistema**.

## O Eurosistema é constituído por:

- Banco Central Europeu (BCE).
- Bancos centrais nacionais dos 17 países da Área do Euro.

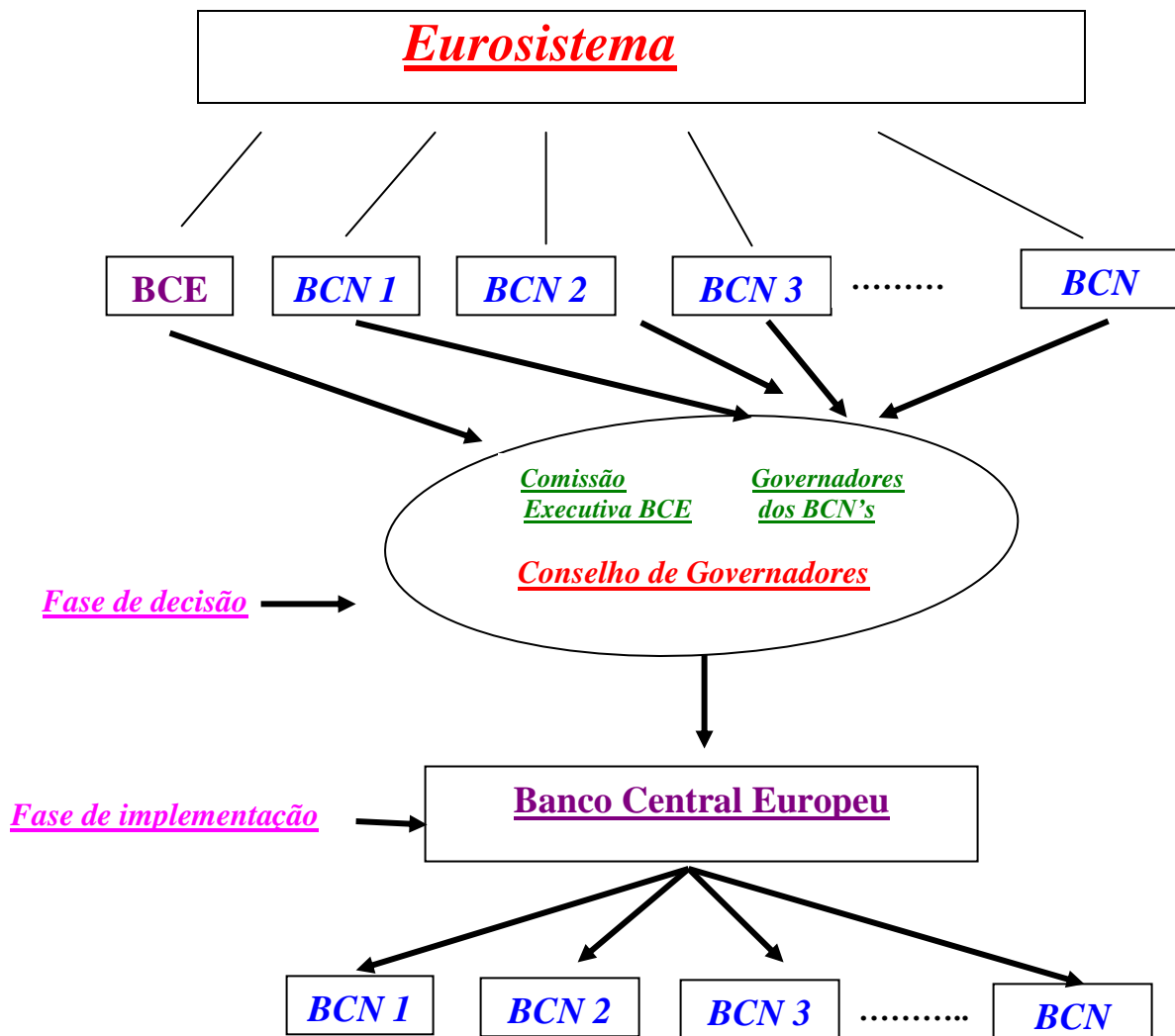
O Eurosistema é gerido pelos seguintes órgãos de decisão:

- A Comissão Executiva do BCE é composta:

- Pelo Presidente + Vice-presidente + por quatro vogais.
- Todos os membros são nomeados pelo Conselho Europeu, deliberando por maioria qualificada.
- Por um período de oito anos, não renovável.

- O Conselho de Governadores é composto:

- Pelos membros da Comissão Executiva do BCE e pelos Governadores dos bancos centrais nacionais dos 17 países membros da UEME.



**Nota:** Actualmente a Área do Euro é constituída pelos seguintes 17 países:

**ALEMANHA, ÁUSTRIA, BÉLGICA, CHIPRE, ESLOVÁQUIA, ESLOVÉNIA, ESPANHA, FILÂNDIA, FRANÇA, GRÉCIA, HOLANDA, IRLANDA, ITÁLIA, LUXEMBURGO, MALTA, ESTÓNIA E PORTUGAL.**

### **O Conselho de Governadores do BCE:**

→ **É o principal órgão de decisão do Eurosistema:**

- **Formula a política monetária para a área do euro e toma decisões sobre:**

→ **Taxas de juro directoras, provisionamento de reservas no Eurosistema e a provisão de liquidez no sistema.**

## *A Comissão Executiva do BCE:*

- *Implemente as decisões de política monetária do Conselho de Governadores do BCE: dando as instruções necessárias aos BCN's da área do euro.*

## *Existe ainda o Conselho Geral do BCE:*

- *Composto pelo Presidente do BCE + Vice-Presidente do BCE + Governadores dos BCN's dos 27 Estados Membros da UE.*

## → *Com funções consultivas:*

- *A recolha de informação estatística.*
- *A elaboração do relatório anual do BCE.*

# ■ OBJECTIVOS E ESTRATÉGIAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DO SEBC

## Introdução

- A escolha da política monetária (PM) é crucial para a saúde da economia.
- Uma PM excessivamente expansionista:
  - Conduz a elevada inflação.
  - Que reduz a eficiência da economia e dificulta o crescimento económico.
- Uma PM demasiado restritiva:
  - Pode causar sérias recessões (diminuição do produto e aumento do desemprego).
  - E diminuição dos preços (deflação).



- Tendo em conta os instrumentos que os Bancos Centrais

Nacionais (BCN) podem usar para conduzir a PM

→ Considera-se agora como os BC's devem conduzir a PM:

### Objectivos e Estratégias.

O objectivo primordial do Eurosistema → consiste em manter a estabilidade de preços:

→ Inflação baixa e estável (a médio e longo prazos).

→ BCE definiu em 1998 da seguinte forma:

- Aumento em termos homólogos do Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC) inferior a 2% na área do Euro.

- É importante e desejável porque um aumento dos preços cria incerteza na economia → incerteza que pode dificultar o crescimento económico.

→ O exemplo mais extremo de instabilidade dos preços é a hiperinflação: a qual provou ser muito prejudicial para o funcionamento da economia.

→ Inflação torna também difícil planear o futuro e cria tensões ao nível do tecido social de um país.

■ Custos da “Sola de Sapato”: processo de aumento dos preços:

→ Antecipações dos agentes consumidores.

→ ↑ consumo presente + ↓ poupança presente:

↓ recursos internos para financiamento do investimento produtivo na economia: coloca dificuldades ao crescimento económico.

■ Redução do “prémio de risco” de inflação:

→ Isto é, a compensação que os credores exigem pelo riscos de deterem activos nominais (que não se encontram indexados á taxa de inflação).

→ Contribui para a redução das taxas de juro reais.

■ Evitar a redistribuição arbitrária de riqueza e de rendimento:

→ Rendimentos fixos versus rendimentos variáveis.

→ Riqueza em património versus riqueza financeira.

→ Efeitos de redistribuição dos credores para os devedores.

■ Altera a taxa de câmbio real → alteração da competitividade externa da economia.

■ Posteriormente (2003) → o BCE declarou que pretende uma taxa de inflação (homóloga) abaixo:

→ Mas, próxima dos 2% ao ano (a médio e longo prazos). Porque?

- Proporcionar uma margem de segurança suficiente para a prevenção contra os riscos de deflação.
- Contemplar a possível existência de distorções na medida do IHPC.
- Atender as implicações da existência de diferenciais de inflação dentro da área do euro.

## ■ Outros Objectivos da PM

### ■ Elevado Emprego

- Elevado desemprego causa muita miséria humana e desperdícios de recursos produtivos (força de trabalho, fábricas e equipamentos) que levam a perdas de produto.

### ■ Crescimento Económico

- Objectivo de crescimento económico sustentado (estável e não inflacionista) → está fortemente relacionado com o objectivo de elevado emprego.
- Empresas investem em bens de capital para aumentar a produtividade e crescimento económico quando o desemprego está baixo.

- As políticas para promoção do crescimento económico  
podem directamente *incentivar as empresas a investir* ou *incentivar as pessoas a poupar* permitindo providenciar mais fundos para as empresas investirem.
- *Estabilidade dos Mercados Financeiros*
  - *Crises financeiras* podem impedir a capacidade dos mercados financeiros de canalizar fundos para os agentes que têm *oportunidades de investimento produtivo*.
  - Desta forma: *podem também levar a uma contracção da actividade económica*.
  - A promoção de um sistema financeiro mais estável em que as crises financeiras são evitadas é um importante *objectivo dos BCN*

## ■ Estabilidade da Taxa de Juro

- Flutuações da taxa de juro podem criar incerteza na economia e tornar mais difícil planear o futuro.
- A estabilidade dos mercados financeiros pode ser fomentada pela estabilidade da taxa de juro:
  - Uma vez que essas flutuações da taxa de juro criam também incerteza nas instituições financeiras.
  - Um aumento das taxas de juro pode levar a enormes perdas de capital em obrigações de longo prazo e hipotecas.

## ■ Estabilidade dos Mercados Cambiais

- Com a crescente importância do comércio internacional:

- O valor do euro em relação a outras moedas tem-se tornado um assunto importante para o BCE.
- Uma **apreciação da moeda**: torna as empresas na área do Euro relativamente menos competitivas e uma **depreciação da moeda** pode estimular a inflação.
- Prevenir variações não desejáveis da moeda tornam mais fácil para as empresas e indivíduos planear a compra e venda de bens e serviços no exterior (eliminando/atenuando o “risco cambial”).

## ■ Estabilidade de Preços deve ser o objectivo primordial da PM do BCE?

- No longo prazo: não há inconsistência entre o objectivo de estabilidade de preços e os outros objectivos.
- No longo prazo: não há dilema “trade-off” entre produto e inflação/inflação e emprego:



→ Expectativas adaptativas (Escola Monetarista) e teoria do ajustamento gradual de salários e preços (Nova Economia Keynesiana “NEK”).

→ A estabilidade de preços promove o crescimento económico (tal como a estabilidade financeira ou a estabilidade da taxa de juro).

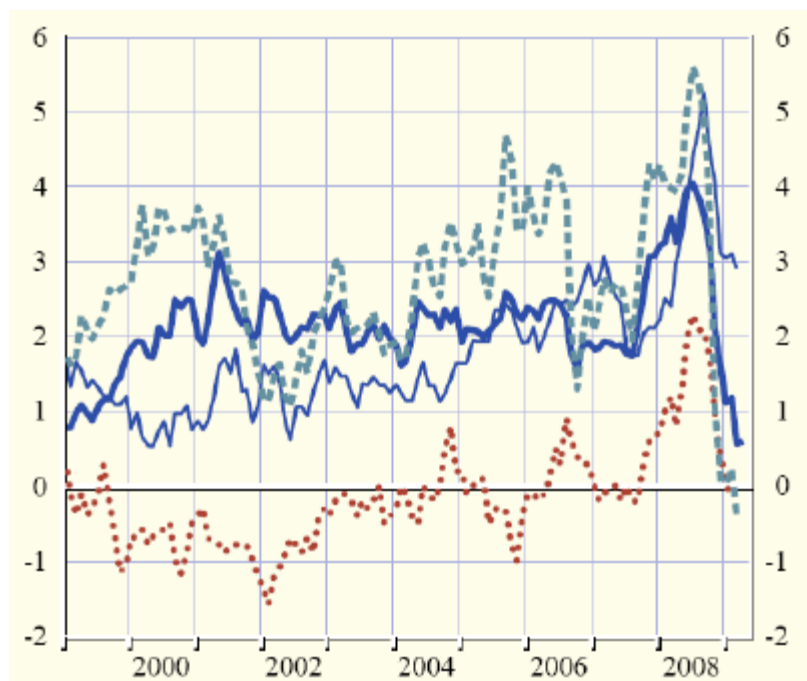
■ **CONTUDO:** no curto prazo → a estabilidade de preços pode entrar em conflito com os objectivos: estabilidade da taxa de juro e elevado emprego.

■ Porque a estabilidade de preços é crucial para a saúde de uma economia no longo prazo:

→ A União Económica e Monetária Europeia (UEME) decidiu que a estabilidade de preços deve ser o objectivo primordial e de longo prazo do SEBC.

## Inflação

(preços no consumidor; taxas de variação homólogas (%); dados mensais) - BCE



— Euro Área    - - - United States  
- - - Japan    — United Kingdom

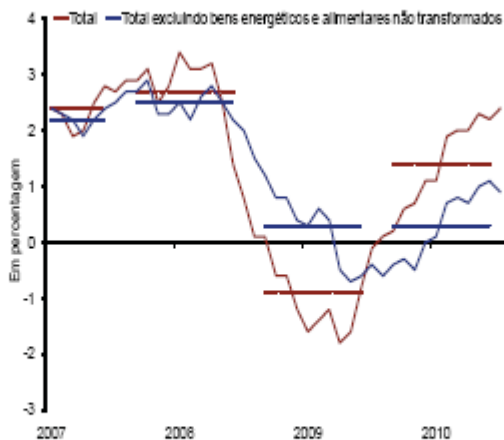
## Notas:

Na primeira metade de 2008 → grande expressão da procura mundial → continuou a fazer ↑ os preços mundiais dos cereais, matérias-primas, petróleo, etc.

Na segunda metade de 2008 → rápido abrandamento da actividade económica → evoluindo para uma contracção acentuada no final do ano → ↓ da inflação (generalizada e acentuada).

Em 2009, a tendência para a descida dos preços manteve-se na Área do Euro fruto, nomeadamente da continuação da crise financeira e económica global, a diminuição dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais e redução do preço das importações.

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR | TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA E DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL



Fonte: Eurostat.

Nota: As séries a tracejado correspondem à taxa de variação média anual.

## ■ Estratégias de Política Monetária do SEBC

### ■ Primeiro Pilar da Política Monetária: Estabelecimento de Objectivos/Alvos para a Circulação Monetária “Monetary Targeting”

- Na prossecução da estratégia de um objectivo/alvo monetário o SEBC anuncia que conseguirá um determinado valor (alvo) para a taxa de crescimento anual do agregado monetário definido.
- Em concreto: o estabelecimento de um valor de referência para o crescimento da oferta de moeda num sentido lato:

## Do agregado monetário M3.

→ Não deve crescer a médio e longo prazos mais que: 4,5% ao ano (definido pelo SEBC, em 1999).

- Relembrando o conceito do agregado monetário M3:

→ No passivo do balanço consolidado podemos encontrar os agregados monetários da zona Euro:

- $M1 = C + DO$  → Agregado monetário estreito – o mais líquido.

- $M2 = M1 + DP_{\leq 2a} + Dpa_{\leq 3m}$  → Agregado monetário intermédio.

- $M3 = M2 + AR + A/UP_{FMM} + T_{DIV \leq 2a}$

→ Agregado monetário largo – o menos líquido.

## Agregados Monetários “Monetary Aggregates”:

→ Circulação monetária acrescida de algumas responsabilidades das instituições financeiras monetárias “IFM”.

→ Com um nível relativamente elevado de liquidez e detidas pelo sector não monetário residente na área do euro, fora do sector da administração central.

O agregado monetário estreito “M1” → foi definido como circulação monetária + depósitos à ordem.

O agregado monetário intermédio “M2” → inclui o M1 + depósitos a prazo fixo até dois anos + depósitos com pré-aviso até três meses.

O agregado monetário largo “M3” → inclui o M2 + acordos de reporte/recompra + acções e unidades de participação em fundos do mercado monetário + títulos de dívida com prazo até dois anos.

## ESQUEMA:

### O controlo de um agregado monetário

- Um agregado monetário funciona como objectivo intermédio para atingir um objectivo final como seja a estabilidade dos preços.

#### Vantagens:

Política monetária pode prosseguir objectivos internos.

Facilidade de verificar se objectivos foram atingidos.

Responsabilização quase imediata ajudando a restringir a actividade do decisor de política monetária (inflação).

#### Desvantagem:

Depende de uma relação forte e estável entre moeda e inflação.

## ■ Quadro Teórico Justificativo do Objectivo:

### A Teoria Quantitativa da Moeda

#### (Clássicos /Liberais)

- $M^* V = P^* Y \rightarrow$  em termos logarítmicos, temos:

- $m + v = p + y \rightarrow$  expressando em variações, temos:

- $\Delta m + \Delta v = \Delta p + \Delta y$

- $\Delta m^* = \Delta p^* + \Delta y^p - \Delta v^p$

$\rightarrow$  “Teoria Quantitativa Da Moeda”

## ■ Equação Quantitativa da Moeda

- $M$  é o stock de activos líquidos que anima os fluxos de transacções económicas realizadas em cada período.

$\rightarrow$  Existe, então, necessariamente, uma identidade relacionando o stock de  $M$  com os fluxos económicos agregados.



- Se a quantidade total de moeda for  $M$ , e se circular à velocidade  $V$  (cada unidade monetária é, em média, trocada  $V$  vezes em cada período):

→ Então os agentes vão receber e entregar, em cada período, um valor nominal igual a:  $M \times V$ .

- Esse valor nominal ( $M \times V$ ) corresponde tanto ao rendimento como à despesa dos agentes → cujo indicador agregado mais aproximado é o PIB nominal: ( $P \times Y$ ).

- Obtém-se, assim, a equação quantitativa da moeda:

$$M * V = P * Y$$

- A equação quantitativa pode ser escrita em: taxas de crescimento:

$$M \times V = P \times Y \Leftrightarrow \ln(M \times V) = \ln(P \times Y) \Leftrightarrow \ln(M) + \ln(V) = \ln(P) + \ln(Y)$$

$$\Rightarrow \frac{d}{dt} [\ln(M) + \ln(V)] = \frac{d}{dt} [\ln(P) + \ln(Y)] \Leftrightarrow \frac{dM}{M} + \frac{dV}{V} = \frac{dP}{P} + \frac{dY}{Y}$$

$$\Leftrightarrow m + v = \pi + y$$

- Por definição, em cada período, a soma da taxa de crescimento da moeda com a taxa de variação da respectiva velocidade de circulação, iguala:

A taxa de variação do PIB nominal → soma da taxa de crescimento do nível geral dos preços (inflação com a taxa de variação do PIB real).

### ■ No longo prazo:

- Prevê-se que o produto se encontra ao nível natural (potencial, à taxa natural de desemprego):  $Y = Y^N$
- Portanto, a taxa de crescimento do produto real corresponde à taxa de crescimento do produto natural:

$$y = y^N.$$

- Então, a equação quantitativa da moeda diz-nos que:

• Em níveis:  $\dot{M} \times V = P \times Y^N \Leftrightarrow P = V \times \frac{\dot{M}}{Y^N}$

• Em taxas de crescimento:

$$m + v = \pi + y^N \Leftrightarrow \pi = m + v - y^N$$

■ A taxa de inflação é igual à diferença entre a taxa de crescimento do stock nominal de moeda e a taxa de crescimento do produto real natural /potencial/ de pleno emprego/à taxa natural de desemprego “NAIRU”.

→ Adicionada da taxa de crescimento da velocidade de circulação da moeda.

## ■ Teoria Quantitativa da Moeda (1)

□ Interpretação teórica (causal) da equação quantitativa da moeda aplicável ao longo prazo.

□ **Pressupostos:**

*As variáveis reais (produto natural, taxa de juro real) são determinadas apenas por factores reais (dotações de factores, tecnologias, preferências):*

□ *Dicotomia clássica (no longo prazo): no modelo clássico/liberal da economia as variáveis nominais e as variáveis reais não se inter relacionam (“money is a veil”).*

□ *É de prever que as variáveis reais se situem nos níveis naturais ( $Y = Y_N; i = i_N$ ).*

2. *V é estável, ou pelo menos varia de forma previsível (pelo que se assume  $V=0$ ).*

- As alterações tendenciais (variações em prazos longos) de V ocorrem lentamente:

→ Dependem de factores como: alterações do sistema de pagamentos e das tecnologias de pagamentos, alteração da taxa de inflação média, alterações nos prazos médios de crédito comercial,...

## ■ Teoria Quantitativa da Moeda (2)

Dados os:

- Pressupostos da TOM.
- Identidade da equação quantitativa da moeda

Então, encontra-se o seguinte resultado:  $\pi = m - y^N$

- No longo prazo → a inflação é igual ao excesso da taxa de crescimento do stock nominal de moeda relativamente ao crescimento real do produto natural.

- $m = y N \Rightarrow \pi = 0$

- $m > y N \Rightarrow \pi > 0$

- $m < y N \Rightarrow \pi < 0$

- Princípio da Neutralidade da Moeda: o crescimento da quantidade de moeda afecta apenas a taxa de inflação e as variáveis nominais (na medida em que incorporam expectativas de inflação).

Dado  $y$  e  $N$ , a escolha de  $m$   $\rightarrow$  determina  $\pi$ .

- No longo prazo: “a inflação é sempre um fenómeno monetário”.

Money Growth and Inflation, 1975-2006

Burda & Wyplosz, fig. 6.01(a).

Taxas de inflação vs. Taxas de crescimento da quantidade de moeda anuais médias (ao longo de 30 anos) de 155 países.

- O Valor de Referência do Crescimento Monetário a Médio e Longo Prazo na Área do Euro → considerado compatível com o objectivo prioritário de estabilidade dos preços:

→ 4.5 % anual (taxa de crescimento homólogo do agregado monetário largo: M3).

- O valor de referência para o crescimento do M3 → foi calculado de forma a ser consistente com a concretização da estabilidade de preços.

→ Desvios substanciais ou prolongados do crescimento monetário em relação ao valor de referência

→ Sinalizariam em circunstâncias normais: riscos para a estabilidade de preços a médio prazo.

## Anexo

### A Teoria Quantitativa da Moeda e a Taxa de Crescimento da Massa Monetária: O Caso da UEM.

- A teoria quantitativa da moeda baseia-se na seguinte identidade:

$$M^* V = P^* Y \quad (1)$$



■ Em que:

*M representa a massa monetária nominal.*

*V a velocidade de circulação da moeda.*

*P o nível geral de preços.*

*Y o produto em termos reais.*

→ Supondo a velocidade de circulação da moeda constante: *um aumento da massa monetária vai provocar* → *um aumento na mesma proporção do rendimento em termos nominais (P\*Y).*

→ Com o rendimento real *Y* constante (por exemplo ao nível do pleno emprego): *esse aumento da massa monetária repercute-se inteiramente no índice de preços (que sobe na mesma proporção).*

→ Se representarmos a expressão (1) *em termos de taxas de crescimento* obtemos:

$$\delta M + \delta_v = \delta_p + \delta_y \quad (2)$$

Em que  $\delta_y$  é a taxa de crescimento do produto real natural.

→ Como a taxa de crescimento dos preços  $\delta_p$  é a taxa de inflação, e esta é habitualmente representada por  $\pi$ , a expressão anterior pode ser escrita como sendo:

$$\delta_M = \pi + \delta_y - \delta_v \quad (3)$$

→ Admitamos então que a velocidade de circulação da moeda é constante ( $V = 0$ ) e  $\delta_y$ , de uma economia ou união monetária é de  $2,5\%$ , e que a taxa de inflação desejada é de  $\pi = 2\%$ .

→ Isto significa que: a taxa de crescimento da massa monetária  $\delta_M$  deverá ser fixada em  $4,5\%$ :

$$\delta_M = 2\% + 2,5\% - 0\% = 4,5\% \quad (4)$$

É um raciocínio semelhante a este que levou o Banco Central Europeu (meta de circulação monetária M3, de médio/longo prazos):

A ter em atenção desvios acentuados do crescimento do agregado monetário M3 em relação ao valor de referência de 4,5%.

Pois tal poderá implicar o não cumprimento do objectivo de 2% ou menos para a taxa de inflação na UEME.

## Crescimento do M3 – Área do Euro



### Notas:

Depois de atingir → valor máximo no 4º trimestre / 2007.

Ritmo subjacente ao crescimento do agregado monetário largo (M3) e do crédito na área do euro → moderação ao longo de 2008.

Tal reflectiu-se na descida das taxas de crescimento homólogas de M3 → 7.6 % em Dezembro / 2008.

Esta tendência manteve-se ao longo de 2009 resultante da crise financeira e económica global:

→ E, consequente redução da procura de moeda, nomeadamente quanto aos empréstimos às empresas e famílias.

→ A variação homóloga do agregado M3 diminuiu de 7,6% em Dezembro/2008 → para (-) 0,3% em Dezembro de 2009.

Em relação ao ano de 2010 (último relatório anual sobre a evolução monetária e financeira do BCE):

→ A taxa de crescimento homóloga do M3 global passou a ser positiva, situando-se em 1.7% em Dezembro, em comparação com os (-) 0.3% no final de 2009, devido, em geral:

- O impacto ascendente quer da retoma da actividade económica.
- A melhoria da liquidez do sistema bancário (com menor recurso aos bancos centrais para financiamento do sector).

→ *Esta evolução implica uma recuperação na dinâmica monetária, embora a incerteza quanto a robustez dessa recuperação tenha aumentado no final de 2010.*



■ Segundo Pilar da Política Monetária:  
Estabelecimento de Objectivos/Alvos para a  
Inflação “Inflation Targeting”

→ Avaliação global das perspectivas de evolução dos preços e dos riscos para a estabilidade de preços → anúncio público de estabelecimento de uma meta para a inflação.

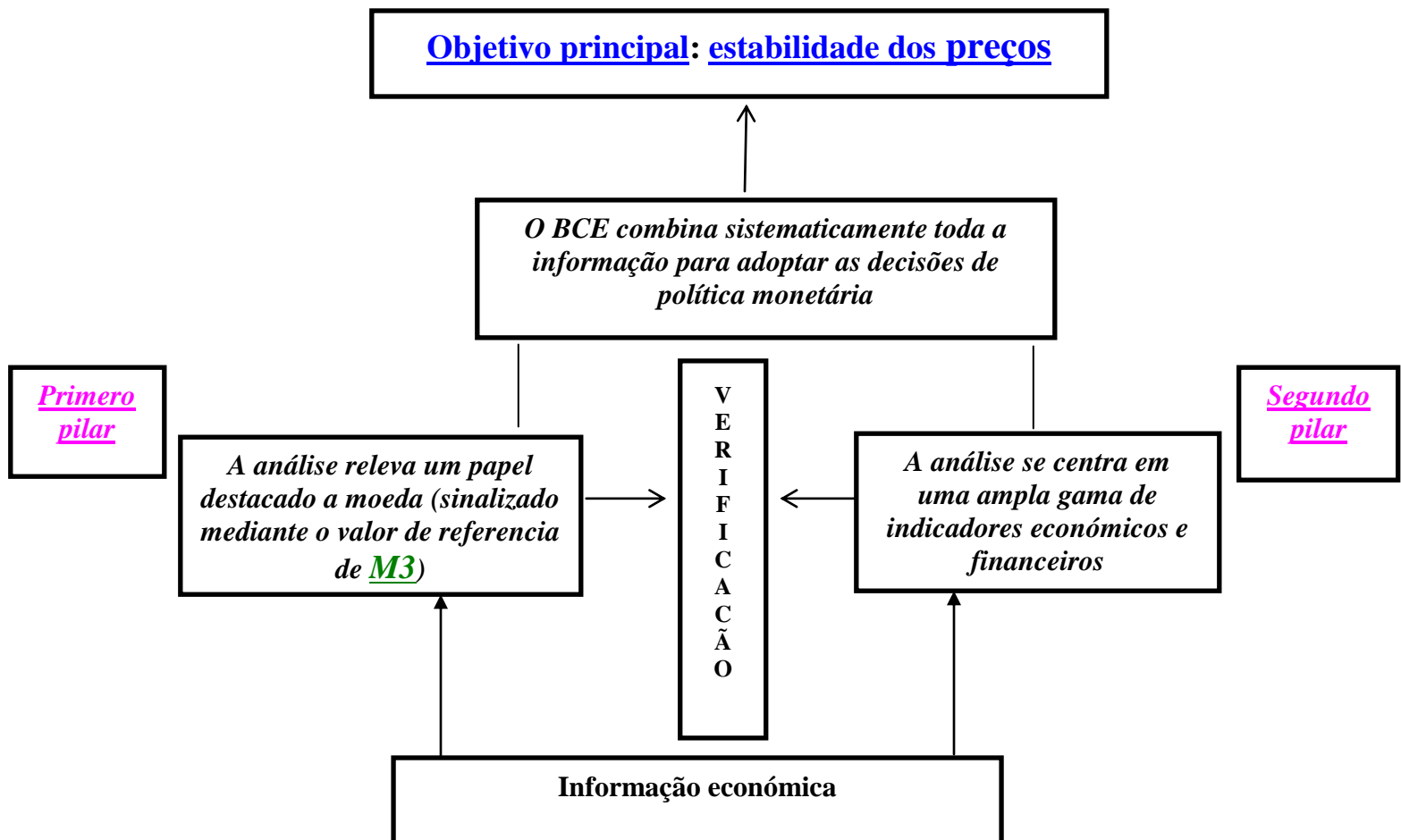
Compromisso institucional de estabilidade de preços como objectivo primordial a médio e longo prazos de política monetária bem como o compromisso de alcançar o alvo da inflação.

Esta avaliação é efectuada com base num vasto número de indicadores económicos → que fornecem informações sobre a evolução futura dos preços:

- Salários.
- Taxa de Câmbio.

- Diversas medidas da actividade económica.
- Indicadores de política orçamental.
- Índices de preços e de custos.
- Inquéritos às empresas e aos consumidores.

## **FIGURA: ESTRATÉGIA DA POLÍTICA MONETÁRIA ÚNICA (PMU)**



Fonte: BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de política monetária del BCE”, Boletim Mensal; Novembro, pág. 54.



## SÍNTESE: O Objectivo/Alvo de Inflação

### A definição de um objectivo de inflação inclui:

Definição de metas de médio prazo.

Compromisso de prossecução de objectivo estabilidade preços como objectivo fundamental.

Utilização de informação diversa na definição da política.

Transparência crescente da política monetária.

Responsabilização crescente da autoridade monetária.

### Vantagens

Simplicidade e clareza das metas.

Política monetária concentrada na situação doméstica.

Não depende de uma relação estável entre moeda e inflação.

Responsabilização do BCE.

Redução dos efeitos de choques inflacionistas.

### Desvantagens

Existência de “lags” na mediação do alcance dos objectivos.

Pode introduzir rigidez.

Pode gerar fortes flutuações do produto.

## *A Estratégia do BCE*

*Híbrida.*

*Inclui elementos de controlo de agregado monetário e elementos de controlo de inflação.*

### ■ *Instrumentos de Política Monetária*

#### ● *Operações de Mercado Aberto “Open*

*Market”*

- *Principal instrumento que o BCE usa para afectar as condições monetárias tomam sobretudo a forma de leilões de taxa variável, a curto prazo:*

→ *OPERAÇÕES DE ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ*

→ *OPERAÇÕES DE CEDÊNCIA/INJECCÃO DE LIQUIDEZ*

→ Afecta directamente a liquidez na Área do Euro.

⇒ Com vista a proteger o Eurosistema contra os riscos as operações de cedência de liquidez são normalmente efectuadas contra um colateral (garantia) adequado existindo um conjunto de activos elegíveis (nomeadamente, títulos da dívida pública em carteira) que podem servir de colateral.

■ MAS TAMBÉM: e nomeadamente: alterando as taxa de juro das operações principais de refinanciamento:

→ Manipulação da taxa básica/ de referência/directora principal do BCE.

→ Afecta as taxas de juro do mercado monetário interbancário na área do euro: EURIBOR “Euro Interbank – Offer Rate”.

## Em suma:

### ■ As Operações de Mercado Aberto “Open Market” + Alterações da Taxa Básica / Directora /de Referência do BCE, no curto prazo:

- Desempenham um papel importante na PM do

Eurosistema → objectivos centrais:

→ Gerir a liquidez do mercado monetário/ controlar as  
taxas de juro de curto prazo.

→ Sinalizar as orientações de PM.

### Facilidades Permanentes de Absorção (Depósito) e de Cedência/Injecção de Liquidez:

- Destinam-se à absorção (depósito) ou cedência  
(injecção) de liquidez no muito curto prazo (nas 24 horas)  
“overnight”.

**- As taxas de cedência/absorção de liquidez estão**

**Actualmente (Abril/2013):**

→ **0.75% acima/abaixo da taxa de juro de referência /básica /directora do BCE.**

→ **Esta última, usada nas operações principais de refinanciamento: 0.75 %.**

■ **As facilidades têm como objectivo ceder/absorver liquidez no prazo “overnight” (nas 24 horas).**

● **Sinalizar a orientação geral da PM:**

→ **Delimitar as taxas de juro de mercado monetário**

**interbancário EURIBOR no prazo “overnight”**

**(nas 24 horas): EONIA “Euro Overnight Index**

**Average”.**

- Na Facilidade Permanente de Cedência de

### Liquidez

→ Limite máximo da taxa de juro “overnight”  
(nas 24 horas): 1.50 %.

- Na Facilidade Permanente de Absorção de

### Liquidez

→ Limite mínimo da taxa de juro “overnight”  
(nas 24 horas): 0.0 %.

## Reservas mínimas

- É aplicável às instituições de crédito na área do euro.
- Visa a solvabilidade bancária e é um instrumento de PM.
- As reservas mínimas efectivamente constituídas são remuneradas:

- Durante o período de manutenção à média da taxa marginal de colocação (ponderada de acordo com o número de dias do calendário) das operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

## Síntese:

### Operações de Mercado Aberto (EURO)

- Tipos de Instrumentos

- Operações reversíveis/temporárias “reverse transaction”

→ Mais importante – efectuadas através de:

- Acordos de recompra “repurchase operation”/“repo”

- Compra de títulos pelo BC com acordo de recompra pelo vendedor num curto período de tempo ou a pedido.

(Compra de mercado aberto - operações de cedência/injeção de liquidez)

- Acordo de Revenda “reserve repo”

- O BC vende títulos a um comprador que concorda em voltar a vender as mesmas ao BC num período próximo ou a pedido.

(Venda em mercado aberto - operações de absorção/depósito de liquidez).

- Transacções definitivas “outright transaction”

→ Transacção através da qual há uma compra ou venda definitiva de activos no mercado (á vista ou a prazo).

- Emissão de certificados de dívida.

- Swaps cambiais.

- Constituição de depósitos a prazo fixo.

- Formas de Realização



- Leilões normais.

- Leilões rápidos.

- Procedimentos bilaterais.

- Categorias de Operações

- Operações principais de refinanciamento “main refinancing operations”.

  - Taxa directora/de referência/alvo do BCE.

- Operações de refinanciamento a mais longo prazo “longer-term refinancing operations”.

- Operações de refinanciamento de regularização/ocasionais “fine tuning operations”

- Operações estruturais “structural operations”

- Facilidades permanentes

- *Facilidade permanente de cedência de liquidez.*

- *Facilidade permanentes de depósito.*

## OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA

<u>Operações de Política Monetária</u>	<u>Tipos de Transacções</u>		<u>Prazo contratual</u>	<u>Frequência</u>	<u>Procedimento</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	Semana	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>	Operações reversíveis “Swaps” cambiais	Operações reversíveis “Swaps” cambiais Constituição de depósitos a prazo Fixo	Não normalizado	Não regular	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 ( <u>Compra</u> )	Transacções definitivas ( <u>Venda</u> )	-----	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”

## ■ As Taxas de Juro dos Bancos Centrais e a Regra de Taylor

(Taylor, J.B., 1993, “Discretion versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, pp. 195-214)

- O BCE (tal como, em geral, outros BC's, como a Reserva Federal “FED” dos USA, Banco Central do Reino Unido, Banco Central Japonês, etc.)

→ Conduzem a política monetária definindo um alvo para as taxas de juro de curto prazo.

BCE: Taxa básica /directora /de referência/oficial das principais operações de refinanciamento no mercado aberto (para as operações de cedência de liquidez).

- Mas como deve ser este alvo (de curto prazo) escolhido?

→ A regra de Taylor indica que:

Taxa alvo do BC = taxa de juro real neutra/natural ( $r_p$ ) + taxa de inflação observada ( $\pi_t$ ) +  $a^*$  (hiato inflação) +  $b^*$  (hiato do PIB)

$$i(t) = r_p + \pi_t + a^* (\pi_t - \pi^*) + b^* [(Y_t - Y^*) / Y^*]$$

$i(t)$  = Taxa básica do BC que é uma taxa de juro nominal.

$r_p$  = Taxa de juro real neutra/natural.

$\pi_t$  = Taxa de inflação observada.

$\pi^*$  = Taxa de inflação objectivo/alvo a médio e longo prazos (2%).

$a; b =$  Coefficientes positivos.

$(\pi_t - \pi^*) =$  hiato da inflação.

$y_t = (Y_t - Y^*) / Y^* =$  hiato (desvio percentual) do produto “output gap”.

• Amostra colhida para o período de 1987-

1993 (EUA) – estimativa dos coeficientes

“a” e “b” → ambos de 0,5.

- Os coeficientes (a) e (b) mostram a importância relativa que é atribuída aos desvios de inflação e do produto, relativamente as suas metas.

- Na UEM é natural (dada a prioridade fundamental quanto a estabilidade dos preços) → que o valor estimado do parâmetro “a” seja muito ao valor de “b”.

- Supôs também que a taxa de inflação alvo/objectivo (a médio e longo prazos) é igual a 2%.
- No estudo de Taylor: a taxa de juro real neutra/natural “ $r_p$ ” (objectivo de médio e longo prazos) tinha o mesmo valor da meta de inflação (2%).
- A política da taxa de juro básica no mercado interbancário ( $i_t$ ) fica ancorada em torno de um nível ( $r_p = 2\%$ ):
  - “ $r_p$ ” = taxa de juro real que o BC desejaria se a inflação e o PIB estabilizassem nos seus valores desejados ( $\pi^*$  e  $Y^*$ ).

- O PIB de pleno emprego ( $Y^*$ ) foi calculado através da tendência do PIB real de 1984:1 até 1992:3 → que foi igual a 2,2% ao ano.

→ A presença de ambos hiatos (inflação e PIB) na regra de Taylor:

- Indica que o BC não deve apenas preocupar-se com o controle da inflação:  
→ MAS TAMBÉM → em minimizar as flutuações no produto (ciclos económicos).

- A regra de Taylor diz que o BC aumenta a taxa de juro do mercado interbancário, representada por ( $i_t$ ) → quando a taxa de inflação ( $\pi_t$ ) exceder a meta de inflação ( $\pi^*$ ).



E, quando o PIB real ( $Y_t$ ), exceder o seu nível de equilíbrio natural/de pleno emprego/à taxa natural de desemprego/à taxa “NAIRU”: ( $Y_t^*$ ).

• Nota:

A taxa de juro real (básica):

$$i_r(t) = i(t) - \pi_t$$

• EXEMPLO:

$$\pi_t = 5\%$$

$$y(t) = +1\% \text{ (} Y_t \text{ superior } 1\% \text{ de } Y^* \text{)}$$

$$i(t) = 2 + 5 + (0.5)^* (5 - 2) + (0.5)^* (+1) = 9\%$$

(1)

Para cada aumento em 1% da taxa de inflação observada (acima da taxa de inflação esperada):

$$\Delta i(t) = 0 + 1 + (0.5)^* (1.0) + 0 = 1.5\%$$

**“Quando existe um aumento da taxa de inflação (em relação ao objectivo):**

→ **A taxa de juro básica (nominal) tem de aumentar em maior proporção do que a verificada na taxa de inflação observada.**

→ **De maneira a fazer com que a taxa de juro básica (real) aumente.**

**(essa sim influencia os comportamentos da procura agregada).**

$$i(t) = (1.5)^* (\pi t) + (0.5)^* y(t) - (0.5)^* \pi^* + r p$$

(2)

Quando o hiato do produto  $y(t)$  aumenta

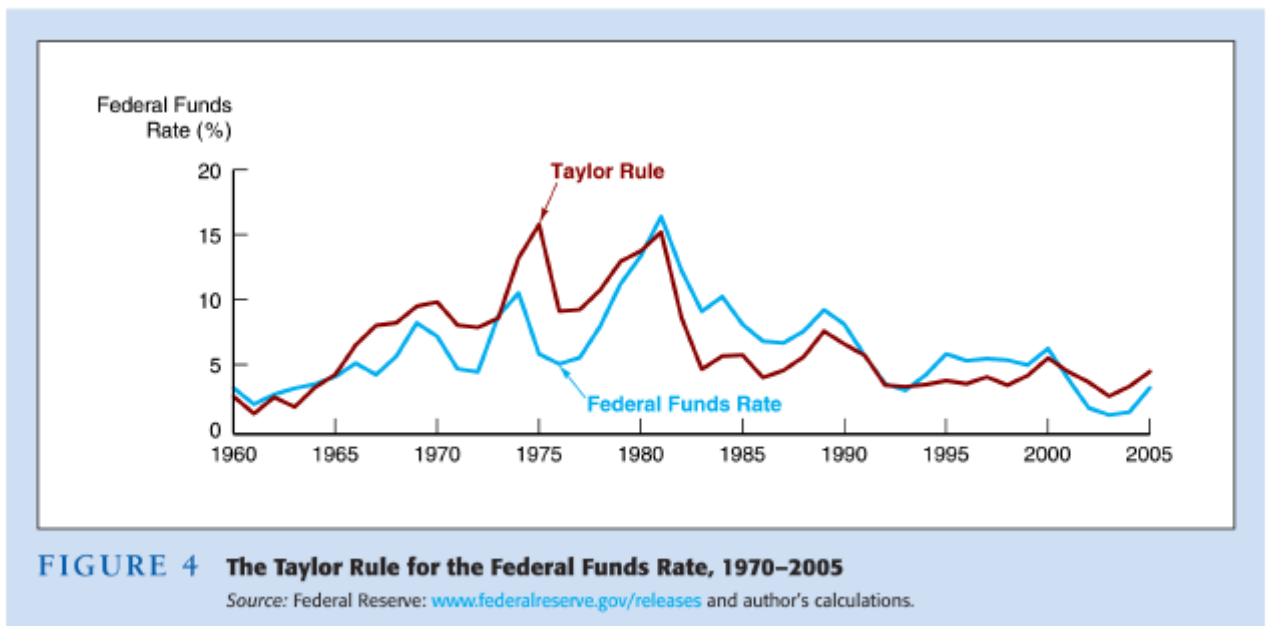
1% :

→ A taxa de juro básica (nominal) deverá

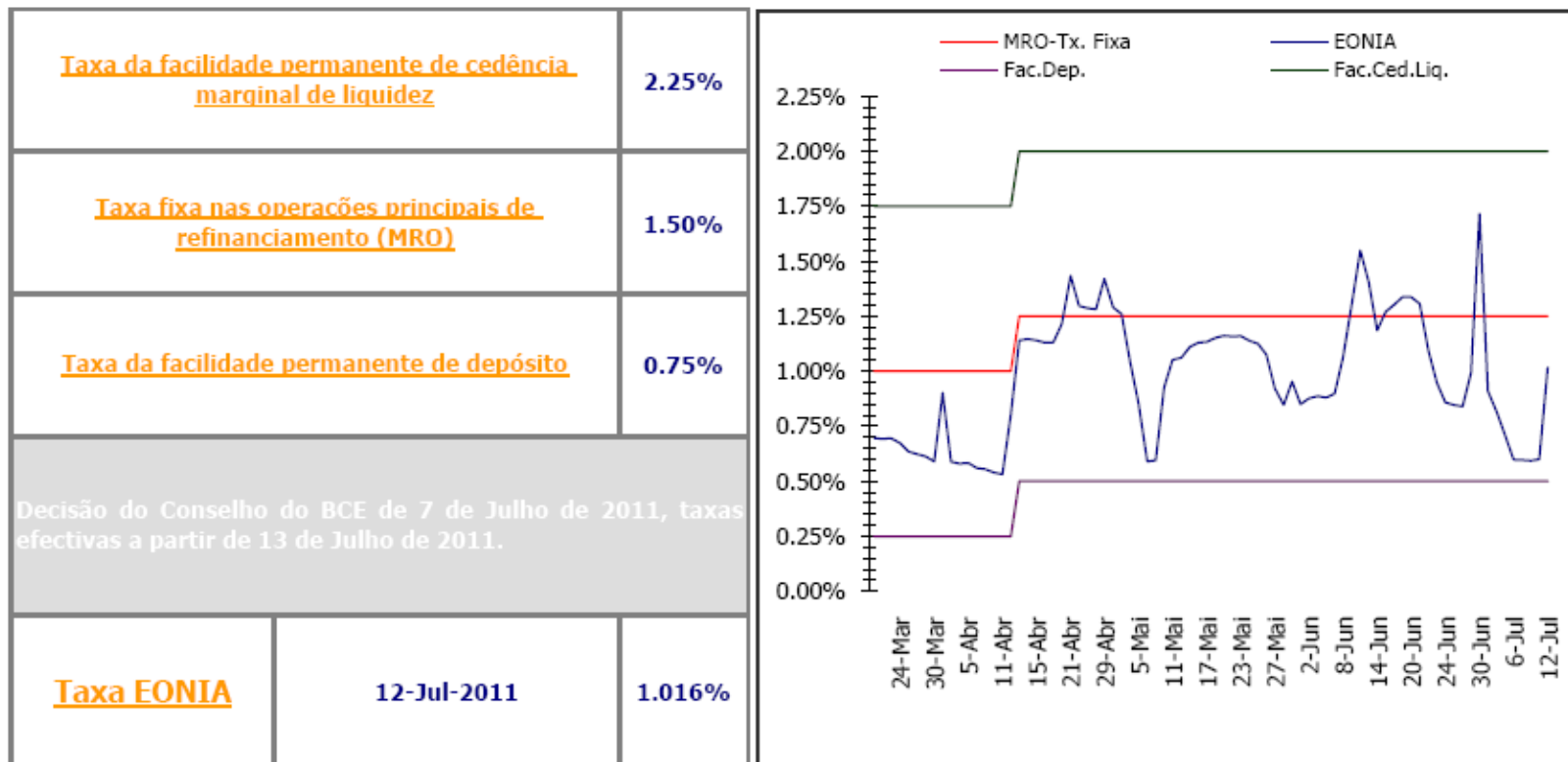
aumentar.

→ MAS apenas por:

$$\Delta i(t) = 0 + 0 + 0 + (0.5) * (1.0) = 0.5$$



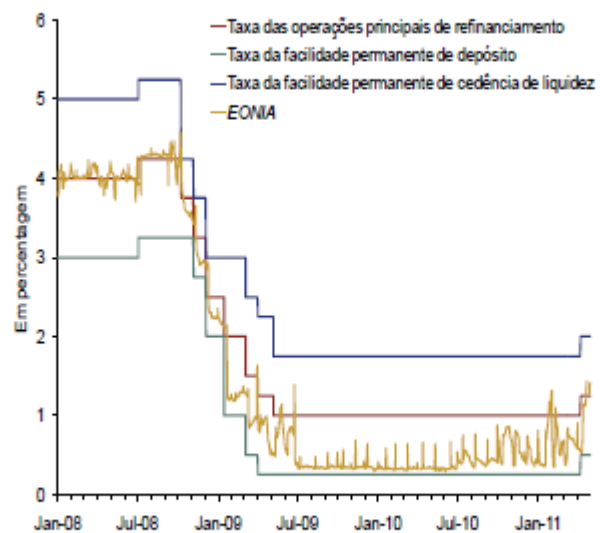
## Taxas de Juro Oficiais do Eurosistema e Taxa EONIA



**Fonte: Banco Central Europeu e REUTERS.**

## ÁREA DO EURO – TAXAS DE JURO OFICIAIS DO BCE E EONIA

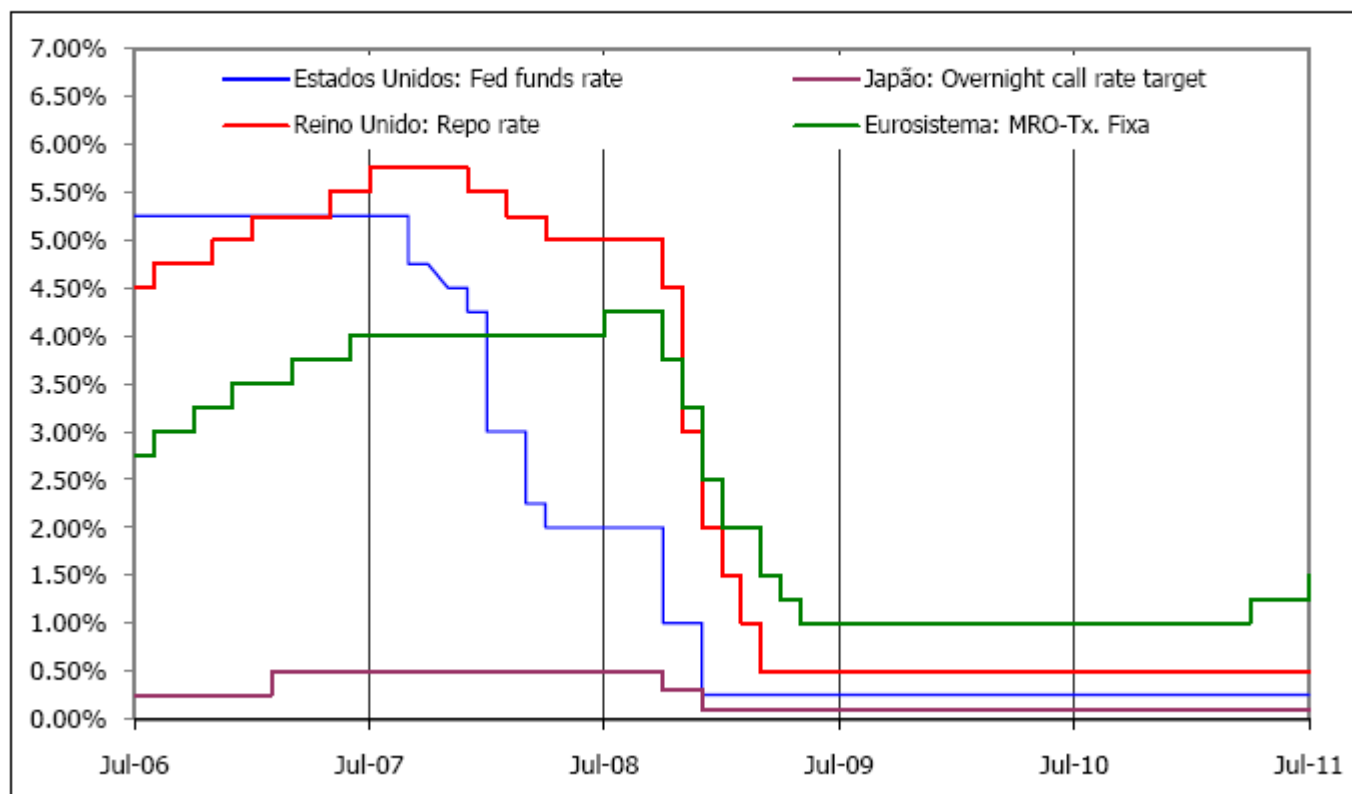
ÁREA DO EURO - TAXAS DE JURO OFICIAIS DO BCE E EONIA



Fonte: BCE.

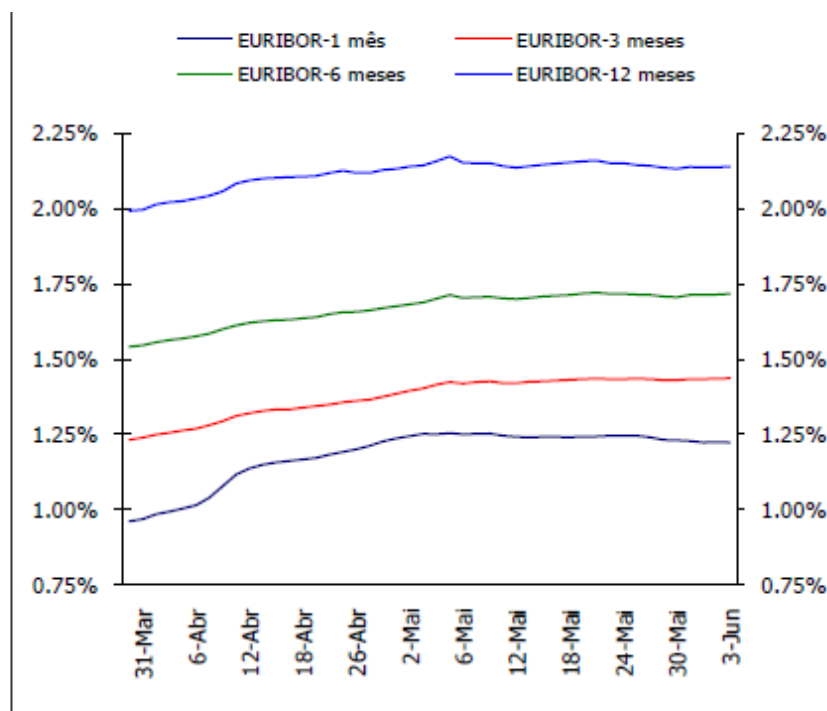
## Taxas de Juro Oficiais de outros Bancos Centrais

### Estados Unidos, Japão, Reino Unido



## Taxas de Juro “EONIA” - EURIBOR

TAXA/DIA	3-Jun	2-Jun	1-Jun	31-Mai	30-Mai
<b>EONIA</b>	0.886%	0.876%	0.849%	0.953%	0.847%
<b>1 Semana</b>	1.017%	1.026%	1.058%	1.084%	1.097%
<b>2 Semanas</b>	1.089%	1.093%	1.102%	1.120%	1.129%
<b>3 Semanas</b>	1.160%	1.162%	1.162%	1.167%	1.174%
<b>1 Mês</b>	1.223%	1.224%	1.223%	1.228%	1.230%
<b>2 Meses</b>	1.297%	1.298%	1.293%	1.293%	1.290%
<b>3 Meses</b>	1.436%	1.435%	1.434%	1.433%	1.430%
<b>4 Meses</b>	1.516%	1.515%	1.513%	1.512%	1.509%
<b>5 Meses</b>	1.615%	1.614%	1.613%	1.611%	1.603%
<b>6 Meses</b>	1.716%	1.714%	1.714%	1.712%	1.705%
<b>7 Meses</b>	1.781%	1.779%	1.777%	1.775%	1.770%
<b>8 Meses</b>	1.845%	1.842%	1.842%	1.842%	1.836%
<b>9 Meses</b>	1.934%	1.930%	1.930%	1.931%	1.925%
<b>10 Meses</b>	2.002%	2.000%	1.998%	1.998%	1.991%
<b>11 Meses</b>	2.059%	2.059%	2.058%	2.056%	2.049%
<b>12 Meses</b>	2.139%	2.137%	2.137%	2.138%	2.132%



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.

## Operações Principais de Refinanciamento

(últimas operações realizadas)

Data da Operação	Montante Procurado	Montante Colocado	Taxa Mínima de Proposta	Taxa Marginal	Taxa Média Ponderada de Colocação	Pra
07-Jun-11	102 442	102 442	1.25%	1.25%	1.25%	
31-Mai-11	110 762	110 762	1.25%	1.25%	1.25%	
24-Mai-11	116 102	116 102	1.25%	1.25%	1.25%	
17-Mai-11	119 398	119 398	1.25%	1.25%	1.25%	
10-Mai-11	124 754	124 754	1.25%	1.25%	1.25%	

(montantes em milhões de EUR)

## Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado

(últimas operações realizadas)

Data da Operação	Montante Procurado	Montante Colocado	Taxa Marginal	Taxa Média Ponderada de Colocação	Prazo (dias)
25-Mai-11	48 131	48 131	*	*	98
27-Abr-11	63 411	63 411	*	*	91
30-Mar-11	129 458	129 458	*	*	91
23-Fev-11	39 755	39 755	*	*	91
26-Jan-11	71 143	71 143	*	*	91

(montantes em milhões de EUR)

\* A taxa à qual todas as propostas são satisfeitas é indexada à média das taxas mínimas de proposta nas Operações Principais de Refinanciamento durante o prazo desta operação.



## Operações Ocasionais

(últimas operações realizadas)

Data da Operação	Cedência/ Absorção	Tipo de Operação	Montante Procurado	Montante Colocado	Tx Mín/ Máx de Proposta - Tx Fixa	Taxa Marginal	Tx Média Ponderada de Colocação	Prazo (dias)
31-Mai-11	Absorção de liquidez	Depo/Tx Var.	103 531	75 000	1.25%	0.89%	0.81%	7
24-Mai-11	Absorção de liquidez	Depo/Tx Var.	81 944	75 000	1.25%	1.25%	1.14%	7
17-Mai-11	Absorção de liquidez	Depo/Tx Var.	85 756	76 000	1.25%	1.16%	1.08%	7
10-Mai-11	Absorção de liquidez	Depo/Tx Var.	143 752	143 092	1.25%	1.05%	1.01%	1
10-Mai-11	Absorção de liquidez	Depo/Tx Var.	109 149	76 000	1.25%	1.15%	1.09%	7

(montantes em milhões de EUR)

## Outras Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado

(últimas operações realizadas)

Data da Operação	Montante Procurado	Montante Colocado	Taxa Marginal	Tx Média Ponderada de Colocação	Prazo (dias)
10-Mai-11	80 653	80 653	1.25%	1.25%	35
12-Abr-11	83 687	83 687	1.25%	1.25%	28
08-Mar-11	82 500	82 500	1.00%	1.00%	35
08-Fev-11	61 472	61 472	1.00%	1.00%	28
18-Jan-11	70 351	70 351	1.00%	1.00%	21

(montantes em milhões de EUR)

## Facilidades Permanentes

Data	Facilidade Permanente de Depósito		Facilidade Permanente de Cedência Marginal de Liquidez	
	Montante	Taxa de Juro	Montante	Taxa de Juro
03-Jun-11	20 425	0.50%	0	2.00%
02-Jun-11	20 229	0.50%	1	2.00%
01-Jun-11	20 174	0.50%	220	2.00%
31-Mai-11	28 340	0.50%	55	2.00%
30-Mai-11	20 886	0.50%	93	2.00%

(montantes em milhões de EUR)

## Glossário

Leilão de taxa fixa “fixed rate tender” → leilão em que a taxa de juro é fixada antecipadamente pelo BCE → e as contrapartes participantes licitam o montante que pretendem transaccionar à taxa de juro fixada.

Leilão de taxa variável “variable rate tender” → leilão em que as contrapartes licitam o montante que pretendem transaccionar com o BCE e a taxa de juro à qual pretendem efectuar a transacção.

Leilão normal “standard tender” → leilão utilizado pelo Eurosistema nas suas operações de mercado aberto de carácter regular.

Os leilões normais são efectuados num prazo de 24 horas:

→ Todas as contrapartes que cumpram os critérios gerais de elegibilidade têm direito a apresentar propostas.

Leilão rápido “quick tender” → leilão utilizado pelo Eurosistema nas operações ocasionais de regularização:

→ Quando for considerada desejável uma acção rápida sobre a situação de liquidez no mercado.

Os leilões rápidos são normalmente executados no período de 90 minutos e neles pode participar um conjunto limitado de contrapartes.

Operações de mercado aberto “open market operation” → operação executada nos mercados financeiros por iniciativa do Banco Central.

■ Relativamente aos seus objectivos, regularidade e procedimento:

→ As operações de mercado aberto “open market” do

Eurosistema podem dividir-se em quatro categorias:

Operações principais de refinanciamento.

Operações de refinanciamento de prazo alargado.

Operações ocasionais de regularização “fine tuning”.

## Operações estruturais.

### Estas operações envolvem uma das seguintes transacções:

Compra ou venda definitiva de activos (à vista ou a prazo).

Compra ou venda de activos através de um acordo de recompra/reporte.

Operações activas ou passivas garantidas por activos subjacentes (garantias).

(iv) Emissão de certificados de dívida do Banco Central.

(v) Constituição de depósitos a prazo fixo.

Swaps cambiais entre moedas nacionais e estrangeiras.

## Operações de refinanciamento de prazo alargado

### “longer- term”:

- Operações de mercado aberto + de carácter regular + executada pelo Eurosistema sob a forma de operação reversível.
- As operações de refinanciamento de prazo alargado são realizadas através de leilões.

### Operação de reporte/recompra “repo operation”:

- Operação reversível de absorção/cedência de liquidez baseada num acordo de reporte/recompra.
- Acordo de reporte “repurchase agreement” → acordo segundo o qual um activo é vendido e **simultaneamente** o vendedor fica com o direito e a obrigação de o recomprar a um preço especificado numa data futura ou a pedido.

### Nota:

Um acordo deste tipo é semelhante a um empréstimo garantido:

- Com a diferença, no entanto, que a propriedade

do título não é mantida pelo vendedor.

### Operações estruturais “structural operation”:

Operação de mercado aberto + executada pelo Eurosistema especialmente para alterar a posição estrutural da liquidez do sector financeiro face ao Eurosistema.

### Operações ocasionais de regularização “fine-tuning operation”:

→ Operação de mercado aberto + de carácter não regular + executada pelo Eurosistema especialmente para resolver:

→ Situações de flutuação inesperada de liquidez nmercado (e controlar as taxas de juro).

### Operação principal de refinanciamento “main refinancing operation”:

Operação de mercado aberto + de carácter regular + executada pelo Eurosistema sob a forma de operação reversível.

→ As operações principais de refinanciamento são realizadas

através de leilões normais com uma frequência semanal.

**Nota:** Em 2003, o Conselho do BCE decidiu que, a partir de Março de 2004, o prazo destas operações seria reduzido de duas para uma semana.

- **Operação reversível “reverse transaction”** → operação através da qual o Banco Central compra ou vende activos ao abrigo de um acordo de reporte ou conduz operações de crédito com garantias.
- **Swap cambial “foreign exchange swap”** → transacções simultâneas à vista e a prazo de uma moeda contra outra.

O Eurosistema poderá executar operações de mercado aberto sob a forma de swaps cambiais:

→ Nas quais os bancos centrais nacionais, ou o Banco Central Europeu (BCE):

→ Compram ou vendem à vista (spot) um dado montante de euros contra uma moeda estrangeira:

E, simultaneamente, vendem ou compram aquele montante de



volta numa transacção a prazo (forward).

## **6. Taxas de Juro Directoras/Básicas/de Referência do BCE “key ECB interest rates”:**

Taxas de juro fixadas pelo Conselho do BCE que reflectem a orientação da política monetária do Banco Central Europeu (BCE).

→ Taxa de juro das operações principais de refinanciamento:

• Taxa de referência/directora do BCE principal:

taxa de reposição/refinanciamento “repo /refi”.

• É a taxa dos leilões de taxa fixa e a taxa mínima de proposta dos leilões de taxa variável:

→ Actualmente: 0.75 %. (Abril/2013)

→ Taxas de juro da facilidade permanente de

*cedência de liquidez e da facilidade  
permanente de depósito:*

→ *Actualmente: 1.5% e 0.0%,  
respectivamente (Abril/2013)*

---

## ***C3.2 POLÍTICA CAMBIAL DA UEM***

---

### ***■ Definição e Execução da Política Cambial***

## na Área do Euro

A definição da política cambial na zona Euro → é da competência do Conselho de Ministros das Finanças (ECOFIN).

A sua execução compete ao SEBC.

Isto significa que → com a criação da Zona Euro os Estados membros participantes deixaram de conduzir as suas políticas cambiais.

Vigora actualmente a nível global (pós Bretton Woods”) o regime de Câmbios Flexíveis/Flutuantes

→ MAS, impuro/sujo/manipulado “dirty/managed floating”.

• Na UEM: tem havido intervenções muito pontuais:

→ Visando a estabilização económica (desvalorizações artificiais/competitivas).

→ De acordo como “TUE”, sempre que não coloque em causa o objectivo primordial na área do Euro:

→ A estabilidade dos preços.

## ■ Objectivos e Evolução Cambial do Euro

Expectativa de uma moeda que fosse: referência no comércio internacional e fonte de reservas mundiais.

Moeda estável → que estivesse longe das imprevisíveis variações do dólar americano.

Moeda que não fosse sujeita a políticas de valorização / desvalorização artificiais.

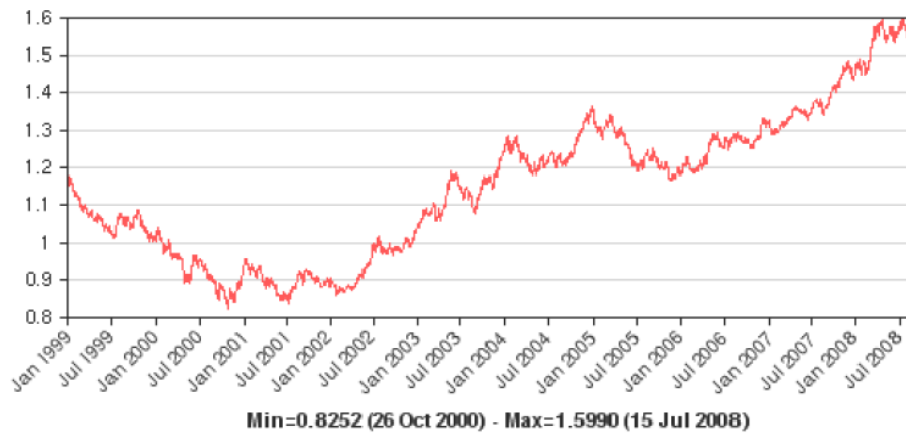
No entanto, desde a sua criação o euro sofreu algumas flutuações na sua taxa de câmbio.

*Evolução Cambial do Euro* (ver figuras a seguir).

*SALDO DAS BALANÇAS CORRENTES E DE CAPITAL*

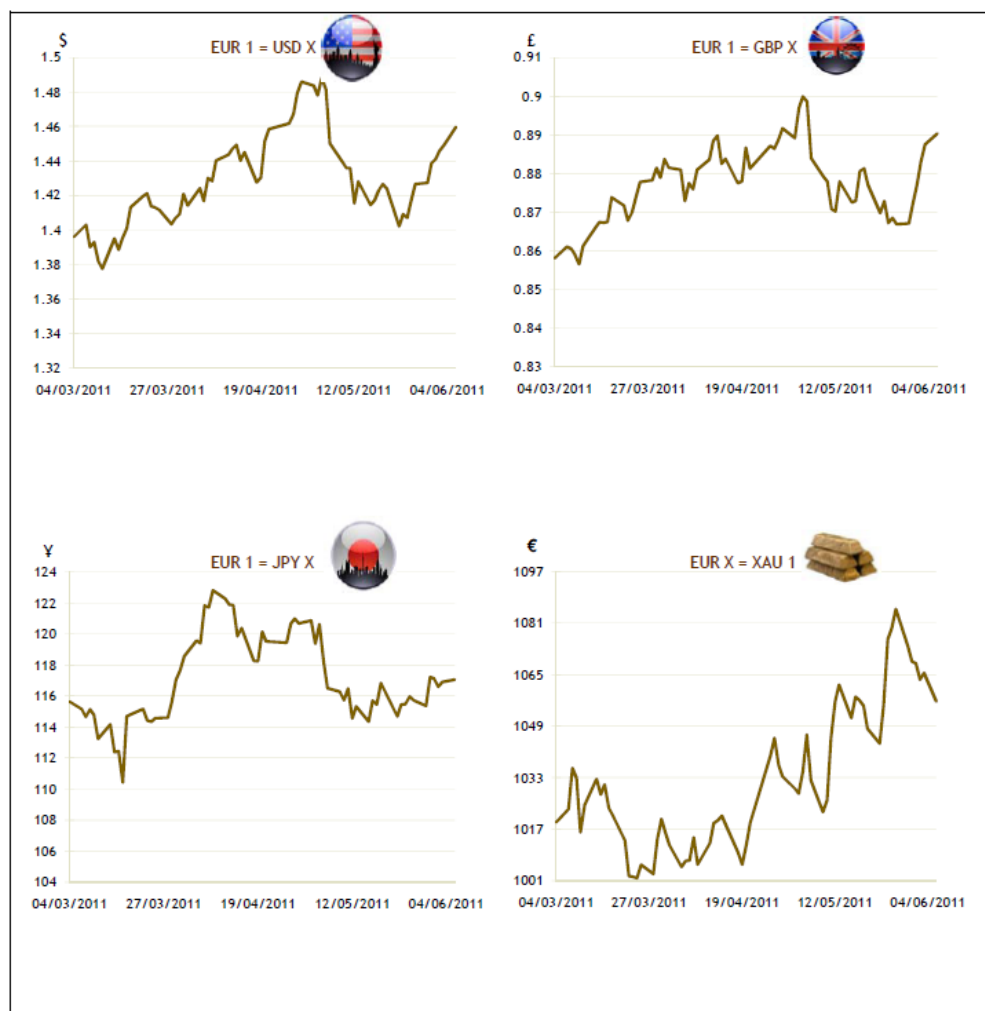
# EVOLUÇÃO CAMBIAL DO EURO FACE AO DOLAR (USD)

## Banco Central Europeu (1999-2008)



# TAXA DE CÂMBIO DO EURO (EVOLUÇÃO RECENTE)

(Banco de Portugal)



(a) Desde 2012/2008 com base no Fixing Londres (A.M.) face ao USD e calculada à taxa de referência diária EUR/USD. Estas cotações devem ser consideradas a título informativo.  
 (b) Cotação do FMI SDR/EUR.  
 (c) onça troy = 31.103481 gramas

(a) Since 2nd January 2008 based on the London A.M. gold bullion fixing prices at USD and computed at the daily reference exchange rate EUR/USD. Indicative rates only.  
 (b) IMF SDR/EUR quotation.  
 (c) 1 troy ounce = 31.103481 grams.

(-) não disponível / not available



## Notas:

Em relação ao dólar dos EUA → Euro registou uma apreciação forte nos primeiros oito meses de 2008:

→ Atingindo um máximo de USD 1.60 em meados de Julho/2008.

Esta apreciação deveu-se em grande medida:

- Expectativas de um alargamento do diferencial de taxas de juro em favor de activos da área do euro do que nos EUA.
- Reflectindo a convicção do mercado de que a continuação das perturbações financeiras afectaria significativamente menos à área do euro do que os EUA.

Em finais de 2008 → os dados divulgados começaram, contudo, a revelar que a turbulência financeira originada no mercado hipotecário de alto risco (“sub prime”) dos EUA em Agosto de 2007:

→ Conduziu a um *abrandamento económico sincronizado em todos os principais espaços económicos do mercado:*

- Como resultado → Agosto de 2008 → O Euro  
começou a depreciar-se marcadamente face ao dólar  
EUA.

- No decurso do Outono de 2008 → novas tensões  
nos mercados monetário e de crédito mundiais:

→ Ao que podemos associar a uma escassez de liquidez  
em dólares dos EUA a nível mundial.

→ O dólar dos EUA foi apoiado pelo seu estatuto  
internacional.

→ Intensificaram a pressão descendente sobre o Euro:  
atingindo USD 1.25 em Outubro.

Todavia, em Dezembro de 2008 → Euro registou uma  
recuperação forte:

- Acentuou-se o agravamento da situação económica nos  
EUA.

- Os mercados cambiais voltaram a centrar-se nas perspectivas de → crescimento económico e nos diferenciais de taxas de juro entre as principais regiões económicas.
  
- Em 31 de Dezembro/2008 → O Euro era transaccionado a USD 1.39.
  
- O Euro → Após ter registado alguma depreciação no início de 2009:
  - Apresentou um movimento de fortalecimento face ao dólar EUA ao longo do ano de 2009.
  
  - Esta evolução teve lugar num contexto de redução das tensões nos mercados financeiros e tirando partido dos níveis muito baixos das taxas de juro nos EUA.
  
  - Em finais de 2009: a apreciação do Euro face ao Dólar → situou-se em cerca de 15 por cento face aos níveis registados em Março do mesmo ano.

- Desde Novembro/2009 até Agosto/2010 → O Euro

registou, em geral, um enfraquecimento face ao dólar EUA:

→ Atingindo um valor mínimo de 1,22 dólares/euro, em finais de Maio/2010.

- A depreciação do euro surgiu num contexto de preocupações quanto à sustentabilidade da situação das finanças públicas em vários países da área do euro:

Países “PIIGS” (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha).

- Crise dos Défices Orçamentais e Dívida Pública na Europa.

- A partir de finais de Agosto/2010 (câmbio a 1,26

dólares) e até ao presente:

- Pese embora flutuações relativamente ligeiras entre a moeda americana e o euro:

- Em geral, tem-se vindo a assistir a um fortalecimento do euro face ao dólar EUA:

→ Em Maio de 2011: o câmbio era de 1,4143 dólares/euro (contra os 1,35 em Fevereiro/2011).

## Explicações Gerais:

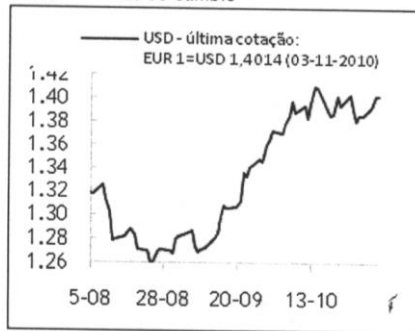
- Dificuldades da economia americana → crescimento económico modesto (pese embora a adopção de políticas de “quantitative easing”) + não geração de empregos + instabilidade política.
- Na Área do Euro → implementação por parte dos países de medidas de combate à crise financeira (visando o controlo orçamental e tentativas de afastamento de situações de incumprimento “default”) + medidas comunitárias para defesa do Euro (nomeadamente, criação de um fundo europeu de apoio aos países membros com maiores dificuldades “FEEF” + crescimento económico da Alemanha).

## Quadro/Gráfico

Taxas de câmbio - 03-11-2010

DÓLAR DOS ESTADOS UNIDOS	USD 1,4014
YENE JAPONÊS	JPY 113,67
LIBRA ESTERLINA	GBP 0,8703
FRANCO SUÍÇO	CHF 1,3761
REAL DO BRASIL	BRL 2,3706

Consultar Taxas de Câmbio



# **ANEXO**

# *POLÍTICA MONETÁRIA NA UEM: Uma Abordagem do Modelo Barro Gordon\**

*Estabilização de Preços versus Estabilização do Produto.*

*Política Monetária e Assimetria de Choques*

*Económicos.*

*\* De Grauwe, Paul (2007) - Economics of Monetary Union”, 7 the Edition, Cambridge University Press*

## *Estabilização de Preços versus Estabilização do Produto*

■ **O BCE (fortemente influenciado pela Alemanha):**

→ *Atribui maior peso à estabilidade dos preços e menor peso à estabilização do produto e do emprego que o resto da sociedade (área do Euro, média).*



## Trata-se de um Banco Central

“conservador”:

→ Em linha com a posição do Banco Central

Alemão (quer antes quer depois do Euro).

Existem, portanto custos da moeda

única, neste aspecto, porque os:

- Os países membros da área do euro, média e o BCE (Alemanha) têm:

→ Diferenças nas preferências quanto a:

estabilização dos preços (inflação) e a  
estabilização do emprego (produto).

Exemplificando:

As diferenças de preferências entre um:

→ “País” inflacionista (área do euro, média): maior peso para o objectivo de combate ao desemprego.

→ E um País”deflacionista”(BCE – Alemanha): maior peso para o objectivo de combate à inflação.

■ **Assim:** as autoridades monetárias da área do euro (média):

→ Estão dispostas a aceitar um grande aumento da taxa de inflação.

→ Para terem uma pequena redução do desemprego.

→ Pois preocupam-se essencialmente, com a taxa de desemprego.

■ **De modo diferente:** a autoridade do BCE (Alemanha):

→ Privilegiam o combate à inflação.

→ Estão dispostas a assumir uma grande quantidade de desemprego.

→ Para diminuir pouco a inflação.

❖ **Com a moeda única** (i.e. taxa de câmbio fixa / impossibilidade de desvalorizações competitivas):

→ Não é viável grandes diferenças nas taxas de inflação.

→ **Uma vez que isso:**

- Perdas de competitividade constantes.
- Para os países com os maiores crescimentos do preço.

❖ **Deste modo, em geral:**

■ **Os países membros da área do euro (média) adoptam as preferências alemãs:**

→ Custos da moeda única.

→ Custos que resultam de os “países” terem diferentes preferências quanto ao dilema inflação/desemprego.

■ Custos para os países inflacionistas → que poderão ter de abandonar as políticas habituais prioritárias de combate ao desemprego.

❖ Ou seja: o predomínio desta atitude conservadora gera problemas de coesão económica e social na área do euro.

■ O Modelo Barro-Gordon e a Estabilização Óptima\*

1º PASSO:

❖ As “Curvas de Phillips” estabelecem:

→ Uma relação entre a taxa de desemprego ( $U$ ) e o aumento dos preços/taxa de inflação ( $\pi$ ), no curto e no longo prazo.

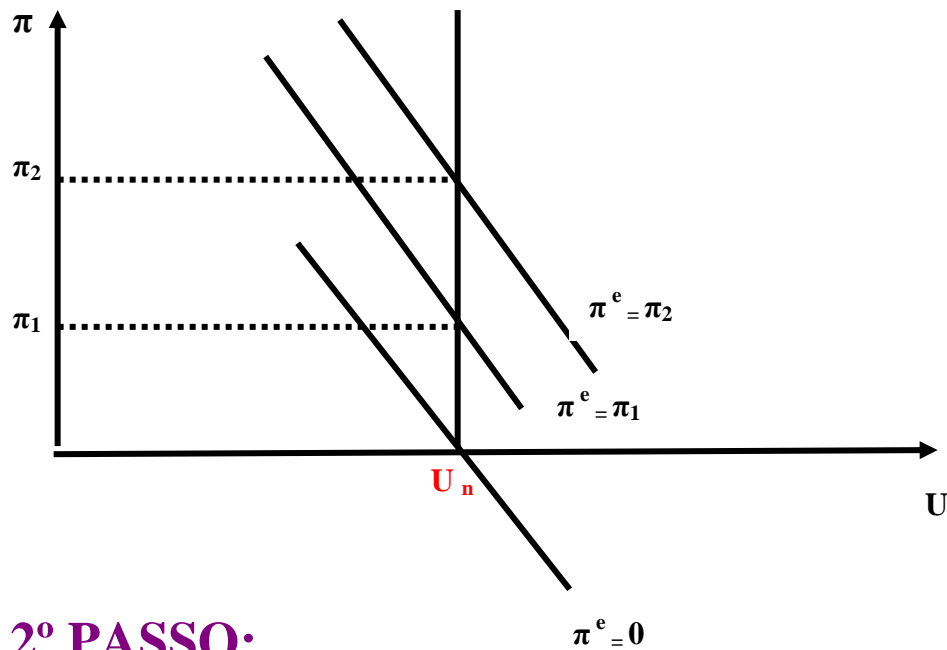
→ ABORDAGENS DAS ESCOLAS: **MONETARISTA E DAS EXPECTATIVAS RACIONAIS.**

❖ Podemos especificar as curvas de Phillips através da seguinte expressão (VER MACROECONOMIA)

$$U = U_n + a^* (\pi_e - \pi)$$

- $U$  = Taxa de Desemprego observada
- $U_n$  = Taxa de Desemprego natural
- $\pi$  = Taxa de Inflação Observada
- $\pi_e$  = Taxa de Inflação Esperada

❖ Figura: A curva de Phillips e o desemprego natural



2º PASSO:

❖ É igualmente, possível utilizar as taxas de inflação e de desemprego como argumentos de uma:

→ Função de Preferências “Curvas de Indiferença” das Autoridades Monetárias.

→ VER MICROECONOMIA (confronto com a teoria dos consumidores).

- Quanto mais as “curvas de indiferença” se aproximam da origem:

→ Mais aumenta o nível de satisfação (bem estar) das autoridades.

→ Porque se regista: menos inflação + menos desemprego.

- As “curvas de indiferença” são côncavas em relação à origem:

→ O que reflecte o facto das autoridades monetárias.

→ Para diminuir a inflação estarem dispostas a sacrificar em troca cada vez menos emprego.

### Exemplificando:

- Se um país tem uma taxa de inflação muito elevada:

Para diminuir os primeiros 5% de inflação (e.g.: 20% para 15%) está disposto a abdicar de um nível de emprego razoável.

→ De 15% para 10%: sacrificará menos emprego.

→ De 10% para 5% → o nível desemprego assumido é mínimo.

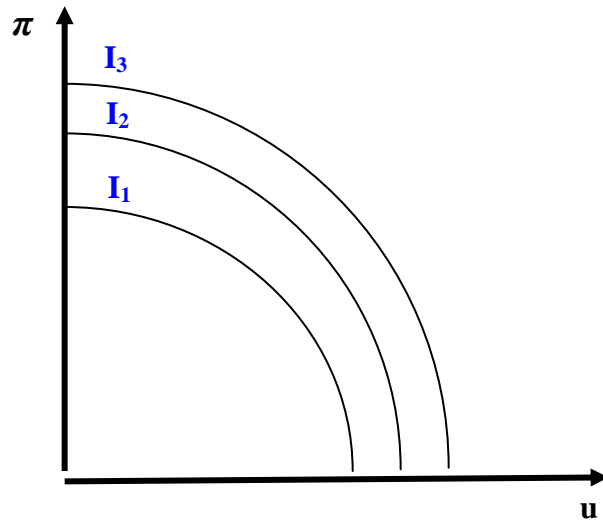
### Em suma:

De 20% para 15% → a autoridade está disponível a sacrificar emprego e assumir com os custos sociais (subsídios de desemprego, etc.), daí resultantes:

MAS → de 5% para 1% → isso é impensável.



❖ Figura: As Preferências das Autoridades Monetárias

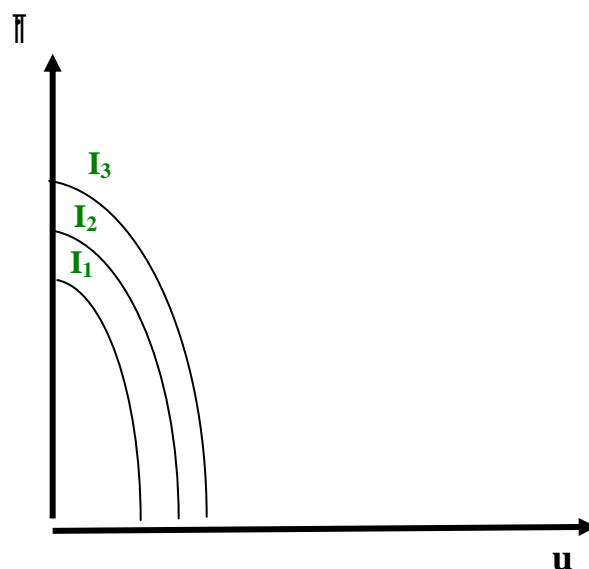
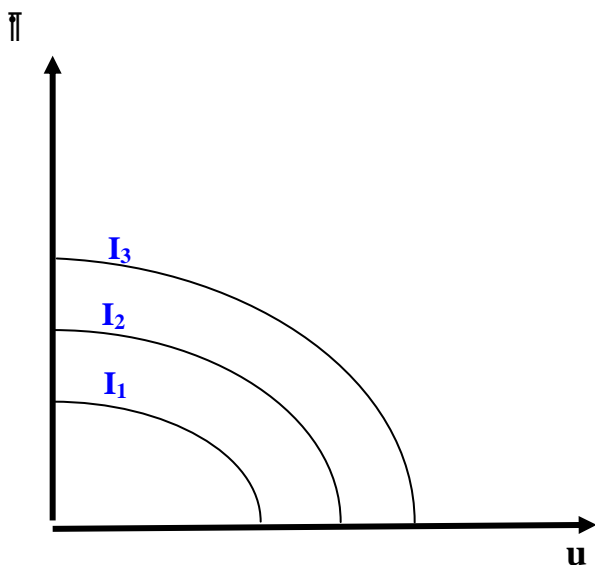


❖ Figura: As Preferências das Autoridades Monetárias: um Banco Central “Não Conservador” e um Banco Central “Conservador”

Banco Central “Mais Conservador” // Banco Central “Menos Conservador”

(BCE)

(Área do Euro, média)



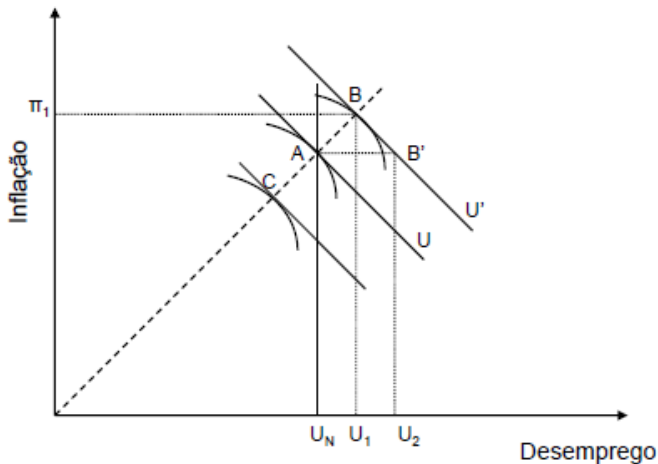
❖ Dadas as preferências relativamente à inflação e ao desemprego (existência de uma família de curvas de indiferença):

- As autoridades maximizam a sua satisfação (bem estar) → que é restringido pelas curvas de Phillips de curto prazo.

❖ No longo prazo, o equilíbrio (inflação/desemprego):

Dar-se-á entre a taxa natural de desemprego ( $U_n$ ) e a “curva de indiferença” das autoridades monetárias → que lhe é tangente.

❖ Nesse ponto passará também uma → **Curva de Phillips de longo prazo** (linha vertical ao nível de  $U_n$ ).



Equilíbrio inicial no Ponto A.

O desemprego está no seu nível natural.

A curva de Phillips de curto prazo é tangente à curva de indiferença das autoridades monetárias.

A linha tracejada positivamente inclinada é a de estabilização ótima.

A inclinação desta linha é determinada pelo peso que as autoridades atribuem à estabilização do desemprego.

Quanto maior o peso, maior inclinação da linha.

Com uma linha muito inclinada as autoridades monetárias (MENOS CONSERVADORAS) estabilizam bastante o desemprego à custa de um forte viés inflacionário.

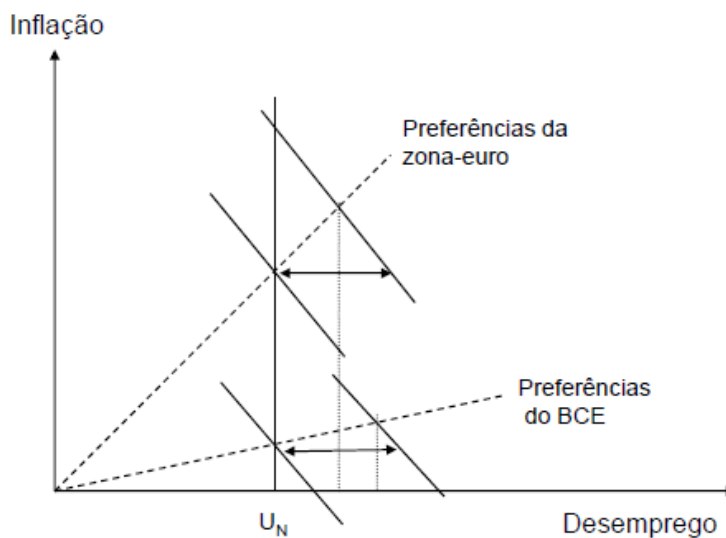
Com uma linha menos inclinada as autoridades monetárias (MAIS CONSERVADORAS) estabilizam pouco o desemprego com um viés inflacionário pequeno.

Dadas as preferências relativamente à inflação e ao desemprego, as autoridades maximizam a sua satisfação que é restringido pelas curvas de Phillips de curto prazo.

No longo prazo, o equilíbrio dar-se-á ao nível da taxa de desemprego natural (“NAIRU”) “ $U_n$ ”. Nesse ponto passará também uma c.phillips l.p.

\*Barro, R, Gordon, D. (1983): “Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, Journal of Monetary Economics, 12.

## ■ **DISTINTAS REACÇÕES DE UM BANCO CENTRAL FACE AO ADVENTO DE CHOQUES AGREGADOS NEGATIVOS/ADVERSOS**



A linha de estabilização óptima mais inclinada representa as preferências da Zona Euro (média).

A linha menos inclinada é a do Banco Central Conservador "BCE".

Preferências da Zona Euro (média) → em termos de estabilização óptima e face a um choque de curto prazo negativo → a reacção da autoridade monetária menos conservadora → **P.M. fortemente expansionista** → forte redução do desemprego mas com maior viés inflacionista.

Preferências do BCE → em termos de estabilização óptima e face a um choque de curto prazo negativo → reacção da autoridade monetária mais conservadora → **P.M. moderadamente expansionista** → pequena redução do desemprego mas com muito menor viés inflacionário.

Esta situação pode gerar conflitos entre o BCE e os governos dos Estados-membros.

## Política Monetária e Assimetria de Choques Económicos

### ■ Choque Assimétrico Puro

Política monetária face a um choque que afecta dois países de forma oposta:

→ Mas em magnitudes iguais.

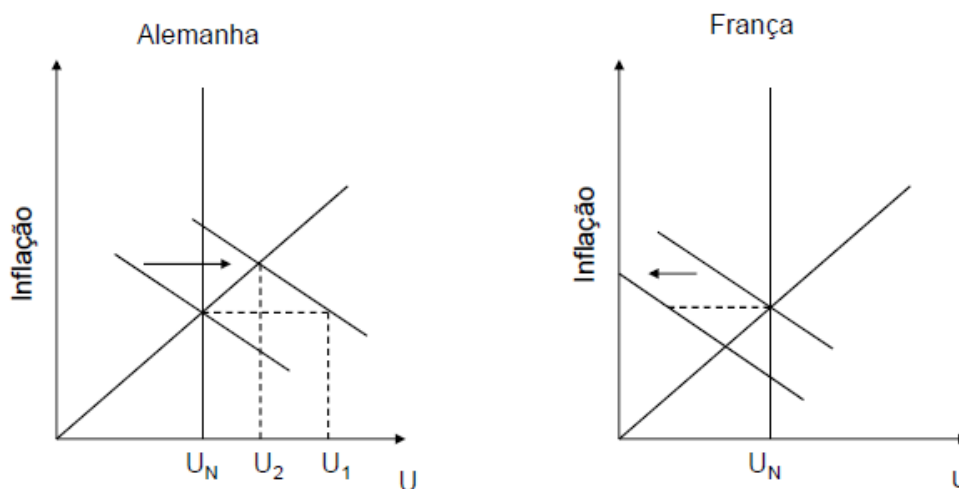
Com efeitos que se anulam mutuamente → os valores agregados da inflação e desemprego da Zona Euro não se alteram.

O BCE prefere não alterar a sua política monetária.

Daqui resulta uma maior flutuação no desemprego nos dois países.

O BCE é visto como “super conservador”.

**Exemplo: Deslocação das preferências dos consumidores dos produtos da Alemanha para os produtos da França**



■ **Choque Perfeitamente Simétrico**

**Política monetária face a um choque adverso que afecta dois países exactamente da mesma forma.**

- ★ **Vamos assumir que face ao choque (aumentando o desemprego) → a curva de Philips de curto prazo sobe (desloca-se para a direita e para fora) em ambos os países.**

★ O BCE observa um aumento do desemprego em toda a Zona Euro.

★ O BCE implementa uma política monetária expansionista.

Embora na perspectiva do BCE/Alemanha o choque seja o mesmo que no caso anterior:

O BCE é agora capaz de estimular a economia nos dois países e de contrariar o aumento do desemprego.

