

POLÍTICA ECONÓMICA

MESTRADO EM ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

1º SEMESTRE 2020/2021

5. A POLÍTICA MONETÁRIA NA UEM

26 DE NOVEMBRO DE 2020

RICARDO CABRAL (RCABRAL@ISEG.ULISBOA.PT)

Conteúdo

5. O Banco Central Europeu e a política monetária na UEM
 - a. Resenha histórica sobre bancos centrais
 - b. O BCE e o Eurosistema
 - c. Independência dos bancos centrais
 - d. Balanço simplificado do Eurosistema
 - e. A estratégia, os procedimentos e os instrumentos de política monetária
 - f. O sistema de pagamentos TARGET2
 - Transferências bancárias
 - g. A grande moderação: A política monetária (i.e., a regra de Taylor) no centro da política económica
 - h. O BCE e a conflitualidade de objetivos
 - i. A condução da política monetária perante choques assimétricos
 - j. O BCE e a crise do euro

Conteúdo

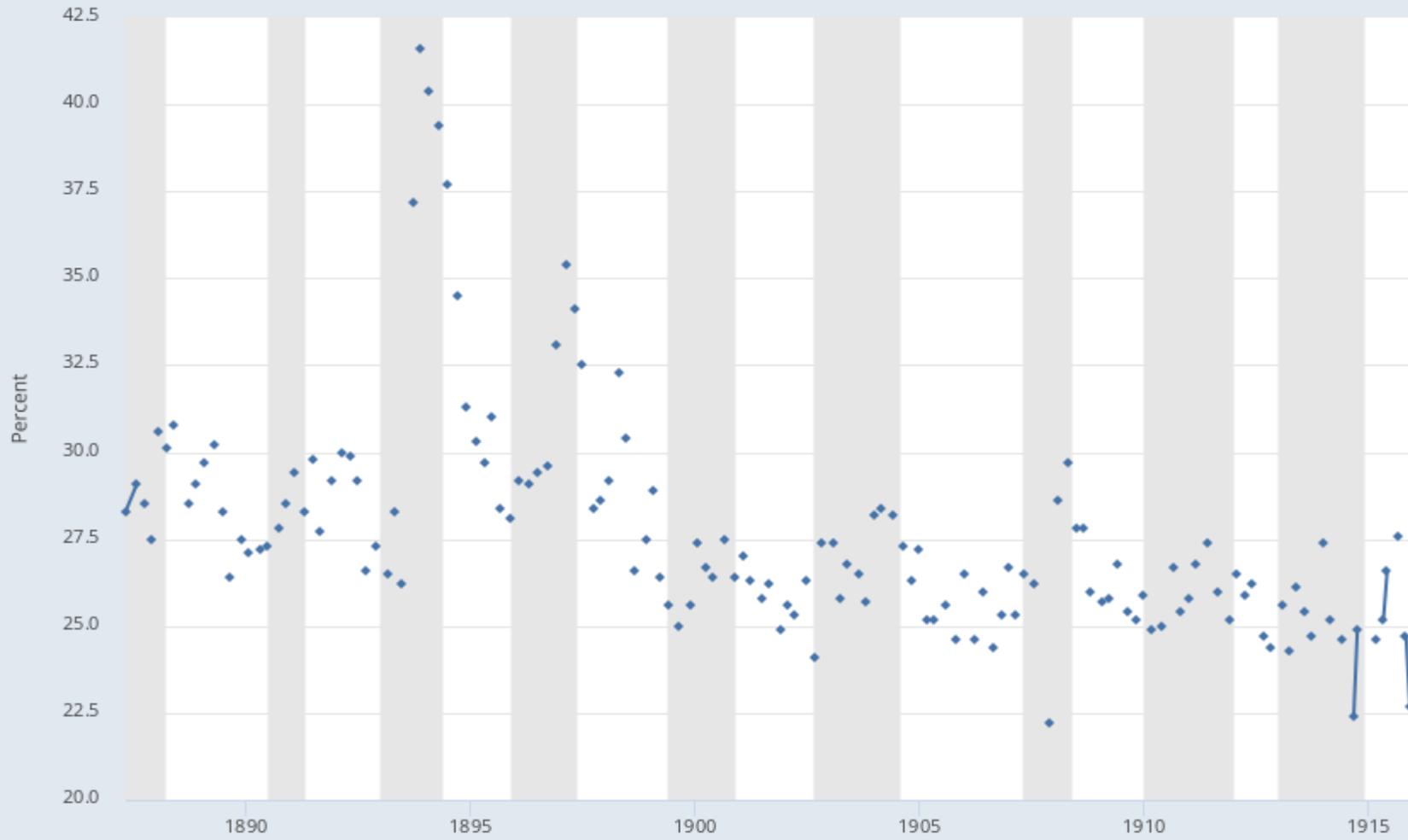
5. O Banco Central Europeu e a política monetária na UEM
 - a. **Resenha histórica sobre bancos centrais**
 - b. O BCE e o Eurosistema
 - c. Independência dos bancos centrais
 - d. Balanço simplificado do Eurosistema
 - e. A estratégia, os procedimentos e os instrumentos de política monetária
 - f. O sistema de pagamentos TARGET2
 - Transferências bancárias
 - g. A grande moderação: A política monetária (i.e., a regra de Taylor) no centro da política económica
 - h. O BCE e a conflitualidade de objetivos
 - i. A condução da política monetária perante choques assimétricos
 - j. O BCE e a crise do euro

Resenha histórica sobre bancos centrais

- Características importantes da política monetária no seu início
 - Operações de mercado aberto permanentes
 - Descobertas por acidente pela Reserva Federal em 1922
([FRBM, Region, August 1988](#))
 - Operações de mercado aberto permanentes traduzem-se na compra e/ou venda de dívida pública
 - Alteração da composição dos passivos públicos, o que significa minimização dos efeitos orçamentais (redistributivos)
 - Maior controlo da base monetária
 - Em operação regular não há necessidade de empréstimos do Banco Central à banca nem se coloca o problema de colateral ou de credor com prioridade, com as devidas implicações para o código de insolvência e/ou liquidação

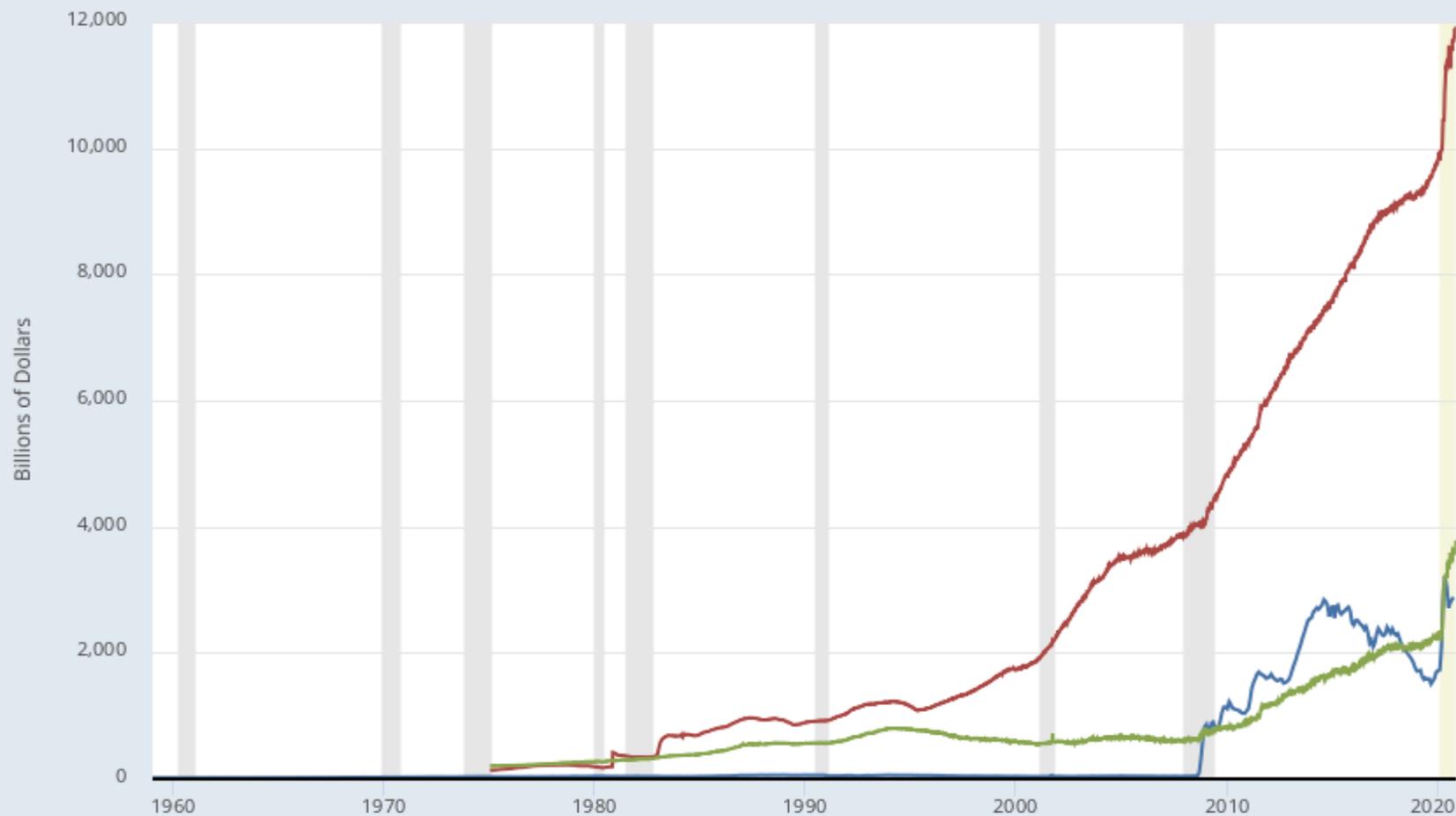
Resenha histórica sobre bancos centrais

- Características importantes da política monetária no seu início
 - As reservas dos bancos eram muito mais elevadas (ver gráficos), também porque as reservas mínimas obrigatórias eram muito mais elevadas
 - No final século XIX, entre rácio reservas - “net deposits” 27,5% e 30% para os principais bancos dos EUA mas conceito de “net deposits” poderá ser diferente. No início do século XX cai para entre 25% e 27,5%
 - Entre Janeiro de 1975 e 2008 rácio cai de 11,0% para 1%
 - O que implica uma maior percentagem de oferta de dinheiro público vs dinheiro privado, nos agregados monetários mais líquidos (M1, M2)



FRED

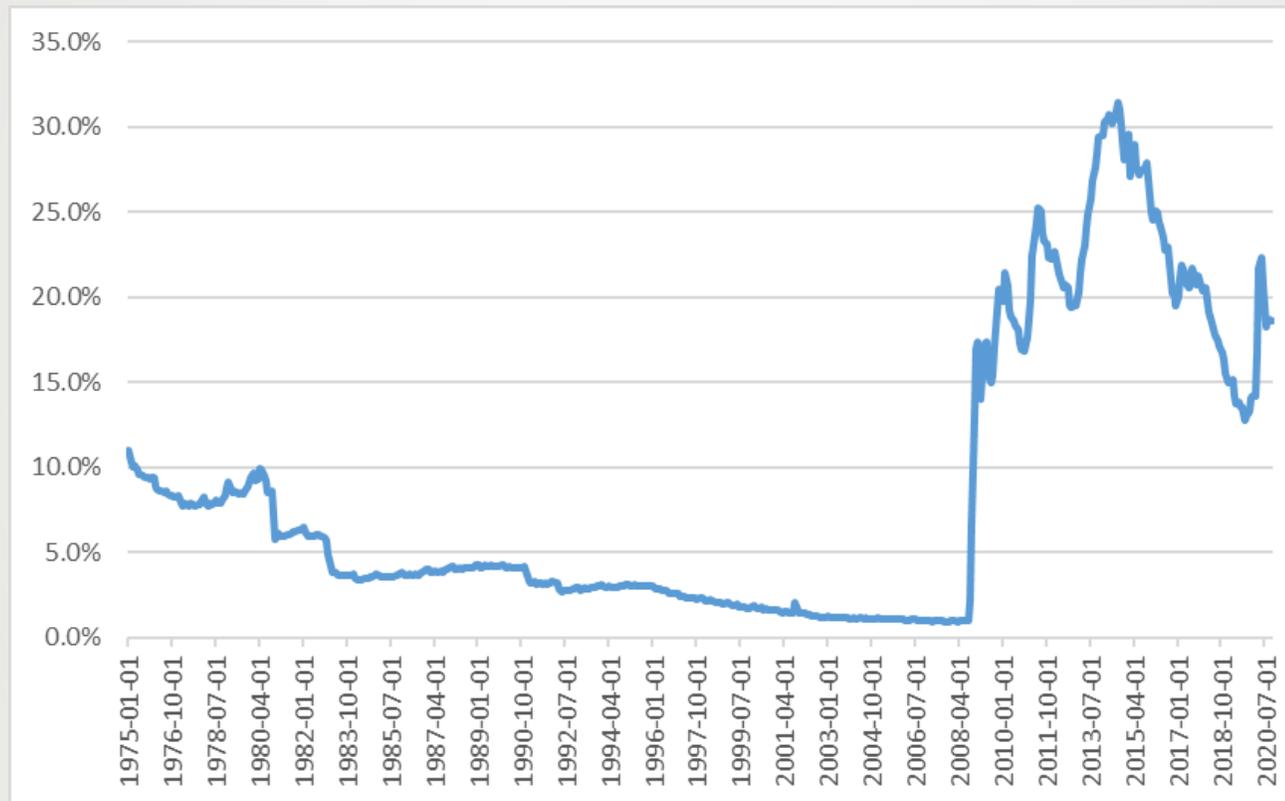
- Total Reserves of Depository Institutions
- Total Savings Deposits at all Depository Institutions
- Total Checkable Deposits



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

[myf.fred/g/y7WF](https://myf.fred.stlouisfed.org/g/y7WF)

Rácio de reservas-depósitos em declínio até à Crise Financeira Internacional



F: Cálculo do autor com base em dados da Federal Reserve Bank of Sr. Louis, FRED, <http://fred.stlouisfed.org/graph/?g=y7WF>

Nota: Reservas: não ajustadas sazonalmente; Depósitos M1+M2: média mensal, ajustados sazonalmente

Resenha histórica sobre bancos centrais

- Principais inovações na política monetária
 - Operações de mercado aberto temporárias (reversíveis) (com regras sobre o colateral)
 - O Banco Central torna-se credor dos bancos comerciais, potenciando conflitos de interesse
 - O Banco Central torna-se credor prioritário dos bancos comerciais, fora do alcance das leis e tribunais de insolvência e/ou liquidação
 - Torna-se mais fácil criar moeda privada (creditícia): as reservas podem ser obtidas através de operações regulares temporárias, particularmente na Área do Euro, sem o “estigma” da “janela de emergência” (“discount window”)
 - Redução das reservas mínimas obrigatórias (até à CFI e ao início dos programas de expansão quantitativa)
 - Maior preponderância de moeda privada vs pública
 - Maior endogeneidade da oferta de moeda

Resenha histórica sobre bancos centrais

- Principais inovações na política monetária
 - Bancos centrais independentes (1980s)
 - Os governos, em teoria, deixam de poder ordenar aos bancos que adquiram dívida pública (the case of FED+ Bank of England)
 - Enfoque da regulação bancária nos rácios de capital
 - Acordos de Basileia introduzem o conceito de ativos ajustados ao risco com base em experiência histórica

Resenha histórica sobre bancos centrais

- Nos anos 20 e anos 30, o objetivo principal da política monetária era controlar a taxa de câmbio (Tily, 2012)
 - O mundo desenvolvido estava no padrão ouro, i.e., tinha as moedas indexadas ao ouro e as moedas eram livremente convertíveis em ouro
 - Keynes era contra este estado de coisas
 - E, baseado na sua experiência com o sistema de câmbio da Índia, defendeu que se deveria abandonar o padrão ouro, com a política monetária a passar a ter o objetivo de controlar as taxas de juro
 - Também defendeu alterações à política de gestão da dívida pública

Suécia: Primeiro banco central

GLOBAL	Establishment of Selected Central Banks	
<p>Canada did not have a central bank for almost the first 70 years after Confederation. By the time the Bank of Canada began operations in 1935, most other countries already had a central bank. In fact, as you can see in the table, Sweden and the United Kingdom created their central banks back in the seventeenth century. These early central banks, however, were initially privately owned and gradually evolved into modern publicly owned central banks.</p>	Country	Year central bank was established
	Sweden	1656
	United Kingdom	1694
	France	1800
	Belgium	1850
	Germany	1875
	Japan	1882
	Italy	1893
	Switzerland	1905
	United States	1913
Canada	1935	

Source: Forrest H. Capie, Terence C. Mills, and Geoffrey E. Wood, "Central Bank Dependence and Inflation Performance: An Exploratory Data Analysis," in *Varieties of Monetary Reform: Lessons and Experiences on the Road to Monetary Union*, ed. Pierre L. Siklos (Dordrecht, The Netherlands: Kluwer Academic Publishers, 1994), pp. 95–132. Reprinted with permission of the publisher.

F: Mishkin (2011)

- Primeiros bancos centrais eram agentes orçamentais do soberano, i.e., solicitavam empréstimos (e procuravam financiamento) em nome do soberano

Banco de Portugal

- “O Banco de Portugal foi criado por Decreto régio em 19 de novembro de 1846, com a função de banco comercial e de banco emissor.
- Surgiu da fusão do Banco de Lisboa, um banco comercial e emissor, e da Companhia Confiança Nacional, uma sociedade de investimento especializada no financiamento da dívida pública.
- Foi fundado com o estatuto de sociedade anónima e, até à sua nacionalização, em 1974, era maioritariamente privado.”
- F: BdP (<https://www.bportugal.pt/page/historia>)

Banco de Portugal: 1837-1939

- “Até 1887, o Banco de Portugal partilhou com outras instituições o direito de emissão de notas.
- Com a publicação do Decreto de 9 de julho de 1891, o Banco de Portugal passou efetivamente a deter o exclusivo da emissão para o Continente, Açores e Madeira.
- Depois de uma primeira década de existência algo atribulada, o Banco de Portugal entrou numa fase de crescimento vigoroso, que durou até à I Guerra Mundial, tornando-se o banco comercial mais importante do país. Contribuiu significativamente para este crescimento o facto de a dívida pública, que era persistente, se ter podido monetizar, em grande parte, à custa de empréstimos públicos e não através da emissão de moeda.
- Enquanto vigorou o padrão-ouro, ou seja até 1891, uma das principais preocupações do Banco de Portugal foi assegurar a convertibilidade em moeda metálica das notas que emitia.”

Banco de Portugal: 1837-1939

- “Sem que oficialmente fosse parte das suas atribuições, o Banco de Portugal assegurava ao mesmo tempo a função de "prestamista de última instância" no sistema bancário, prevenindo ou atenuando várias crises.
- A partir da crise financeira e monetária de 1891 e do estabelecimento da inconvertibilidade das notas do Banco de Portugal, cessou a política monetária ativa, fixando-se a taxa de desconto num nível que perdurou até 1914. Em contrapartida, o Banco de Portugal desenvolveu a função de "banco dos bancos", acompanhada de um certo grau de supervisão informal do setor.
- Em junho de 1931, operou-se uma profunda reforma nas funções e nos estatutos do Banco de Portugal. Foram definidas novas regras que limitavam a expansão do passivo do Banco, relacionando-o com o montante de reservas em divisas. Estas regras, juntamente com outras de aplicação rigorosa, que limitavam a capacidade do Banco de Portugal para financiar o Estado, criaram condições para o controlo monetário efetivo. A dependência administrativa do Governo aumentou e o Banco de Portugal assumiu o compromisso de prosseguir uma política de taxas de juros e de câmbios fixos.”

Banco de Portugal: 1939-1974

- “Durante a II Guerra Mundial e no pós-guerra voltaram a ser introduzidas restrições às transações . Estas restrições deram origem a um sistema muito complexo de controlo cambial, abrangendo as operações de capitais, de mercadorias e de invisíveis correntes. As competências normativas nesta área, assim como a supervisão do sistema, passaram a ser da responsabilidade do Banco de Portugal, que começou a atuar como agente do Governo nas relações com organizações monetárias internacionais.
- No período que sucedeu a II Guerra Mundial, o comércio e os movimentos de capitais foram gradualmente liberalizados. O facto de haver excedentes orçamentais possibilitou esta liberalização e assegurou a viabilidade de uma política monetária de modo geral passiva, até meados da década de 1970. Durante todo este período, as funções do Banco de Portugal modificaram-se substancialmente, alargando-se aos pagamentos internacionais, à gestão das reservas e à política monetária interna.
- No final da década de 1950, foi criado um enquadramento normativo regulador da atividade dos bancos comerciais e de outras instituições de crédito.
- Entre 1957 e 1960, foram aprovadas leis que obrigaram os bancos a constituir reservas mínimas de caixa e que conferiam ao Banco de Portugal grandes responsabilidades, permitindo-lhe maior intervenção nas áreas de controlo do crédito e na fixação das taxas de juro.”

Banco de Portugal: 1974-1997

- “Depois da sua nacionalização, em setembro de 1974, as funções e estatutos do Banco de Portugal foram redefinidos através da Lei Orgânica publicada em 15 de novembro de 1975, que lhe atribuía o estatuto de banco central e incluía, pela primeira vez, a função de supervisão do sistema bancário.
- Devido às alterações sociais, a política monetária tornou-se mais ativa e o Banco de Portugal assumiu importantes responsabilidades nas áreas do controlo monetário e do crédito e na organização e regulamentação dos mercados monetários, principalmente após a adesão de Portugal à Comunidade Europeia, em 1986.
- À medida que a política orçamental ia sendo controlada e se verificava uma integração crescente nos mercados europeus, as funções do Banco de Portugal aproximavam-se das dos restantes bancos centrais europeus.
- Em outubro de 1990, foi promulgada uma nova Lei Orgânica. As principais inovações diziam respeito às limitações impostas ao financiamento dos défices do Estado. Foram também incluídas outras disposições garantindo maior independência ao Conselho de Administração do Banco de Portugal. “

Banco de Portugal: 1974-1997

- “Em 1992, o enquadramento da política económica sofreu uma modificação substancial, traduzindo a opção das autoridades por políticas voltadas para a estabilidade nominal.
- Em abril desse ano, ocorreu a adesão do escudo ao Mecanismo das Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu.
- Em dezembro, foi decidida a completa liberalização dos movimentos de capitais, tornando o escudo plenamente convertível.
- Ainda no quadro da preparação para a União Económica e Monetária, a Lei Orgânica do Banco de Portugal sofreu alterações profundas em 1995.
- A estabilidade dos preços surgiu, então, como a principal missão do Banco de Portugal. Foi alargada a sua autonomia na condução da política monetária e aumentam as atribuições no domínio dos sistemas de pagamentos. “

Banco de Portugal: 1998- (União Económica e Monetária)

- “Em janeiro de 1998, a Lei Orgânica do Banco de Portugal voltou a sofrer profundas alterações para reforçar a autonomia do banco central, nos termos exigidos pela participação de Portugal na terceira fase da União Económica e Monetária, e para preparar a sua integração no Sistema Europeu de Bancos Centrais.
- [...] A 1 de junho de 1998, o Banco de Portugal passou a fazer parte do Sistema Europeu de Bancos Centrais.
- Em 1 de janeiro de 1999, depois de, na véspera, o Conselho da União Europeia ter aprovado as taxas irrevogáveis de conversão entre o euro e as moedas dos 11 Estados-Membros participantes, deu-se início à terceira fase da União Económica e Monetária, marcada pela existência de uma política monetária única e de uma moeda única - o euro. As moedas dos 11 Estados-Membros participantes, de entre as quais o escudo, passaram, assim, a ser meras denominações nacionais do euro.”

Conteúdo

5. O Banco Central Europeu e a política monetária na UEM
 - a. Resenha histórica sobre bancos centrais
 - b. **O BCE e o Eurosistema**
 - c. Independência dos bancos centrais
 - d. Balanço simplificado do Eurosistema
 - e. A estratégia, os procedimentos e os instrumentos de política monetária
 - f. O sistema de pagamentos TARGET2
 - Transferências bancárias
 - g. A grande moderação: A política monetária (i.e., a regra de Taylor) no centro da política económica
 - h. O BCE e a conflitualidade de objetivos
 - i. A condução da política monetária perante choques assimétricos
 - j. O BCE e a crise do euro

O BCE e o Eurosistema

- Independente: o banco central mais independente do mundo segundo Willem Buiter
- Controlado pelo Conselho de Governo (“Governing Council”) do BCE cujo núcleo é uma Comissão Executiva de seis elementos
 - Responsável pela implementação da política monetária
 - Membros da Comissão Executiva nomeados para mandatos únicos de 8 anos
 - Restantes membros do Conselho do Governo com mandato mínimo de 5 anos
- Os grandes estados membros da Área do Euro têm 2 elementos no Conselho de Governo, um dos quais pertence à Comissão Executiva
- Com o crescimento da área euro, os votos dos estados membros mais pequenos no Conselho do BCE passaram a ser rotativos

Terminologia

- BCE, com sede em Frankfurt
- Eurosistema (BCE + bancos centrais nacionais dos estados membros da Área do Euro)
- Sistema Europeu de Bancos Centrais (inclui bancos centrais nacionais de estados membros da UE)

A Comissão executiva do BCE

- Tem grande influência na condução da política monetária
- Presidente com grande poder – determina agenda e influencia votos dos membros do Conselho do BCE
- Atual presidente: Christine Lagarde



F: BCE, Fev. 2020

- A Comissão Executiva do BCE (para referência)

Membros



Christine Lagarde
Presidente do BCE
[> Curriculum vitae](#)



Luis de Guindos
Vice-Presidente do BCE
[> Curriculum vitae](#)



Philip R. Lane
Membro da Comissão Executiva do BCE
[> Curriculum vitae](#)



Yves Mersch
Membro da Comissão Executiva do BCE
[> Curriculum vitae](#)



Fabio Panetta
Membro da Comissão Executiva do BCE
[> Curriculum vitae](#)



Isabel Schnabel
Membro da Comissão Executiva do BCE
[> Curriculum vitae](#)

Sede do BCE, Frankfurt



- F: Bundesbank, [Wikipedia](#)



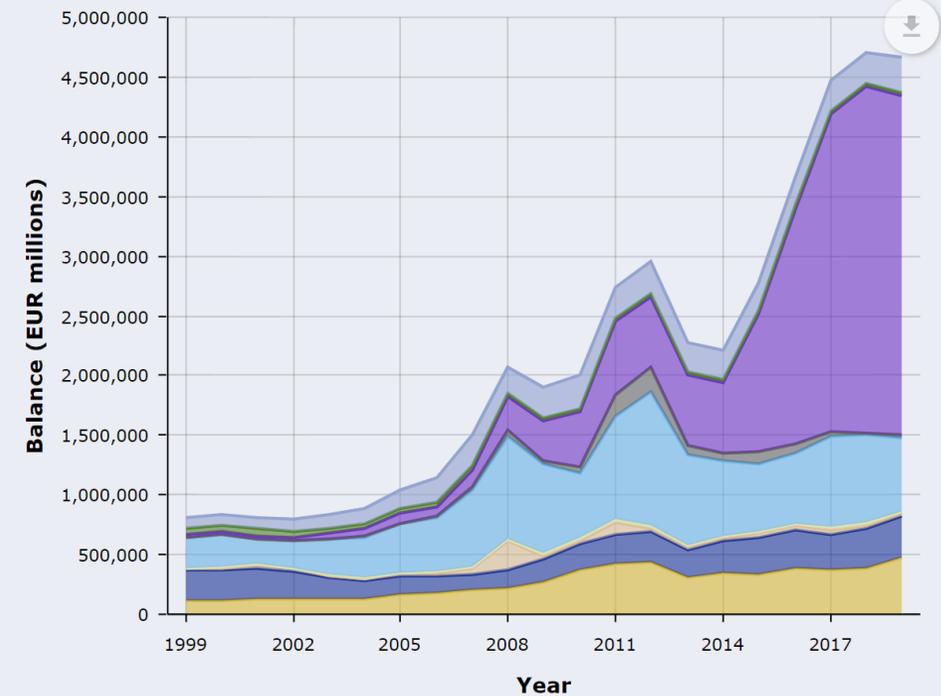
Ativos consolidados do Eurosistema

- Política monetária não convencional ganha preponderância a partir da Crise Financeira Internacional e a partir de Março de 2015

F: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>

Assets | Liabilities

Chart | Table



Select all

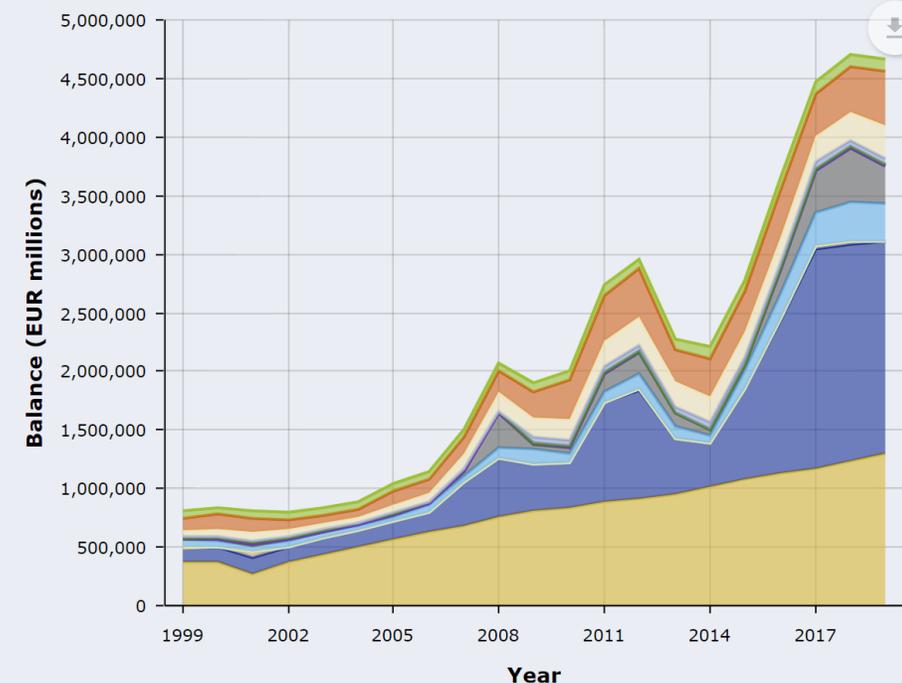
Balance (EUR millions) 2019	
<input checked="" type="checkbox"/> A1 Gold and gold receivables	470,742
<input checked="" type="checkbox"/> A2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	349,656
<input checked="" type="checkbox"/> A3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency	22,074
<input checked="" type="checkbox"/> A4 Claims on non-euro area residents denominated in euro	17,491
<input checked="" type="checkbox"/> A5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro	624,232
<input checked="" type="checkbox"/> A6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	18,849
<input checked="" type="checkbox"/> A7 Securities of euro area residents denominated in euro	2,847,102
<input checked="" type="checkbox"/> A8 General government debt denominated in euro	23,380
<input checked="" type="checkbox"/> A9 Other assets	297,899
Total:	4,671,425

Totals may not add up, due to rounding.

Passivos consolidados do Eurosistema

Assets | Liabilities

Chart | Table



Select all

	Balance (EUR millions) 2019
<input checked="" type="checkbox"/> L1 Banknotes in circulation	1,292,742
<input checked="" type="checkbox"/> L2 Liabilities to euro area credit institutions	1,813,377
related to monetary policy operations denominated in euro	
<input checked="" type="checkbox"/> L3 Other liabilities to euro area credit institutions denominated in euro	9,869
<input checked="" type="checkbox"/> L4 Debt certificates issued	0
<input checked="" type="checkbox"/> L5 Liabilities to other euro area residents denominated in euro	311,769
<input checked="" type="checkbox"/> L6 Liabilities to non-euro area residents denominated in euro	321,429
<input checked="" type="checkbox"/> L7 Liabilities to euro area residents denominated in foreign currency	7,934
<input checked="" type="checkbox"/> L8 Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency	7,408
<input checked="" type="checkbox"/> L9 Counterpart of special drawing rights allocated by the IMF	57,371
<input checked="" type="checkbox"/> L10 Other liabilities	275,376
<input checked="" type="checkbox"/> L11 Revaluation accounts	466,595
<input checked="" type="checkbox"/> L12 Capital and reserves	107,555
Total:	4,671,425

F: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>

Reserva Federal (“Federal Reserve System”)

- Estrutura
 - Board of Governors of the Federal Reserve System
 - 7 membros nomeados pelo presidente dos EUA, mandato de 14 anos, podendo ser renovado por mais 7 anos
 - O presidente (Chairman) é escolhido de entre os 7 para um mandato de 4 anos, renovável. Depois do fim do seu mandato, espera-se que se demita do BoG
 - Federal Reserve Banks
 - 12 bancos regionais
 - Federal Open Market Committee (FOMC)
 - Responsável pela implementação da política monetária
 - 12 membros
 - 7 governadores + presidente da Reserva Federal de NY + 4 outros presidentes de Federal Reserve Banks (rotativo)
 - Federal Advisory Council
 - Cerca de 2900 bancos comerciais são membros do Sistema da Reserva Federal

- F: Mishkin (2011)

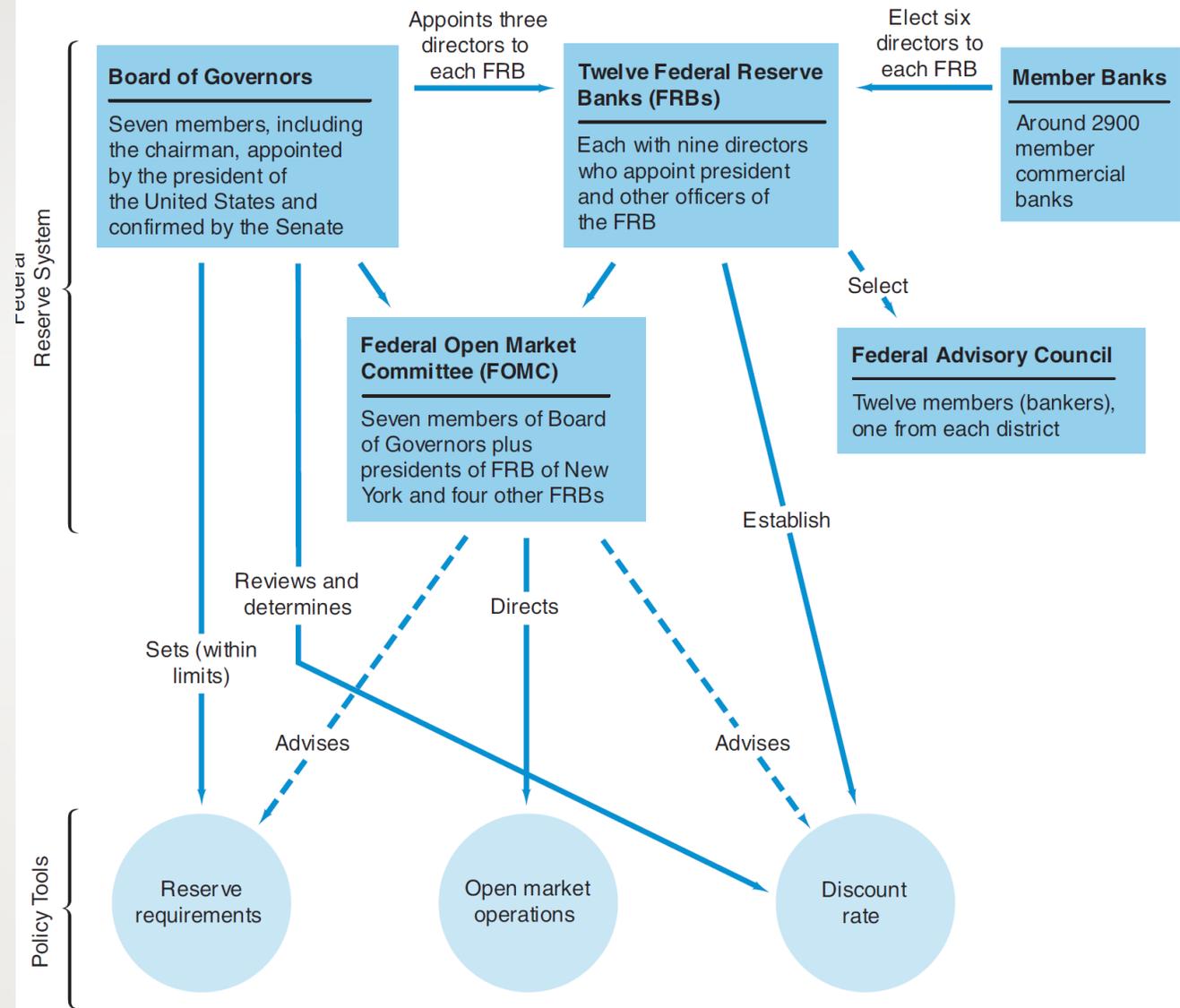
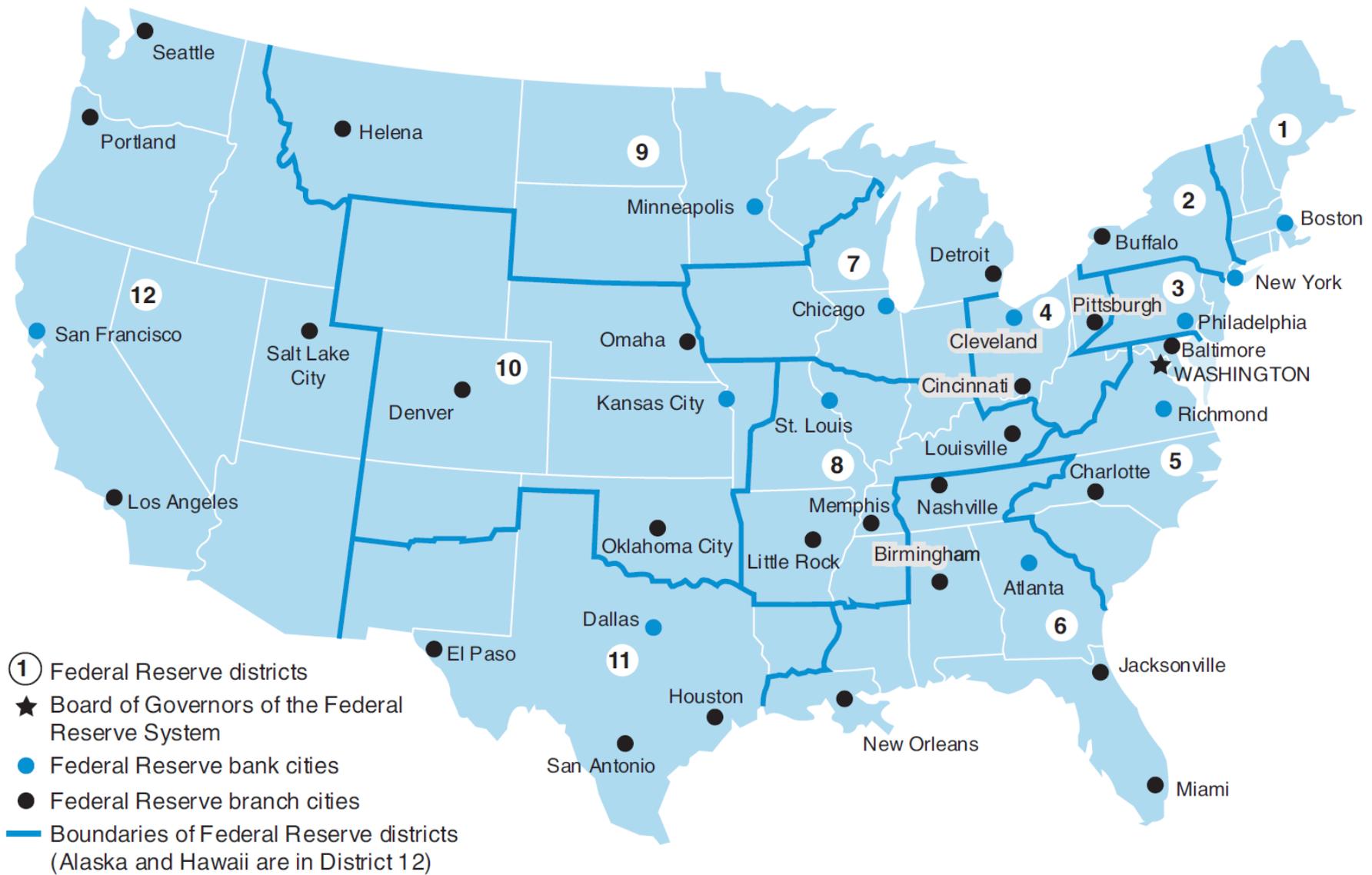


FIGURE 15-1 Structure and Responsibility for Policy Tools in the Federal Reserve System

Dashed lines indicate that the FOMC “advises” on the setting of reserve requirements and the discount rate.



• F: Mishkin (2011)

FIGURE 15-2 Federal Reserve System

Source: Federal Reserve Bulletin

Conteúdo

5. O Banco Central Europeu e a política monetária na UEM
 - a. Resenha histórica sobre bancos centrais
 - b. O BCE e o Eurosistema
 - c. **Independência dos bancos centrais**
 - d. Balanço simplificado do Eurosistema
 - e. A estratégia, os procedimentos e os instrumentos de política monetária
 - f. O sistema de pagamentos TARGET2
 - Transferências bancárias
 - g. A grande moderação: A política monetária (i.e., a regra de Taylor) no centro da política económica
 - h. O BCE e a conflitualidade de objetivos
 - i. A condução da política monetária perante choques assimétricos
 - j. O BCE e a crise do euro

Independência

- A independência do banco central é relativamente recente
- Resulta de exemplos concretos
 - Bundesbank
 - Reserva Federal com Volcker 1979-1987
- Subjacente o princípio: o governo deixa de ser capaz de monetizar diretamente os défices
- Conceito de independência está relacionado com o de separação de poderes
 - Legislativo
 - Executivo
 - Judicial

Independência

- A ideia da política monetária independente é criar um quarto poder, em democracia, quase independente dos restantes três, elevando a política monetária a um patamar similar ao do poder legislativo, executivo e judicial
- A independência dos bancos centrais, que é suportada por instituições dos mercados financeiros (e.g., grandes bancos) também traduz a importância que é atribuída à política monetária como principal política económica
- Consenso sobretudo a partir dos anos 1980
 - Mas ainda questionado

Independência torna-se dominante a partir dos anos 80

- A 6 de Agosto de 1979, Paul Volcker nas funções de presidente do Conselho de Governadores da Reserva Federal (*)
 - Foi citado pelo New York Times (incorretamente) defendendo que os americanos teriam de empobrecer porque viviam acima das possibilidades, frase que gerou imediata e persistente polémica.
 - Ao invés, terá defendido, perante a Comissão de Economia do Congresso e Senado dos EUA (a 17 de Outubro de 1979), que choques exógenos negativos já teriam resultado numa diminuição do nível de vida dos americanos, efeito que não poderia ser evitado.
 - Argumentou ainda que se as políticas públicas procurassem melhorar *o nível de vida dos americanos tal resultaria num “processo que apenas alimenta a inflação”*.
 - Políticas monetária e orçamental expansionistas seriam ineficazes no aumento do rendimento e, por conseguinte, a prioridade deveria ser o combate à inflação.

(*) Em parte adaptado de texto do autor “A importância improvável de um (só) homem”, Público, 16.12.2019

Consequências

- “Tese de empobrecimento” de Paul Volcker é criticada por Jimmy Carter (1979)
 - Política monetária restritiva criticada nos EUA
- Recessão e aumento do desemprego contribuem para a eleição de Ronald Reagan em Nov. 1980
 - Com Margaret Thatcher, exponentes do liberalismo e da desregulamentação
- Possíveis leituras:
 - Política monetária independente do poder político pode ter resultados positivos
 - Prioridade é o controlo da inflação (pode ser necessário “empobrecer”)
 - Diferente rumo político da história dos EUA, com outra política monetária?
 - FOMC e Conselho de Governadores divididos e Carter poderia ter sido reeleito

Independência

- “Attributed to [Mayer Amschel Rothschild](#) (1744 - 1812) mostly with the date 1790, the year before the establishment of the [First Bank of the United States](#).

No primary source for this is known and the earliest attribution to him known is:

“In the present critical stage of American development I would call your attention to the following maxim of the " money lenders " of the Old World : "Let us control the money of a country, and we care not who makes its laws." Those who favor the continuance of banks of issue in this country are to be classified in history with John Sherman and Nelson W. Aldrich and the money power.”

by T.C. Daniel, 1857 - 1923 ; letter to President W. Wilson, May 8, 1913; reported in his statement for the joint hearings before the subcommittees of the Committees on Banking and Currency of the Senate and of the House of Representatives, charged with the investigation of rural credits, Sixty-third Congress, second session, part 1, [pp. 764](#), February 16, 1914;

Daniel was the author of *Real Money versus Bank Credit as a Substitute for Money*, 1911, and of *The High Cost of Living: Cause — Remedy*, 1912 ; further in the statement [pp 771](#) he quoted:

"Let us control the money of a country and we care not who makes its laws." This is the maxim of the house of Rothschilds, and is the foundation principle of European banks.

This quote was used in *The Magazine of Wall Street and Business Analyst*(November 10, 1934 p.67) and in *Money Creators* (1935) by Gertrude M. Coogan.”

- F: Quora, 12.11.2019, < <https://www.quora.com/Did-Nathan-Rothschild-really-say-Give-me-control-of-a-nations-money-and-I-care-not-who-makes-its-laws> >

Independência

- Banco central está no centro dos mercados financeiros e da política financeira
 - Controla o mercado de dívida, taxas de juro de curto prazo até longo prazo
 - Controla o sistema bancário
 - E.g., mesmo depois do programa de expansão quantitativa, BCE ~40% (€4,6trillion) do PIB, sistema bancário da AE ~250% do PIB
- Relação distanciada com o Estado, intermediada pelos bancos (e.g., Treasury bond primary market dealers)

Independência



- A independência também é conseguida colocando intermediários financeiros no processo de venda de dívida pública (leilões no mercado financeiro e no mercado secundário)
- O banco central monitoriza e controla o comportamento do mercado de dívida pública, mas deixa de estar dependente e deixa de ser responsável pela sua evolução
- A responsabilidade passa a ser dos Governos dos Estados Membros, por exemplo quando os mercados financeiros não concordam com a política orçamental ou em períodos de crise económica (e.g., por exemplo, quando as taxas de juro da dívida pública aumentam)

Independência

- Stanley Fischer (e.g., Fischer, 2015) definiu dois critérios para aferir a independência de bancos centrais:
 - Instrumentos
 - O banco central é capaz de definir, de forma independente, os instrumentos que utiliza para implementar a política monetária?
 - Objetivos
 - O banco central é capaz de definir, de forma independente, os objetivos da política monetária?

Independência

- Como anteriormente referido, alguns autores consideram que o Banco Central Europeu é o banco central mais independente do mundo (e.g., Buiter)
 - Pode definir instrumentos, objetivos, estratégia de política monetária
 - Define o que entende por estabilidade de preços
 - Membros da comissão executiva gozam de imunidade diplomática protegida pelo tratado de Viena
 - Controlo externo das ações do BCE pelo
 - Tribunal de Contas Europeu
 - Que no entanto só verifica a validade das contas e não a substância das decisões
 - Parlamento Europeu, ECON Committee, no entanto sem carácter vinculativo

Independência da Reserva Federal

- Historicamente, desde 1979, muito elevada
- Mas afigura-se que baseado mais em precedente histórico do que em força legal
 - Presidente Donald Trump considerou demitir o presidente da Reserva Federal Jerome Powell
 - Dúvidas se teria o poder para o fazer
 - Mas dada a posição central do presidente na arquitetura legal dos EUA, afigura-se-me que sim
 - A independência do FED é uma inovação relativamente recente (Fischer, 2015) que ainda não foi suficientemente testada

Exercícios aula

1. Represente a arquitetura do sistema monetário europeu incluindo BCE, TARGET2/Eurosistema, Banco de Portugal, Bundesbank, Bank of Slovenia, Deutsche Bank (DE), BCP (PT), NLB (Eslovénia).
2. Apresente a evolução dos balanços do Jakob, do António, dos bancos comerciais e dos bancos centrais envolvidos na transferência de 100€ dos 1000€ que o Jakob possui na sua conta no NLB na Eslovénia, para a conta do António no BCP.
3. Comente de modo fundamentado a seguinte afirmação: “Existe soberania monetária na Zona Euro”.

Bibliografia

- Cabral, R. (2013). "O euro em crise: Cronologia e análise". Em: Palma, C. Paz Ferreira, E., Torres, H. (Eds.), *Estudos em homenagem ao professor doutor Alberto Xavier* (Vol. II, p. 635-654). Lisboa: Almedina.
- Fischer, S. (2015, 4 November). "Central Bank Independence". Keynote Speech, <https://www.bis.org/review/r151109c.pdf>
- FRBM (1988) "Discovering Open Market Operations", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *The Region*, August issue.
- de Grauwe, P. (2018). *Economics of monetary union* (12th edition, cap. 3, 4 e 5). Oxford: Oxford University Press.
- Issing, I. (2009). *The birth of the euro*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tily, G. (2012) "Keynes's monetary theory of interest", *BIS Papers No. 65*.



Anexo I – Análise de sustentabilidade da dívida (Debt sustainability analysis [DSA])

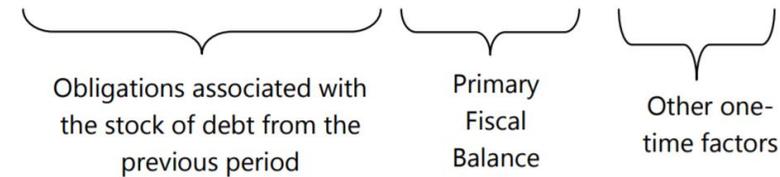
Annex I. Debt Dynamics

This annex presents the analytical derivation of the evolution of the public debt-to-GDP ratio.

The level of public debt

The market-access country (MAC) debt sustainability analysis (DSA) framework is based on a general and flexible identity characterizing the evolution of the stock of public debt. In its most basic form, the evolution of public debt can be characterized in the following way:

$$D_{t+1} = \frac{e_{t+1}}{e_t} * (1 + i_{t+1}^f) * D_t^f + (1 + i_{t+1}^d) * D_t^d - (T_{t+1} + G_{t+1} - S_{t+1}) + O_{t+1} + RES_{t+1} \quad (1)$$



Where subscripts refer to time periods and superscript "f", "d", refer to foreign-currency and domestic-currency denominated debt, respectively.

- D_t^f is the stock of foreign currency-denominated debt at the end of period t.
- D_t^d is the stock of local currency-denominated debt at the end of period t.
- e_{t+1} is the nominal exchange rate (LC/USD) at the end of period t+1.
- i_{t+1}^f is the effective nominal interest rate on foreign currency-denominated debt in period t+1.
- i_{t+1}^d is the effective nominal interest rate on local currency-denominated debt in period t+1.
- T_{t+1} is total public sector revenues in local currency (LC) in period t+1.
- G_{t+1} is total grants to the public sector in local currency (LC) in period t+1.
- S_{t+1} is public expenditures excluding interest payments in local currency (LC) in period t+1.
- O_{t+1} is other identified debt-creating flows in period t+1. These are flows having an impact on the level of debt that are not captured by the public sector fiscal balance. They include items such as: (i) privatization receipts; (ii) recognition of contingent liabilities; (iii) debt relief; and (iv) other specific items such as bank recapitalization.
- RES_{t+1} is a residual ensuring that the identity holds. In order to minimize the residual the user should ensure that there is consistency between the definition of the stock and flow variables.

- Equação da dinâmica da dívida, para países com acesso aos mercados e com componente da dívida pública denominada em moeda doméstica e outra denominada em moeda estrangeira

F: FMI (2013) "PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS IN MARKET-ACCESS COUNTRIES", Staff Guidance Note, p.39

Análise de sustentabilidade da dívida

- Se a dívida for denominada exclusivamente em moeda doméstica e se se ignorarem despesa que entra diretamente para a dívida (e.g., injeções de capital), a expressão simplifica para
- $D_{t+1} = (1 + i_{t+1}) * D_t + (T_{t+1} - G_{t+1} + IO_{t+1})$
- Onde, G_{t+1} é a despesa pública total e IO_{t+1} é a despesa pública com juros, i.e., $(T_{t+1} - G_{t+1} + IO_{t+1})$ é o saldo orçamental primário no ano $t+1$.

Long-run debt levels

The underlying concept for the long-run debt hinges on the partial equilibrium framework. To operationalize this concept, (i) expected future primary fiscal balances are approximated by their average over the sample period; and (ii) future interest rates and growth are also assumed to equal their historical averages. The formula assuming a constant path for these variables is as follows:

$$d^* = \frac{p}{r - g}$$

where d^* is long-run level of debt, p is historical average primary balance, r is historical average interest rate, and g is historical average GDP growth rate.

The long-run debt level is estimated on average at 58 percent of GDP. Following the work by Ostry et al (2010), the discount rate is also calculated based on the average projected interest rate in the WEO, yielding the long-run debt level of 49 percent of GDP, on average. The results are however sensitive to macroeconomic assumptions.