

POLÍTICA ECONÓMICA

MESTRADO EM ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

1º SEMESTRE 2020/2021

5. A POLÍTICA MONETÁRIA NA UEM

3 DE DEZEMBRO 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

Balanço simplificado do Banco Central

Para analisar o papel do Banco Central na definição da base monetária considere-se uma versão simplificada do balanço da autoridade monetária

Activos	Passivos
DLX – disponibilidades líquidas sobre o exterior (divisas, ouro)	C – moedas e notas na posse do público não bancário
CIB – crédito interno concedido ao SPA ¹ e às OIM pelo BC	R – reservas bancárias das OIM no BC
Base Monetária = DLX + CIB	Base Monetária = C + R

¹ No caso da UEM, o Tratado de Maastricht e os Estatutos do BCE e do SEBC proíbem financiamento direto e levantamentos a descoberto aos estados membros (ou seja, não existe ou esta rubrica no balanço do Eurosistema). O financiamento dos défices e das dívidas públicas é realizado através dos mercados financeiros.

Exercícios aula (revisão)

1. Suponha que uma empresa americana A importa bens com o valor de mil milhões de euros de uma empresa B localizada na Alemanha. Suponha que essa empresa dá instruções ao seu banco (e.g., Bank of America) para transferir esse dinheiro da sua conta nos EUA denominada em dólares para a conta da empresa B no Deutsche Bank da Alemanha, denominada em euros.
 - a) Apresente a evolução dos balanços dos intervenientes nessa transferência bancária no atual contexto
 - b) O que acontece às base monetárias dos EUA e da Área do Euro?
 - c) O que acontece à taxa de câmbio EUR-USD?
2. Suponha agora que tanto o BCE como a Reserva Federal intervêm no mercado cambial para esterilizar essa operação, à taxa de câmbio $\text{€}1=\text{\$}1,2$ resultando numa redução da base monetária dos EUA de 1,2 mil milhões de dólares e num aumento da base monetária da Área do Euro de mil milhões de euros
 - a) Nesse novo contexto hipotético, apresente de novo a evolução dos balanços dos intervenientes nessa transferência bancária

Os agregados monetários da zona euro

- “The ECB's definition of euro area monetary aggregates
 - The ECB's definition of euro area monetary aggregates is based on the following: A harmonised definition of the **money-issuing sector**. It consists of those entities which issue liabilities with a high degree of moneyness to non-MFIs located in the euro area (excluding central government). This sector comprises MFIs resident in the euro area.
 - A harmonised definition of the **money-holding sector**, which comprises all non-MFIs resident in the euro area (except central government). In addition to households, non-financial corporations and financial institutions which are not MFIs are included, as well as state and local governments and social security funds. Central governments are considered to constitute a "**money-neutral**" sector, with one exception: central government liabilities with a monetary character (Post Office accounts, national savings accounts and Treasury accounts) are included as a special item in the definition of monetary aggregates.
 - The harmonised definitions of **MFI liabilities categories**. These make it possible to distinguish between MFI liabilities according to their degree of moneyness, while also taking into account the features of different financial systems.
- Based on conceptual considerations and empirical studies, and in line with international practice, the Eurosystem has defined a narrow aggregate (M1), an "intermediate" aggregate (M2) and a broad aggregate (M3). These aggregates differ with regard to the degree of moneyness of the assets included.” (F: [ECB](#))

Definições dos agregados monetários da Área do Euro

Liabilities (1)	M1	M2	M3
Currency in circulation	X	X	X
Overnight deposits	X	X	X
Deposits with an agreed maturity up to 2 years		X	X
Deposits redeemable at a period of notice up to 3 months		X	X
Repurchase agreements			X
Money market fund (MMF) shares/units			X
Debt securities up to 2 years			X

(1) Liabilities of the money-issuing sector and central government liabilities with a monetary character held by the money-holding sector

Fonte do quadro: BCE

Definições dos agregados monetários da Área do Euro

- “**Narrow money (M1)** includes currency, i.e. banknotes and coins, as well as balances which can immediately be converted into currency or used for cashless payments, i.e. overnight deposits.
- “**Intermediate" money (M2)** comprises narrow money (M1) and, in addition, deposits with a maturity of up to two years and deposits redeemable at a period of notice of up to three months. Depending on their degree of moneyness, such deposits can be converted into components of narrow money, but in some cases there may be restrictions involved, such as the need for advance notification, delays, penalties or fees. The definition of M2 reflects the particular interest in analysing and monitoring a monetary aggregate that, in addition to currency, consists of deposits which are liquid.
- **Broad money (M3)** comprises M2 and marketable instruments issued by the MFI sector. Certain money market instruments, in particular money market fund (MMF) shares/units and repurchase agreements are included in this aggregate. A high degree of liquidity and price certainty make these instruments close substitutes for deposits. As a result of their inclusion, M3 is less affected by substitution between various liquid asset categories than narrower definitions of money, and is therefore more stable.”
- F: [ECB](#)

Evolução dos agregados monetários

I Monetary developments in the euro area: SEPTEMBER 2015 (EUR billions and annual percentage changes; data adjusted for seasonal effects ^{a)})							
	END-OF-MONTH LEVEL	MONTHLY FLOW			ANNUAL GROWTH RATE		
	SEPTEMBER 2015	JULY 2015	AUGUST 2015	SEPTEMBER 2015	JULY 2015	AUGUST 2015	SEPTEMBER 2015
COMPONENTS OF M3							
(1) M3 (= items 1.3, 1.6 and 1.11)	10688	88	5	17	5.3	4.9	4.9
(1.1) Currency in circulation	1028	6	5	2	8.9	8.6	8.3
(1.2) Overnight deposits	5423	74	7	42	13.0	12.1	12.4
(1.3) M1 (items 1.1 and 1.2)	6451	80	11	44	12.3	11.5	11.7
(1.4) Deposits with an agreed maturity of up to two years	1447	-14	-7	-15	-11.4	-11.2	-11.5
(1.5) Deposits redeemable at notice of up to three months	2168	1	4	0	0.5	0.6	0.5
(1.6) Other short term deposits (items 1.4 and 1.5)	3615	-13	-3	-15	-4.7	-4.5	-4.7
(1.7) M2 (items 1.3 and 1.6)	10066	67	8	30	5.5	5.1	5.2
(1.8) Repurchase agreements	95	14	-3	-8	-19.1	-21.2	-23.3
(1.9) Money market fund shares	456	18	2	-1	7.9	9.6	9.0
(1.10) Debt securities issued with a maturity of up to two years	72	-12	-3	-4	18.2	8.0	-3.6
(1.11) Marketable instruments (items 1.8, 1.9 and 1.10)	622	21	-3	-12	2.7	2.4	0.5

Moeda em circulação, i.e., na posse do público não bancário (“moeda pública”) é menos de 1/5 dos depósitos à ordem (“moeda privada”). Considerar ainda reservas bancárias

Moeda em circulação representa, em media, 2932 euros por cada um dos 341 milhões de habitantes da área euro

Agregados monetários em Portugal

A.7 Agregados monetários

Fonte: Banco de Portugal

	Área do euro ⁽¹⁾					Contribuição de Portugal ⁽²⁾					
	Dez-13	Set-14	Dez-14	Ago-15	Set-15	Dez-13	Set-14	Dez-14	Ago-15	Set-15	
	(10 ⁹ euros)										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Posições em fim de mês											
1	M1.....	5 425.9	5 669.0	5 939.1	6 404.6	6 428.1	50.5	56.8	55.0	61.9	62.6
2	M2.....	9 246.6	9 467.0	9 683.0	10 031.8	10 040.1	143.9	144.7	143.8	148.1	148.8
3	M3.....	9 849.5	10 076.8	10 313.6	10 674.8	10 661.9	147.8	147.6	146.5	150.7	151.4

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

Objetivos da política monetária

- Mandato único: Estabilidade de preços (Tratados Europeus)
 - Definido pelo próprio BCE (Conselho do BCE)
- Sem prejuízo desse mandato, outras considerações a adotar na política monetária
 - Crescimento económico e do emprego
 - Estabilidade financeira
 - Sustentabilidade ambiental



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Banking Supervision **Português** ENGLISH OTHER LANGUAGES (21) +

Follow us [Twitter](#) [LinkedIn](#) [Instagram](#) [YouTube](#) [Facebook](#) [RSS](#)

[About](#) [Media](#) [Explainers](#) [Research & Publications](#) [Statistics](#) [The Euro](#) [Monetary Policy](#) [Payments & Markets](#) [Careers](#)

Home > Sobre o BCE > **Atribuições**

Sobre o BCE

- + Organização
- **Atribuições**
 - Política monetária
 - Estatísticas
 - + Estabilidade financeira e política macroprudencial
 - Notas de euro
 - Pagamentos e títulos
 - + Relações europeias
 - + Assuntos internacionais
 - Ativos de reserva e fundos próprios
 - Operações cambiais
- + História
- + Material didático
- + Visitas ao BCE
- + Arte e cultura
- + Edifício principal
 - Quadro jurídico
- + Oportunidades de emprego
- + Adjudicação de contratos
- + Acesso a documentos

Atribuições

As atribuições do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do Eurosistema encontram-se definidas no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (**Tratado**) e especificadas no Protocolo relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu (**Estatutos**), anexo ao Tratado.

De um modo geral, o Tratado faz referência ao SEBC, em vez de ao Eurosistema, dado ter sido formulado sob a premissa de que todos os Estados-Membros da União Europeia (UE) acabariam por adotar o euro. O Eurosistema é composto pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais (BCN) dos Estados-Membros da UE cuja moeda é o euro, ao passo que o SEBC compreende o BCE e os BCN de todos os Estados-Membros da UE (n.º1 do artigo 282.º do Tratado). Enquanto existirem Estados-Membros da UE cuja moeda não seja o euro, será necessário fazer uma distinção entre o Eurosistema e o SEBC.

Objetivos

O n.º1 do artigo 127.º do Tratado define o objetivo primordial do Eurosistema:

“O objetivo primordial do [Eurosistema] é a manutenção da estabilidade dos preços”.

Prossegue indicando que, sem prejuízo do objetivo da estabilidade de preços, o Eurosistema apoiará as políticas económicas gerais na UE, tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da mesma tal como se encontram definidos no artigo 3.º do Tratado da União Europeia.

A UE tem múltiplos objetivos (artigo 3.º do Tratado da União Europeia), nomeadamente o desenvolvimento sustentável da Europa, assente num crescimento económico equilibrado, na estabilidade de preços e numa economia social de mercado altamente competitiva, que tenha como meta o pleno emprego e o progresso social. Por conseguinte, a estabilidade de preços é não só o objetivo primordial da política monetária do BCE, como também um objetivo do conjunto da UE. O Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e o Tratado da União Europeia estabelecem, portanto, uma hierarquia precisa de objetivos para o Eurosistema, deixando claro que a manutenção da estabilidade de preços é o contributo mais importante que a política monetária pode dar para a consecução de um contexto económico favorável e de um nível de emprego elevado.

[Twitter](#)
[Facebook](#)
[LinkedIn](#)
[Email](#)

Estratégia da política monetária

- Política monetária e cambial centralizada no Eurosistema e no BCE
 - “O Banco de Portugal faz parte do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do Eurosistema, pelo que subscreve a Declaração de Missão do Eurosistema.
 - O SEBC é composto pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da União Europeia (UE), enquanto o Eurosistema abrange apenas o BCE e os bancos centrais nacionais dos países que adotaram a moeda única.
 - No Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e no Protocolo (anexo) relativo aos Estatutos do SEBC e do BCE são definidos o objetivo e as atribuições fundamentais do SEBC. Porém, enquanto existirem Estados-Membros da UE cuja moeda não seja o euro, será necessário fazer uma distinção entre o Eurosistema e o SEBC”. F: [BdP](#)



Atribuições fundamentais

Em conformidade com o disposto no n.º 2 do artigo 127.º do Tratado, as atribuições fundamentais cometidas ao Eurosistema são:

- > a definição e execução da [política monetária](#) da área do euro;
- > a realização de [operações cambiais](#);
- > a detenção e gestão das reservas oficiais dos países da área do euro ([gestão das carteiras de ativos de reserva e de fundos próprios](#));
- > a promoção do bom funcionamento dos [sistemas de pagamentos](#).

Além disso, com base no n.º 6 do artigo 127.º do Tratado e no [Regulamento \(UE\) n.º 1024/2013 do Conselho](#) (Regulamento do Mecanismo Único de Supervisão), o BCE é responsável por atribuições específicas referentes à supervisão prudencial das instituições de crédito estabelecidas nos Estados-Membros participantes. Exerce essas funções no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, composto pelo BCE e pelas autoridades nacionais competentes. [Sítio dedicado à supervisão bancária](#)

Outras atribuições

- > [Notas de banco](#): o BCE tem o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas na área do euro.
- > [Estatísticas](#): em cooperação com os BCN, o BCE recolhe, junto das autoridades nacionais ou diretamente junto dos agentes económicos, a informação estatística de que necessita para o cumprimento das atribuições do SEBC.
- > [Estabilidade e supervisão financeiras](#): o Eurosistema contribui para a boa condução das políticas desenvolvidas pelas autoridades competentes no que se refere à supervisão prudencial das instituições de crédito e à estabilidade do sistema financeiro.
- > [Cooperação internacional e europeia](#): o BCE mantém relações de trabalho com instituições, organismos e fóruns, a nível da UE e mundial, relevantes no âmbito das atribuições cometidas ao Eurosistema.



Procedimentos de política monetária

- Conselho do BCE reúne aproximadamente uma vez por mês para adotar deliberações relativas à política monetária
 - Reuniões extraordinárias
 - Define e aprova regulamentos e guias que orientam a condução da política monetária
- Bancos Centrais Nacionais implementam política monetária definida pelo Conselho do BCE

Instrumentos de política monetária

- O BCE dispõe de vários instrumentos de política monetária. Em particular, foram criados novos instrumentos na sequência da crise financeira internacional de 2007-2009, da crise do euro e agora da crise covid-19. Os principais instrumentos de política monetária são, no entanto, no presente, por ordem de importância decrescente:
 1. Operações de mercado aberto permanentes
 - “Asset purchase program (APP)” e dentro deste o “Public sector purchase programme (PSPP)”
 - “Pandemic emergency purchase programme (PEPP)”
 2. Taxas de juro de referência do BCE
 3. Operações de mercado aberto temporárias
 4. Reservas mínimas legais

Uso dos Instrumentos de PM por parte do BC

Operações de mercado aberto:

- Usadas com muita frequência

Mudanças na taxa de reservas legais:

- Utilizada até à data apenas uma vez (em 2012, tendo sido definida em 1997)

Mudanças na taxa de desconto:

- Trata-se de um instrumento usado pelo BC para estimular a economia ou para combater a inflação
- Embora o BC seja um “prestamista em última instância” os bancos comerciais não solicitam com frequência empréstimos junto do BC

Revisão de conceitos: Operações de mercado aberto

- Compra ou venda de títulos da dívida pública pelo Banco Central.
- Impacto potencial sobre a oferta nominal de moeda:
 - Se o BC compra títulos na posse do público, paga em novos euros, aumentando a Base Monetária e, por efeito multiplicador¹, a moeda em circulação – *política monetária expansiva*
 - Se o BC vende títulos na posse do público, retira euros de circulação, reduzindo a Base Monetária e, por efeito multiplicador, a moeda em circulação – *política monetária restritiva*

Operações de mercado aberto permanentes: APP/PSPP & PEPP

- Objetivos explícitos:
 - Projeções da taxa de inflação até 2 anos abaixo de 2%, pelo que objetivo é aumentar taxa de inflação para níveis próximos (agora em torno) do objetivo
- Objetivos implícitos (?)
 - “whatever it takes to save the euro” (Draghi, Julho 2012, Londres)
 - Repressão financeira, em particular reduzir spread de taxas de juro da dívida de estados membros soberanos da Área do Euro
 - Objetivo explicitamente negado em declarações de Lagarde em relação a Itália
 - Monetização da dívida pública de forma a atingir uma reestruturação da dívida a la Pâris e Wyplosz (O plano PADRE, 2014, <https://voxeu.org/article/padre-plan-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone>).

Taxas de juro de referência

A taxa à qual o Banco Central concede empréstimos aos bancos comerciais e, entretanto, a taxa à qual o Banco Central aceita depósitos

Efeitos de alterações na taxa de desconto base:

- Quando o Banco Central baixa a taxa de desconto, os Bancos Comerciais têm mais incentivo a pedir empréstimos junto do BC, porque podem depois fazer mais empréstimos aos seus clientes. Isto é, a baixa na taxa de desconto levará a um aumento na BM e conseqüentemente, por efeito multiplicador, a um aumento potencial na moeda em circulação – *política monetária expansiva*
- Quando o Banco Central aumenta a taxa de desconto, os Bancos Comerciais reduzem os empréstimos junto do BC, a BM e a massa monetária em circulação baixam ou pelo menos a sua taxa de variação desce – *política monetária restritiva*

Reserva mínima legal

O Banco Central define a taxa de reservas legais r , ou seja, a parcela dos depósitos que os bancos comerciais devem manter na forma de reservas .

Efeitos de alterações em r :

- Se o BC aumenta a taxa r , reduz o multiplicador monetário e contrai a massa monetária em circulação – de cada depósito feito pelos seus clientes o banco comercial pode emprestar menos – *política monetária restritiva*
- Se desce r , aumenta o multiplicador monetário, e com a mesma BM a massa monetária em circulação pode aumentar – *política monetária expansiva*

Taxas de juro de referência do BCE

The screenshot shows the ECB website page for 'Key ECB interest rates'. The browser address bar displays 'ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html'. The page features the ECB logo and navigation menu. The main content area is titled 'Key ECB interest rates' and includes a brief description of the Governing Council's role in setting interest rates for the euro area. Below this, there are three bullet points detailing the interest rates for Main refinancing operations (MRO), the deposit facility, and the marginal lending facility. A 'Data download' section provides a table of interest rate levels in percentages per annum, with data for 2019 starting from 18 Sep.

Home > Statistics > ECB/Eurosystem policy and exchange rates > Official interest rates

Key ECB interest rates

The Governing Council of the ECB sets the key interest rates for the [euro area](#):

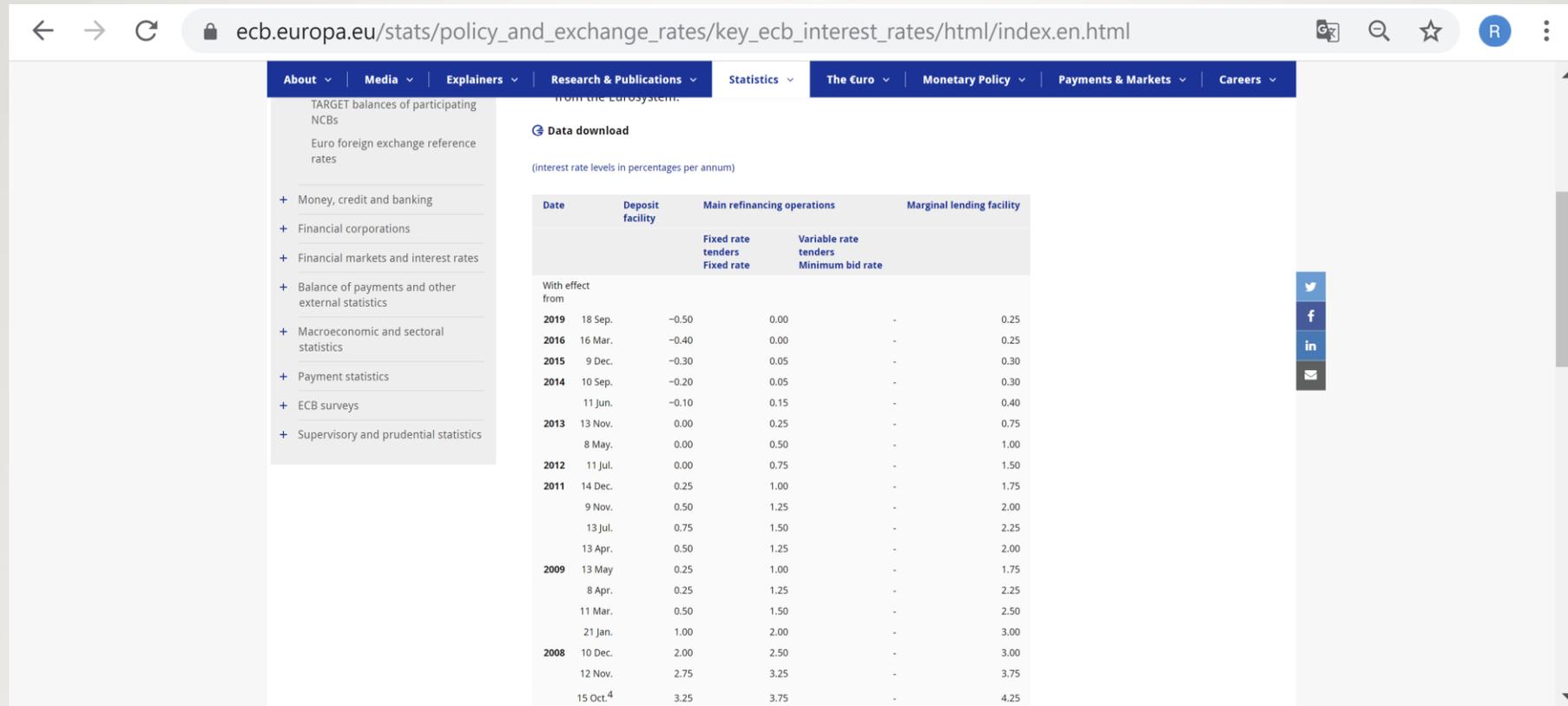
- > The interest rate on the main refinancing operations (MRO), which provide the bulk of liquidity to the banking system.
- > The rate on the deposit facility, which banks may use to make overnight deposits with the Eurosystem.
- > The rate on the marginal lending facility, which offers overnight credit to banks from the Eurosystem.

[Data download](#)

(interest rate levels in percentages per annum)

Date	Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
		Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate	
With effect from				
2019 18 Sep.	-0.50	0.00	-	0.25

Taxas de juro de referência do BCE



The screenshot shows the ECB website's 'Key ECB interest rates' page. The table displays the following data:

Date	Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility	
		Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate		
With effect from					
2019	18 Sep.	-0.50	0.00	-	0.25
2016	16 Mar.	-0.40	0.00	-	0.25
2015	9 Dec.	-0.30	0.05	-	0.30
2014	10 Sep.	-0.20	0.05	-	0.30
	11 Jun.	-0.10	0.15	-	0.40
2013	13 Nov.	0.00	0.25	-	0.75
	8 May.	0.00	0.50	-	1.00
2012	11 Jul.	0.00	0.75	-	1.50
	14 Dec.	0.25	1.00	-	1.75
2011	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25
	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
	13 May	0.25	1.00	-	1.75
	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
2009	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
2008	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct. ⁴	3.25	3.75	-	4.25

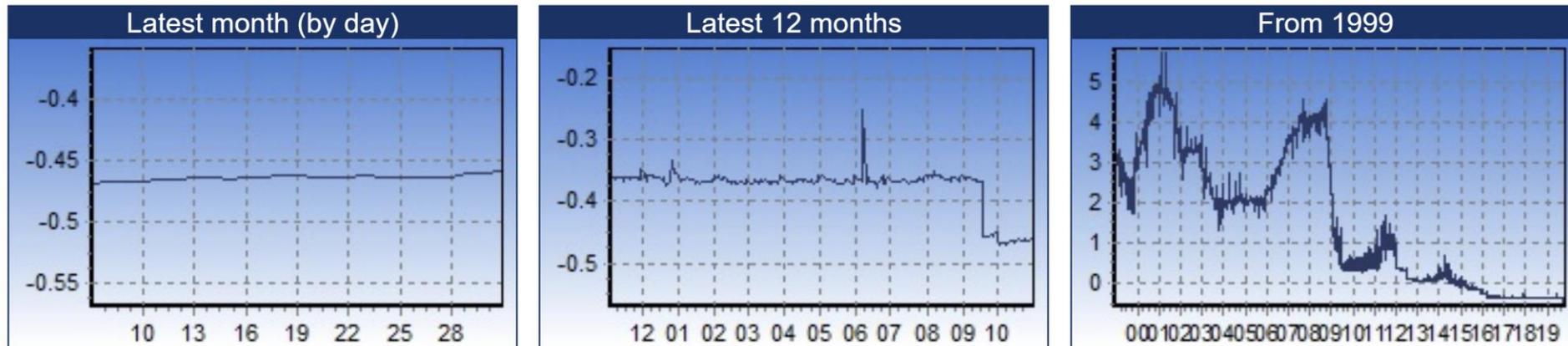
- Taxa de juro da facilidade de depósitos tem vindo a ganhar importância na condução da política monetária

Implementação da política monetária pelo BCE

- Implementação da política monetária faz-se através da taxa de juro eonia
 - “Eonia is short for Euro OverNight Index Average. The Eonia rate is the 1-day interbank interest rate for the Euro zone. In other words, it is the rate at which banks provide loans to each other with a duration of 1 day. Therefore Eonia can be considered as the 1 day Euribor rate.”
 - F: <https://www.euribor-rates.eu/eonia.asp>
- No futuro, €str

Implementação da política monetária pelo BCE

Eonia - charts:



- F: <https://www.euribor-rates.eu/eonia.asp>
- No futuro, €str

Implementação da política monetária pelo Banco do Canadá

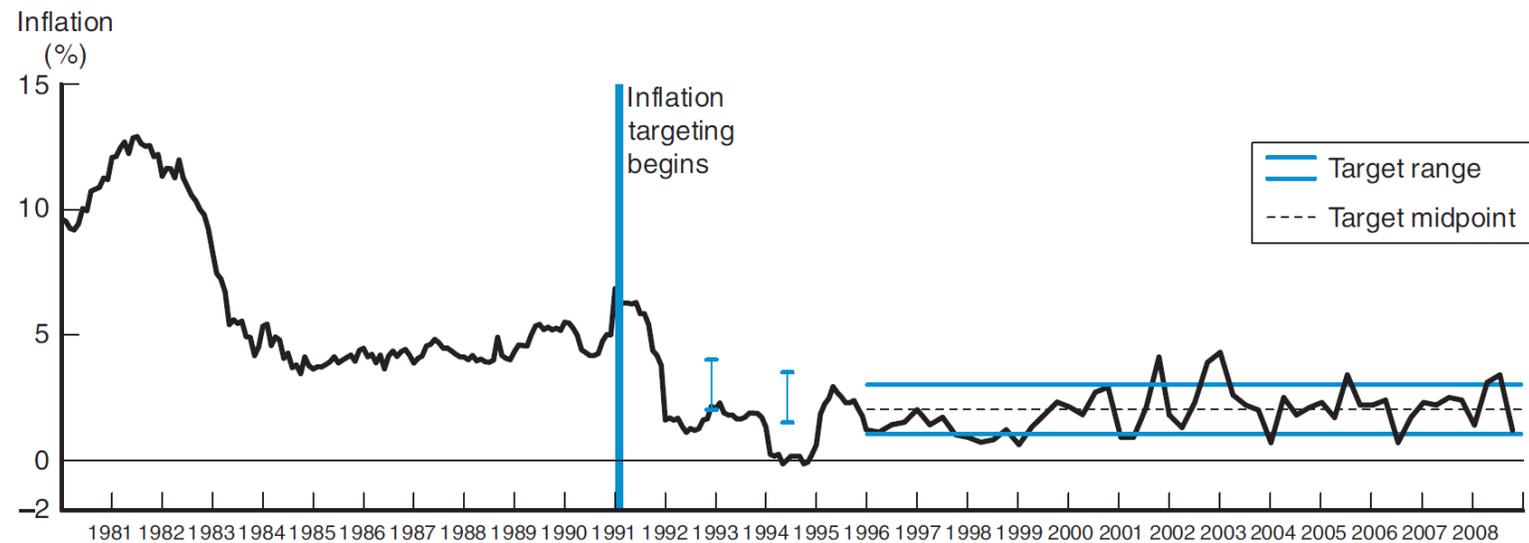
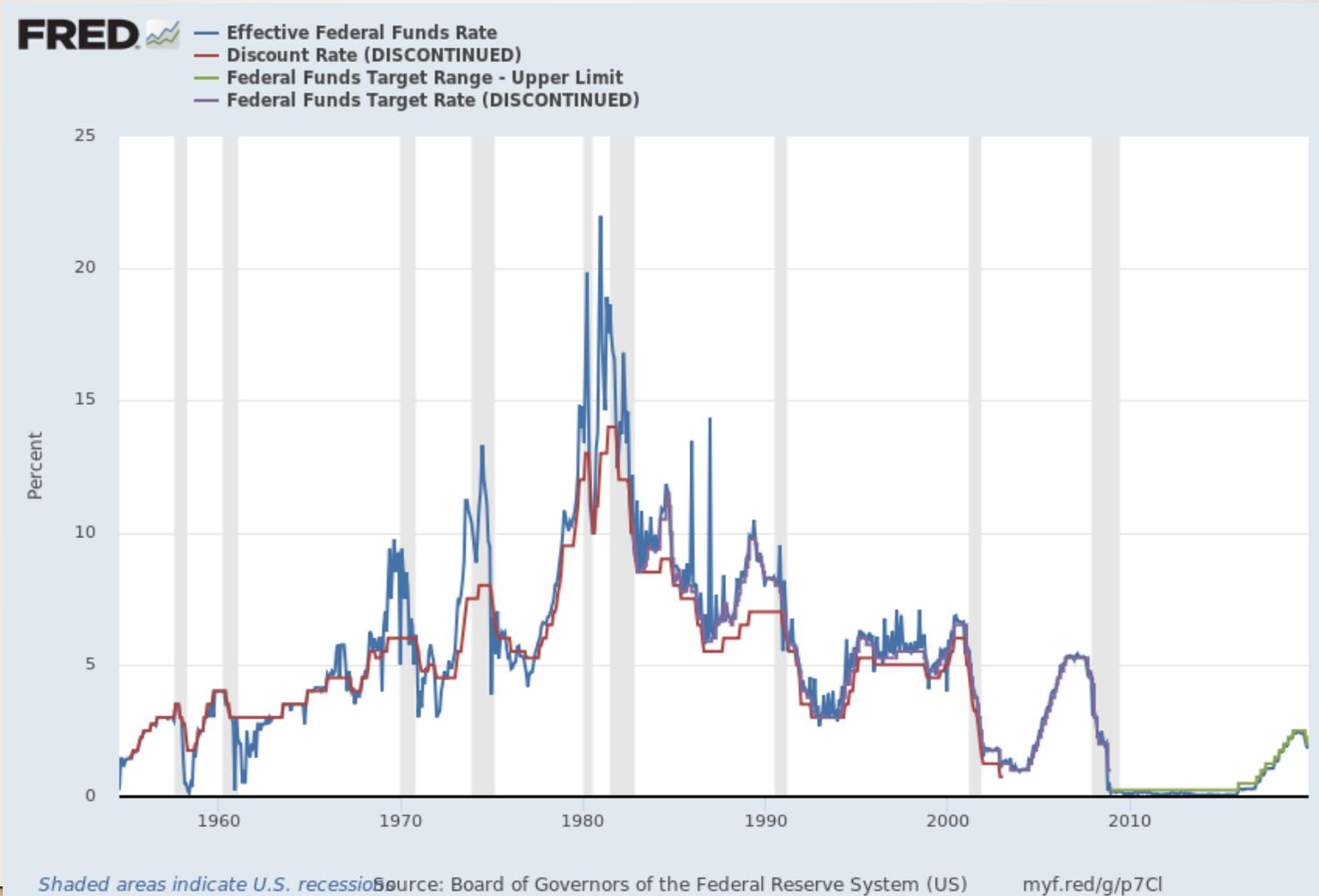


FIGURE 17-3 Inflation Rates and Inflation Targets for Canada, 1980–2008

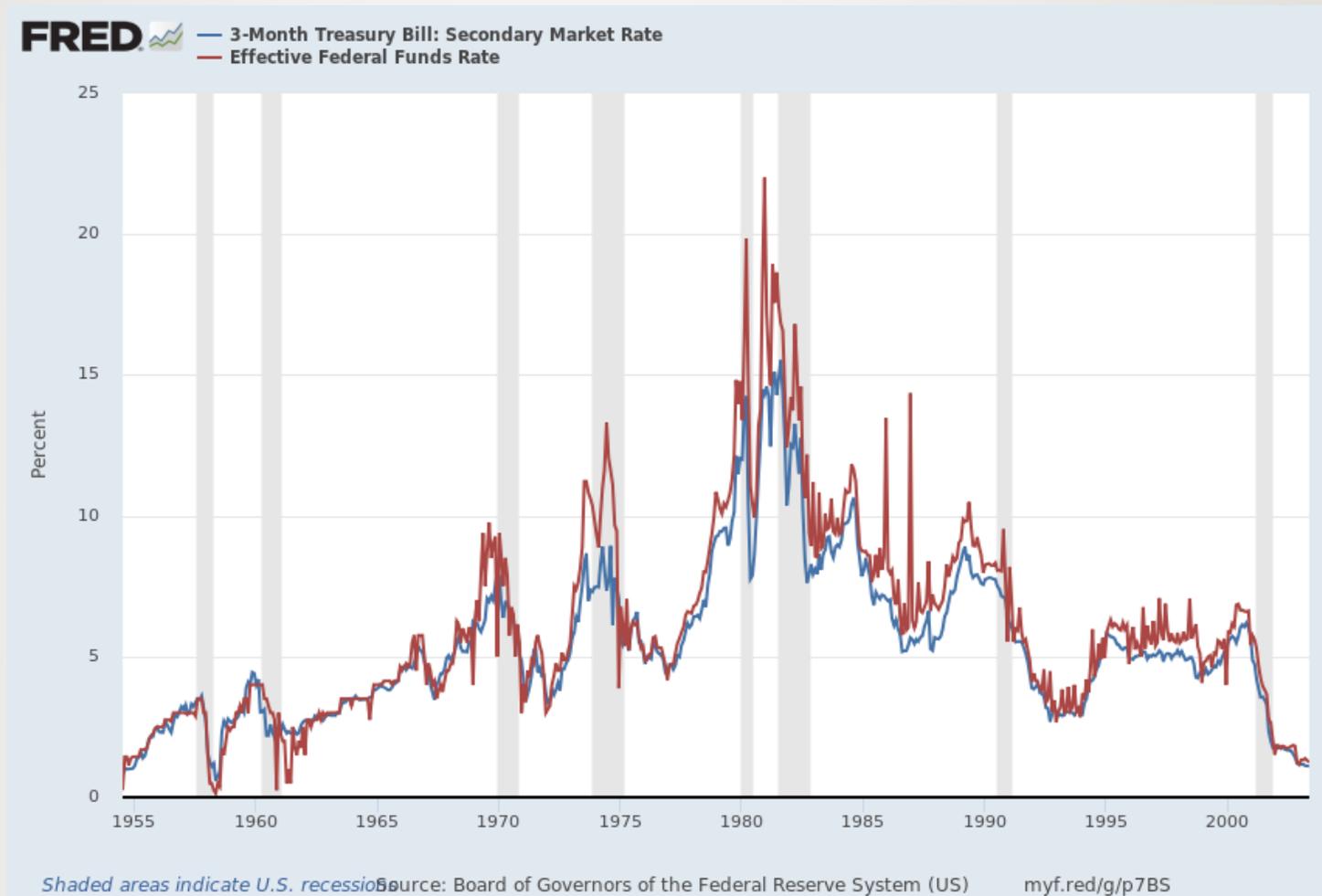
Source: Don S. Bernerke, Thomas Leuback, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Pagan, *Inflation*

- F: Mishkin (2011)

A Reserva Federal consegue controlar as taxas de juro de curto prazo, desde “sempre”



A Reserva Federal consegue controlar as taxas de juro de curto prazo, desde “sempre”



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

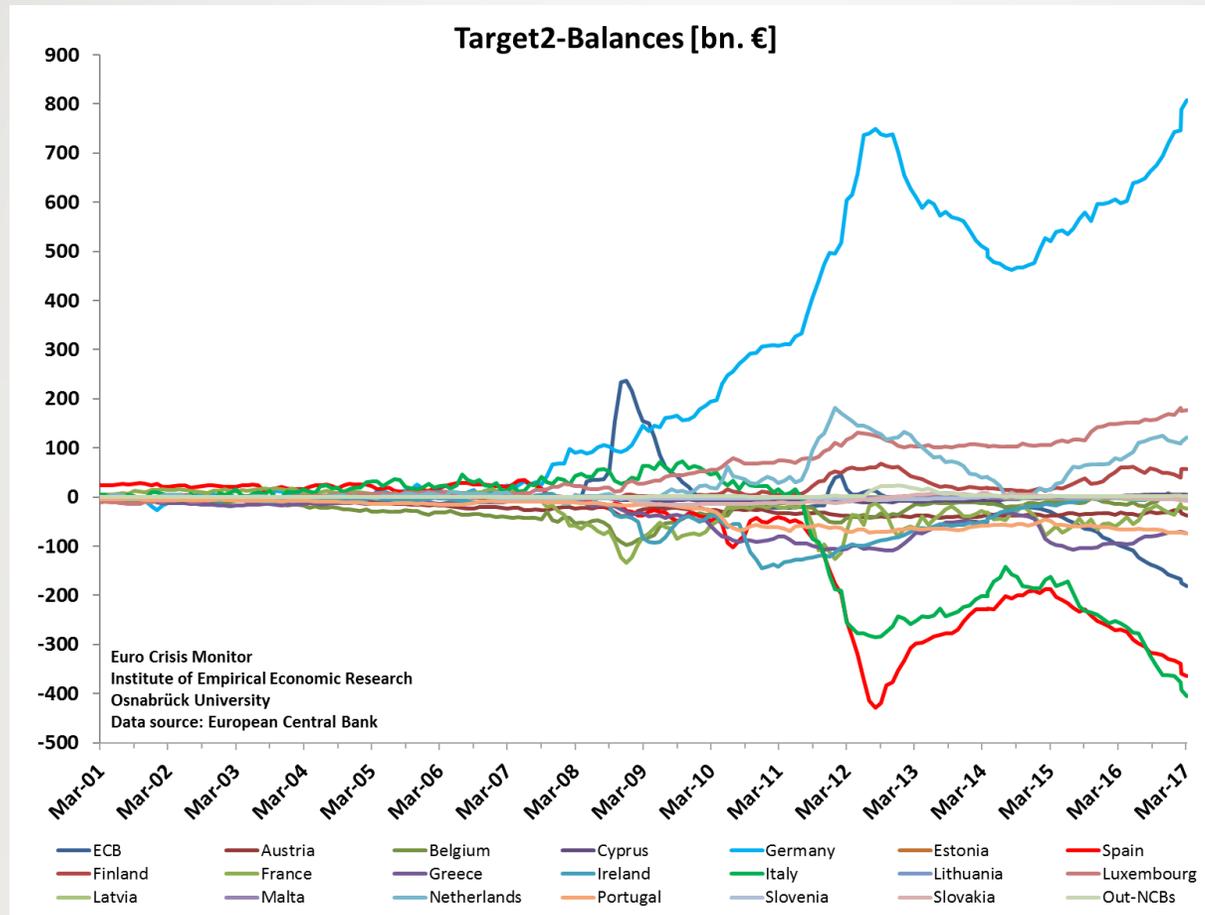
Outros instrumentos/plataformas relevantes

- Instrumentos de “back-office”/plataformas que suportam a implementação da política monetária
 - Em particular, sistema de pagamentos TARGET2
 - Objectivo é minimizar o risco sistémico
 - Pagamentos de elevados montantes entre bancos
 - Sistema em tempo real

Sistema de pagamentos em tempo real

- Canadá
- “The core of the Canadian payments system is the Large Value Transfer System (LVTS), introduced by the Canadian Payments Association on February 4, 1999. The LVTS is an electronic, real-time net settlement network, designed to provide immediate finality and settlement to time-critical transactions. [...]”
- “For example, the LVTS is used to settle over 20 000 payments daily, with a value
- of over \$185 billion. This information eliminates most of the uncertainty from settlement balance prediction the largest reason for financial institutions not being able to hit their target settlement balances with the Bank of Canada in the pre-LVTS system.
- Settlement of payment obligations among LVTS participants takes place, at the end of each banking day, through the transfer of funds in their settlement accounts at the Bank of Canada. The LVTS uses **multilateral netting**, in which only the net credit or debit position of each participant vis- -vis all other participants is calculated for settlement, thereby reducing the need for a large amount of settlement balances.”
- “non-LVTS paper-based payments items (such as paper cheques, travelers cheques, gift certificates, and money orders), and electronic payments items (such as pre-authorized debits and fund transfers, direct deposit items, and debit card transactions)”
- F: (Mishkin, 2014)

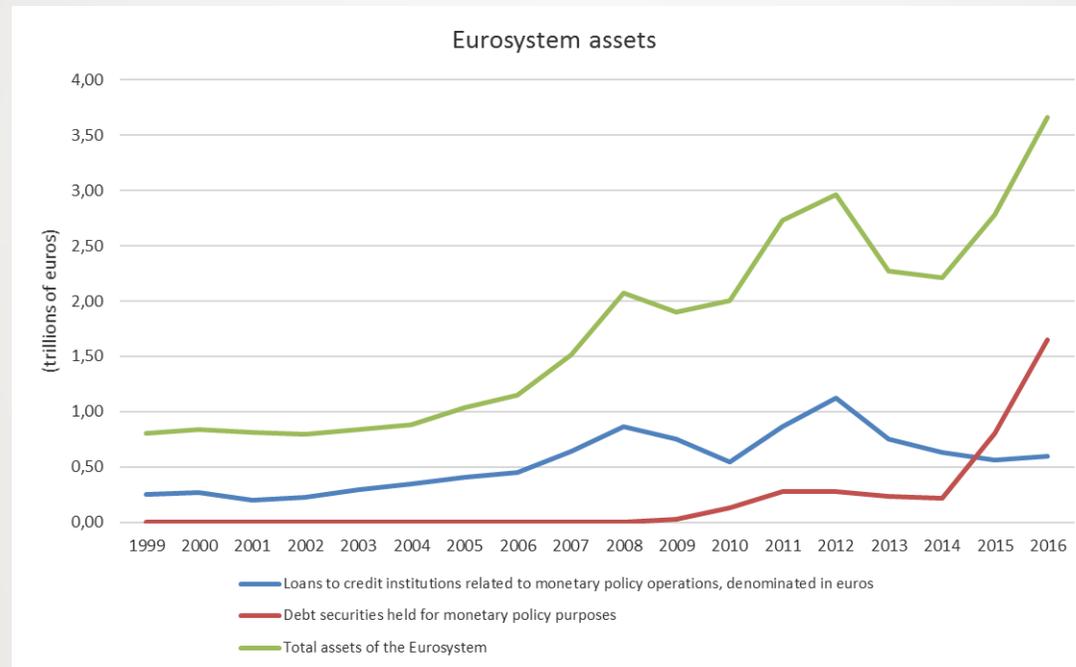
TARGET2 assegura irreversibilidade do euro



ECB as EMU “savior-of-last-resort”

Source: Euro Crisis Monitor

ECB as EMU “savior-of-last-resort”



Source: ECB

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

Grande moderação

- A expressão grande moderação (Blanchard, 2008) designa o período a partir da segunda metade dos anos 80 e até meados dos anos 2000, quando o consenso dominante era de que a política económica (e, em particular, a política monetária) tinha resolvido o problema dos ciclos económicos (e das recessões)
 - Crescimento estável, moderado, inflação controlada nas economias desenvolvidas

O novo consenso: a nova síntese neoclássica

- A visão moderna da macroeconomia, que se traduz nos seguintes 5 princípios (Taylor, 1997; Kurosawa, 2016) em:
- “① O crescimento de longo prazo pode ser entendido utilizando o modelo de crescimento neoclássico”
- ② Não há nenhum tradeoff [troca, compromisso] entre inflação e desemprego no longo prazo, de forma a que a moeda é neutral no longo prazo.
- ③ Há um tradeoff de curto prazo entre a inflação e o desemprego e esse tradeoff resulta de fricções (rigidez) de preços e salários.
- ④ As expectativas sobre inflação e sobre futuras decisões de política são endógenas e quantitativamente significativas.
- ⑤ As decisões de política monetária são melhor descritas [ou interpretadas] através de uma regra.” Fonte: (Kurosawa, 2016, texto entre parênteses acrescentado pelo docente)

Relembrando aula 2: Regra alternativa de política monetária: Regra de Taylor

$$\text{Nominal Federal Funds Rate} = \text{Inflação} + 2,0 + 0,5 (\text{Inflação} - 2,0) + 0,5 (\text{hiato do produto})$$

- Taylor, J. (1993) “Discretion versus policy rules in practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 193-214.
- Interpretação
 - A taxa de juro nominal de curto prazo da reserva federal deveria ser igual (às expectativas sobre) a inflação mais 2% (estimativa da taxa de juro real natural) mais o desvio da inflação observada em relação ao objetivo de taxa de inflação da Reserva Federal (2%) mais o desvio do produto observado em relação ao produto potencial (hiato do produto), ambos os desvios ponderados a 50%.
 - Uma regra prática
 - Clarida *et al.* (2000) mostram que a Reserva Federal seguiu a regra de Taylor durante os mandatos de Volcker e Greenspan, após 1979, com $\alpha_1=0,72$, mas que entre 1960 e 1978 a Reserva Federal não ligava à inflação, com $\alpha_1=-0,14$
 - Ou seja antes de Volcker a Reserva Federal não respondia de forma suficientemente robusta a episódios de inflação. Aliás as estimativas de Clarida *et al.* sugerem que baixava a taxa de juro de referência em resposta a aumentos da taxa de inflação.

Regra alternativa de política monetária: Regra de Taylor

*Nominal Federal Funds Rate = Inflação + 2,0 + 0,5 (Inflação - 2,0) +
+0,5 (hiato do produto)*

$$r = r_0 + \alpha_1 (\pi - \pi^T) + \alpha_2 (g - g_n^e) \quad (4)$$

- A equação (4) define a função de reação do banco central de acordo com uma regra de Taylor geral.
- A regra de Taylor procurava modelar o comportamento observado dos comités de política monetária da Reserva Federal de Volcker e de Greenspan
 - A equação dá preponderância à inflação e ao crescimento económico, mas note-se que o crescimento económico pode ter um impacto negativo na taxa de juro e só tem um impacto favorável quando a taxa de crescimento económico é inferior à taxa de crescimento do produto potencial
 - E a taxa de crescimento do produto potencial é, com frequência, explicada por um modelo macroeconómico baseada numa função produção do lado da oferta que tende a co-mover-se com a taxa de crescimento real observada
 - Por conseguinte, na prática, é quase como se o crescimento económico não tivesse relevância na função reacção do banco central, i.e., na política monetária da era pós-Volcker
 - Por outro lado também sinaliza que o banco central considera que existe uma taxa de crescimento económico “aceitável” acima da qual a economia cresce demasiado rapidamente

Exemplo 1

- Suponha que o produto está acima do produto potencial (hiato do produto é 5%) e que a inflação é 2%, igual ao objetivo para a inflação. Suponha que os parâmetros do modelo são ambos 0,5 e que a taxa de juro real natural é 2%. Qual a FFR determinada pela regra de Taylor com mandato duplo?
- Parece-lhe uma taxa elevada ou baixa?

Exemplo 2

- Considere o mandato único do BCE e que a taxa de inflação é de 2% e a taxa de juro real é 2%. Qual a taxa de juro de referência de curto prazo? Assuma que o parâmetro $\alpha_1=0,8$
- Agora suponha que se dá um choque exógeno que resulta num aumento da taxa de inflação para 5%.
- Se o BCE seguir a regra de Taylor com mandato único, qual será a nova taxa de juro de referência de curto prazo do BCE?
- Qual a nova taxa de juro real?
- Em poucas palavras, como reage o BCE a aumentos da taxa de inflação?

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. 9 e 10). Oxford: Oxford University Press.
- Issing, I. (2009). *The birth of the euro*. Cambridge: Cambridge University Press.