

Capítulo 4 – Política monetária

Considerações iniciais

- A moeda é um utensílio muito antigo mas a Política Monetária (PM) é relativamente recente.
- A PM é uma atribuição dos Bancos Centrais (BC) que, no entanto, foram criados antes da PM existir, tal como é entendida hoje em dia.
- Aparecimento dos bancos centrais

Banco de Inglaterra – 1694, FED – 1914; Deutsche Bundesbank - 1948
BCE-1998

Considerações iniciais

Funções originais desde a criação

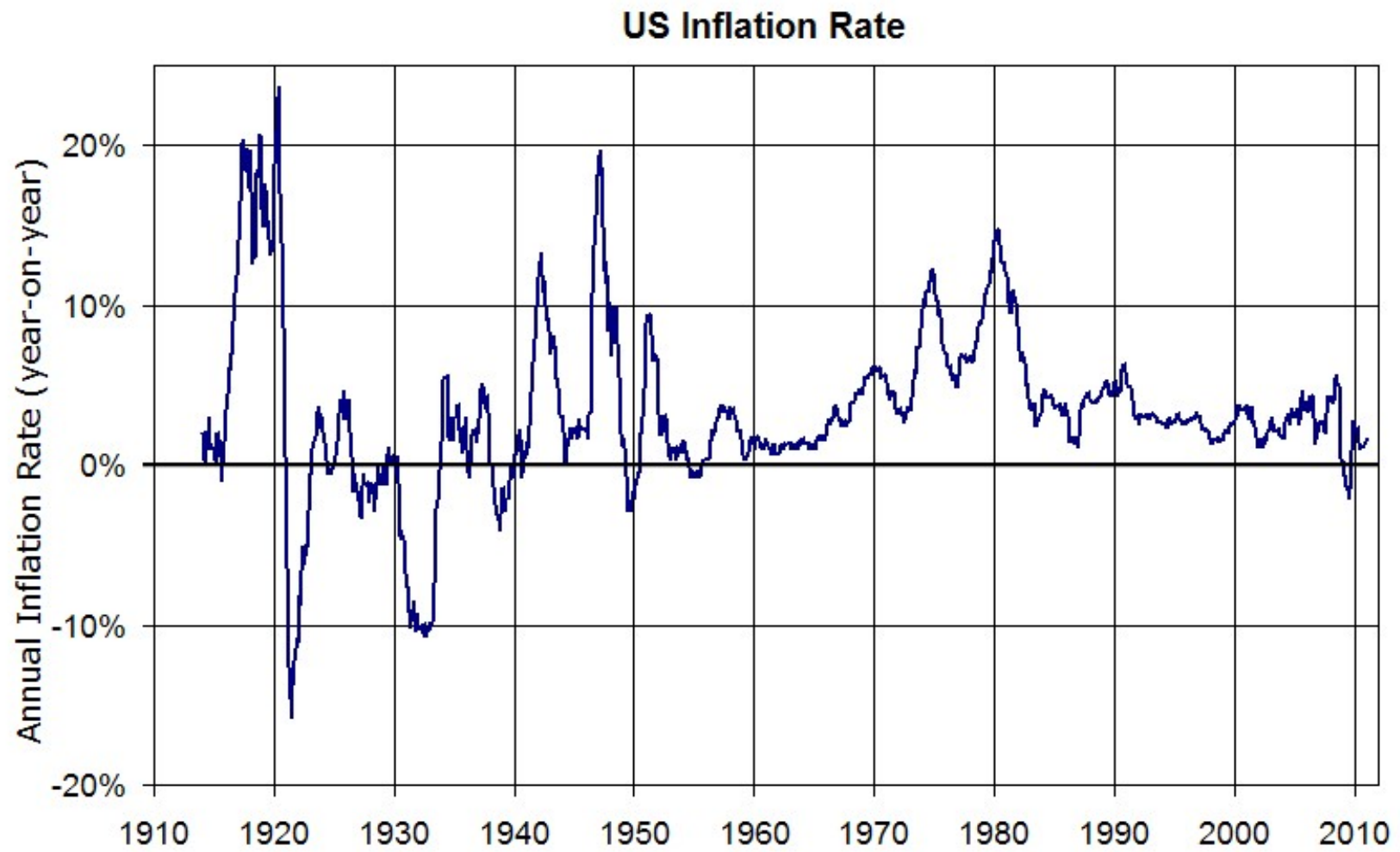
- Conservar o ouro
- Emitir notas e moedas

Função mais relevante atualmente: responsável pela política monetária.

Funções complementares

- - Regulação do sistema bancário
- - Produção de estatísticas relacionadas com as suas funções
- - Fornecedor de liquidez de última instância

Considerações iniciais



Considerações iniciais

Evolução ao longo do tempo da PM:

- O conceito de PM emergiu com a **hiperinflação de 1920** e a subsequente **Grande Depressão de 1929** que foram erros de PM:
 - ✓ O excesso de emissão e a inflação dos anos 20;
 - ✓ A escassez de emissão dos anos 30;
- A PM perdeu **relevância durante várias décadas após a 2ª Guerra Mundial** com o advento da POF e do keynesianismo.
- A PM reapareceu em consequência do erros efetuados na resposta aos choques inflacionários dos anos 1970 bem como no excessivo processo desinflacionário que se lhe seguiu.

Considerações iniciais

Evolução ao longo do tempo da PM (cont.):

- Uma consequência dos erros inflacionários dos anos 1970 conduziu a que muitos países tivessem decidido **atribuir a independência aos seus BC**.
- Nos anos 1990 chegou-se a um certo consenso de que a PM deveria estar focada na **estabilidade dos preços**. A evolução verificada neste período suscita a seguinte questão:

Será que a estabilidade de preços nos anos 1990 e 2000 resultou das políticas do lado da oferta ou antes do foco dos BC objetivo “Estabilidade dos preços”?

Talvez tenha ficado a dever-se a ambos.

Considerações iniciais

- Seguiram-se anos de grandes desenvolvimentos e aprofundamentos na PM. Para além disso, passou a ser muito relevante a **comunicação credível do BC** em relação aos participantes no mercado monetário e os agentes privados em geral.
- Na sequência da crise de 2007, os Bancos Centrais passaram a ter uma preocupação crescente com a **estabilidade financeira**.
- Na **Parte 1** analisa-se o papel dos BC.
- Na **parte 2** apresenta-se a evolução na PM.

4.1.1. O que fazem os BC?

- a) Provisão de liquidez
- b) O preço da liquidez
- c) Liquidez em período de stress
- d) Taxa de juro de curto e longo prazo
- e) Taxas de juro nominais e reais
- f) Interações internacionais
- g) Moeda e agregados monetários

a) Provisão de liquidez

- Os BC têm o poder exclusivo de emitirem notas e moedas com o objetivo de disponibilizarem liquidez ao sistema financeiro mantendo a estabilidade dos preços e promovendo um sistema de pagamentos seguro e eficiente.
- A emissão de notas é a função mais bem conhecida mas é, porventura, a menos relevante. As notas apenas representam menos de 10% da definição economicamente relevante de dinheiro.
- A promoção da estabilidade dos preços e do funcionamento eficiente do sistema de pagamentos é menos conhecida mas mais relevante.

a) Provisão de liquidez

Como é que o Banco Central injeta dinheiro na economia?

- Notas e moedas
- O BC compra ativos financeiros aos bancos comerciais
- ou, através de acordos de recompra, o BC aceita deter, durante um período (curto) fixo, os ativos financeiros que lhe são cedidos pelos bancos comerciais.

a) Provisão de liquidez

- Diariamente, as instituições de crédito recebem depósitos e concedem crédito às famílias e empresas.
- Como essas operações podem suscitar, transitoriamente, situações de falta ou excesso de liquidez dos bancos, estes, consoante o caso, vão ao **mercado interbancário** procurar ou oferecer empréstimos de curto prazo.
- Os bancos comerciais disponibilizam liquidez uns aos outros.

a) Provisão de liquidez

- De qualquer modo, o equilíbrio agregado entre a oferta e a procura não é assegurado exclusivamente pelos participantes no mercado: os bancos comerciais.
- O Banco Central também intervém no mercado interbancário através de duas formas alternativas:
 - Através de operações no mercado interbancário: o BC compra ativos financeiros aos bancos comerciais ; o FED procede desta forma.
 - Através de acordos de recompra onde o BC aceita deter, durante um período (curto) fixo, os ativos financeiros. O Banco Central Europeu (BCE) utiliza este procedimento em que os bancos comerciais assumem o compromisso de recomprar os ativos financeiros no fim do prazo determinado.

a) Provisão de liquidez

- O BC pode influenciar a capacidade dos bancos comerciais para concederem empréstimos através da não aceitação de todos os ativos financeiros nas operações no mercado interbancário ou nas operações de recompra.

Nas situações normais, há uma lista restrita de ativos financeiros que são elegíveis nesse tipo de operações.

- Os BC pode ainda influenciar a capacidade dos bancos concederem empréstimos através da fixação de uma de reserva obrigatório, ou seja, os bancos comerciais são obrigados a depositarem uma determinada % dos seus depósitos junto do BC.

b) O preço da liquidez

- Quando procuram liquidez junto do BC, os bancos comerciais pagam uma taxa sob a forma de uma taxa de juro de curto prazo.
- Quanto maior for a taxa de refinanciamento, tanto menor será a procura por liquidez. Ou seja, ao fixarem um preço pelo seu “serviço de liquidez”, o BC está a influenciar a procura deste serviço.
- Esta taxa de juro acaba por influenciar também as restantes taxas de juro na economia. Tal significa que esta taxa de juro influencia as decisões relativas à procura de crédito, à predisposição a consumir ou a poupar.

c) Liquidez em períodos de stress

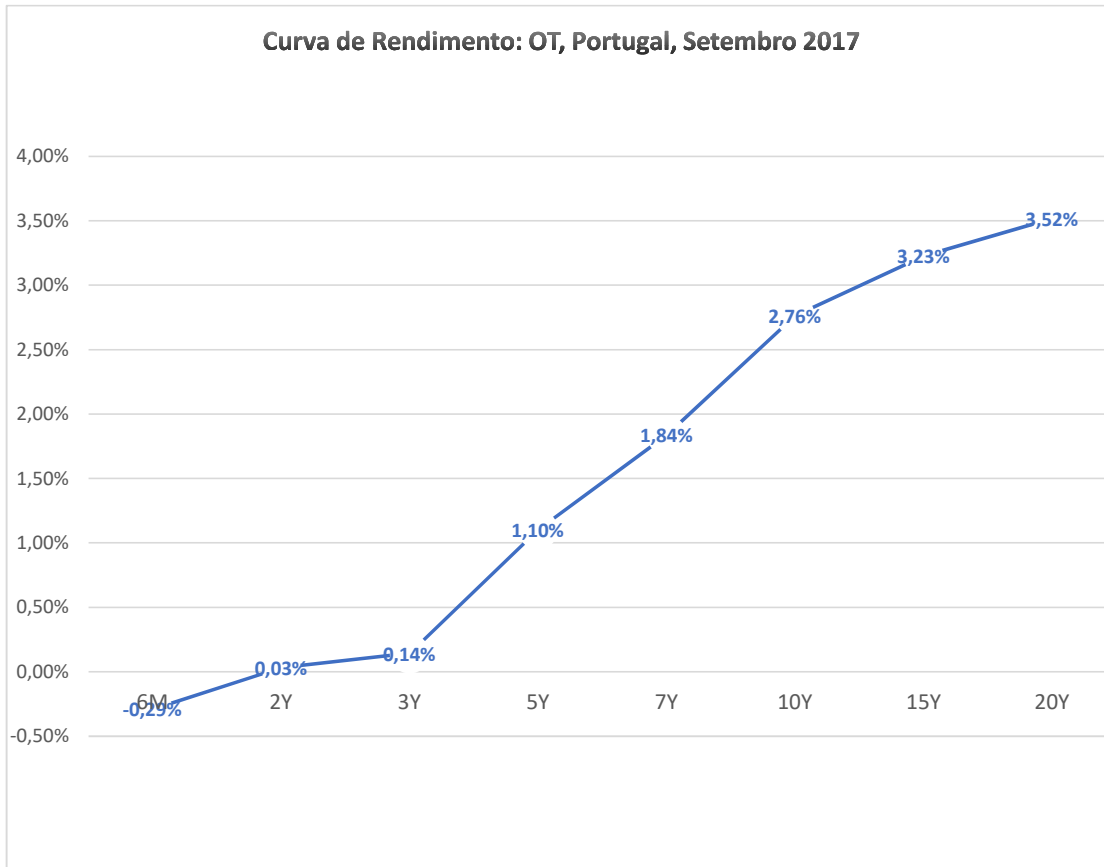
- Em períodos normais as operações no mercado interbancário decorrem tal como acabámos de apresentar anteriormente.
- No entanto, existem momentos em que os bancos não estão disponíveis para conceder empréstimos a outros bancos porque existe incerteza em relação à capacidade dos tomadores de empréstimos para reembolsarem as suas dívidas ou porque os bancos preferem deter liquidez para acautelar situações futuras em que possam defrontar problemas de escassez de fundos.
- Estas situações de crise de liquidez ocorrem em reação a choques financeiros. Foi o que aconteceu no Verão de 2007 em que o mercado interbancário bloqueou e quase deixou de funcionar.

c) Liquidez em períodos de stress

Há que distinguir entre liquidez de mercado e liquidez de financiamento:

- **Liquidez de mercado:** quando um ativo pode ser transacionado sem que, tudo o resto constante, se observe uma variação no seu preço. Quando a transação de um ativo só é possível, em troca do pagamento de um prémio elevado, então não existe liquidez de mercado. Trata-se de um conceito específico de ativos.
- **Liquidez de financiamento:** diz-se que existe liquidez de financiamento quando uma entidade que é solvente dispõe de capacidade para assumir o serviço das suas dívidas. Pelo contrário, diz-se que não há liquidez quando entidades solventes têm dificuldades em se refinanciar para assumir o serviço das dívidas. Trata-se de um conceito específico de instituições.
- Os dois conceitos são distintos mas interdependentes porque a falta de liquidez de um mercado afeta as instituições e vice-versa.
- Nestas situações de falta de liquidez (tal como aconteceu em 2007-2008), os BC têm um papel decisivo expandindo o crédito aos bancos comerciais.

d) Taxas de juro de curto e longo prazo



A curva de Rendimentos explicita a evolução das taxas de juro em função das maturidades dos ativos financeiros.

Como os investidores têm aversão ao risco, a remuneração exigida pelos investidores para uma determinada maturidade, resulta da acumulação das taxas de juro de curto prazo para a maturidade em causa acrescida de um prémio de risco.

d) Taxas de juro de curto e longo prazo

Mais precisamente, a taxa de juro para a maturidade N , i_t^N , pode ser expressa como uma função do **Valor Esperado** E da taxa de juro de curto prazo $i_{t+\tau}^l$ acrescida de um prémio ρ_t^N . Assim:

$$(1 + i_t^N)^N = (1 + i_t^l)(1 + E_t i_{t+1}^l) \dots (1 + E_t i_{t+N-1}^l)(1 + \rho_t^N)^N$$

onde $i_{t+\tau}^l$ é a taxa de juro de um activo de maturidade anual em $t+\tau$ e ρ_t^N é o prémio anualizado definido como sendo a compensação que é requerida pelos investidores para adquirirem ativos com risco.

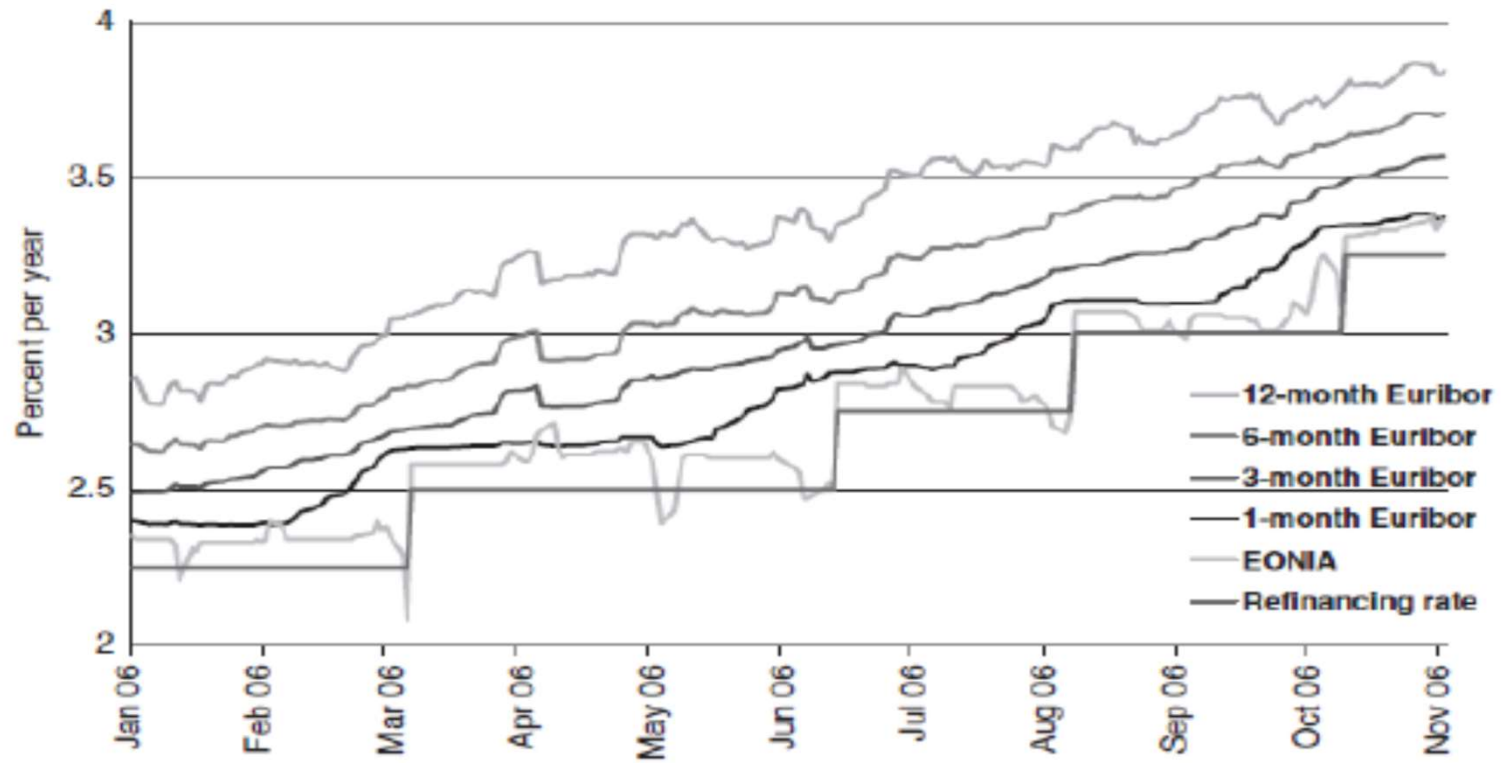
O prémio ρ_t^N cresce com N . A curva de rendimento tem uma inclinação positiva.

d) Taxas de juro de curto e longo prazo

- Repares-se que a taxa de longo prazo incorpora as expectativas dos agentes económicos (trata-se do valor esperado) sobre a PM futura e, portanto, as taxas de juro esperadas podem ser variáveis mesmo que as taxas de juro de curto prazo sejam constantes.
- Por isso mesmo, os BC procuram evitar surpresas e comunicam as suas intenções em discursos ou entrevistas de forma a não gerarem incerteza.
- Como se pode verificar na figura abaixo, as Euribor para diferentes maturidades antecipam sempre os “saltos” na taxa de refinanciamento fixada pelo BCE.

d) Taxas de juro de curto e longo prazo

Euro area, 2006



d) Taxas de juro de curto e longo prazo

- **Euribor** (Euro InterBank Offered Rate) é a taxa de juros média utilizada por um grupo representativo de bancos nos empréstimos mútuos realizados em euros.
- Há taxas para 8 diferentes períodos de tempo, de 1 semana a 12 meses. Existe ainda uma taxa overnight (duração de 1 dia) que se chama a [taxa de juros Eonia](#).
- As taxas oficiais Euribor são fixadas e publicadas uma vez por dia útil por volta das 11:00 horas CET.
- As taxas mencionadas neste sítio são diariamente atualizadas umas horas depois da publicação oficial (praticamente em tempo real) de modo que a informação Euribor está sempre atualizada.

Taxas de juros e preços dos ativos

Existe uma correlação negativa entre o preço de mercado da obrigação e a taxa de juro. A mesma relação existe para as ações.

Quanto maior a maturidade, maior será a sensibilidade do preço à variação da taxa de juro.

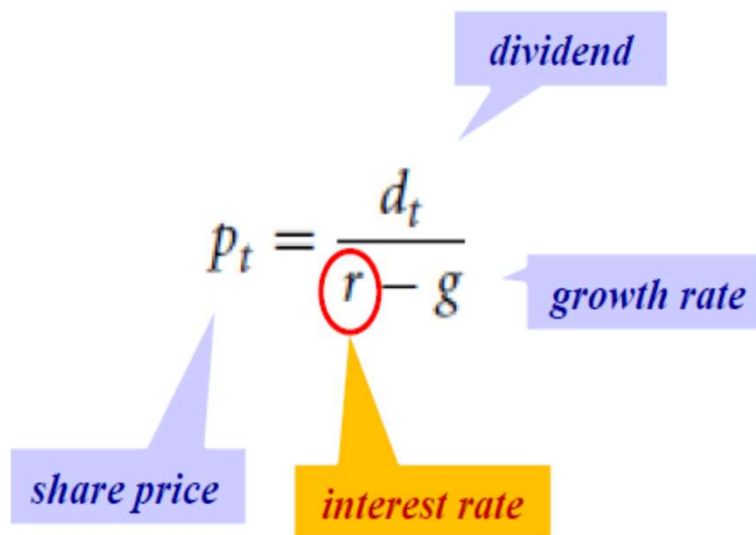
O preço de mercado de uma obrigação está inversamente correlacionado com a taxa de juros, pelos motivos que passamos a expor.

Taxas de juros e preços dos ativos

- Suponha que um título perpétuo custe 1 € no período t e beneficie de um retorno anual de 4%, ou seja, cada ano, o detentor da obrigação receberá um cupom de 4 cêntimos.
- Suponha que, no período $t + 1$, as taxas de juros aumentam de 4 para 5%. Isso significa que as novas obrigações emitidas em $t + 1$ produzem um cupom de 5%.
- Ninguém quer comprar o título antigo, a menos que seja mais barato.
- Tal significa que o seu preço, vai cair até atingir um valor P , de modo que a dívida produz um retorno intrínseco de 5%, apesar de pagar cupom igual a 4% do valor nominal do vínculo.
- Isso requer que $(1 * 4\%) / P = 5\%$, ou seja, $P = 0,80$: um aumento de um ponto percentual na taxa de juros desencadeia uma queda de 20% no preço da obrigação.

Taxas de juros e preços dos ativos

Gordon-Shapiro formula

$$P_t = \frac{d_t}{r - g}$$


The diagram shows the Gordon-Shapiro formula $P_t = \frac{d_t}{r - g}$. Callouts identify the variables: P_t is labeled 'share price', d_t is labeled 'dividend', r is labeled 'interest rate', and g is labeled 'growth rate'.

O valor de uma ação é o preço pelo qual o investidor é indiferente entre, por um lado, a retenção do stock e o encaixe dos dividendos a ele associados e, por outro lado, vendê-lo ao valor de mercado.

Se os investidores são neutros em termos de risco, o valor é igual ao valor atual líquido dos dividendos futuros esperados.

O preço do ativo é dado pela **fórmula Gordon-Shapiro**.

Uma taxa de juros mais elevada r desconta os fluxos de caixa futuros mais fortemente e, assim, diminui imediatamente o valor do ativo.

Além disso, a taxa de juros pode afetar o dividendo através do equilíbrio macroeconômico. Em alguns casos, uma diminuição em r pode aumentar g e tornar ainda mais expressivo o aumento do preço das ações.

e) Taxas de juro nominais e reais

- A taxa de juro real corresponde à diferença entre a taxa de juro nominal e a inflação esperada para o mesmo período.
- Na verdade, trata-se de uma taxa de juro real ex-ante que pode ser distinta da taxa de juro real ex-post se a taxa de inflação efetiva for diferente da esperada.

f) Interações internacionais

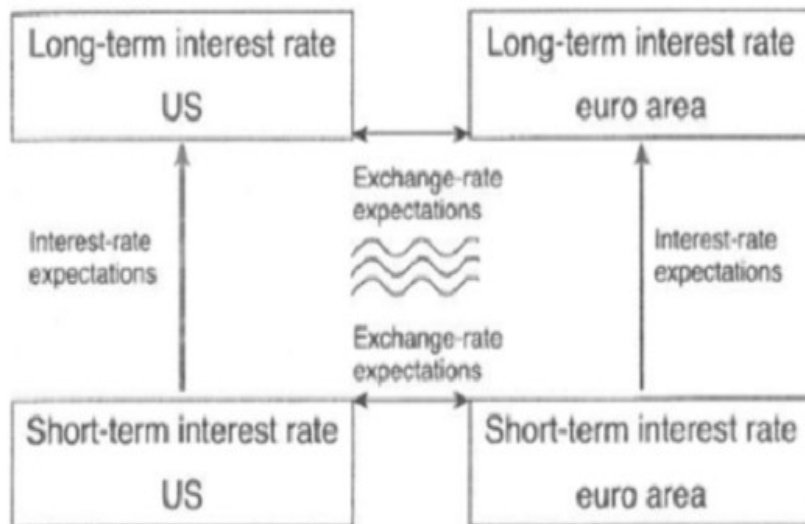


Figure 4.5 International interest rate linkages: A stylized view.

A mobilidade dos capitais distorce as interações entre a PM e as taxas de juro. Porquê?

Porque os investidores podem não só arbitrar entre ativos de curto e longo prazo mas também entre ativos domésticos e internacionais.

Por isso mesmo, há relação de interdependência entre as taxas de juro nos EUA e na UE.

f) Interações internacionais

Interdependência não significa identidade por duas razões:

- Alguns países são considerados de risco mais elevado devido à dimensão da sua dívida, à instabilidade política, à baixa proteção legal, à fraca supervisão, etc. Ou seja, pode existir um diferencial nas taxas de juro devido ao risco-país.
- As taxas de juro podem ainda ser diferentes entre países por causado comportamento da taxa de câmbio. Se houver uma desvalorização de uma das moedas, os investidores nesse país vão exigir uma taxa de juro mais elevada (um prémio) que os compense da desvalorização.

g) Moeda e agregados monetários

Agregados monetários

M0 = notas e moedas; depósitos de bancos comerciais nos bancos centrais

M1 = M0 + Depósitos à ordem

M2 = M1 + depósitos a prazo de menos de 2 anos

M3 = M2 + títulos do mercado monetário (maturidade de mais de 1 ano)

- Historicamente, os agregados monetários, correspondendo a diferentes definições de moeda, desempenharam um papel muito relevante na discussão sobre a PM.
- Até aos anos 1980, a maioria dos BC utilizavam estes agregados na definição da PM.

g) Moeda e agregados monetários

- A teoria quantitativa da moeda estabelece, tal como veremos mais adianta, que existe uma correlação entre a moeda em circulação e a taxa de inflação.
- Se o objetivo do BC for a estabilidade dos preços, os agregados monetários poderão ser considerados como objectivos intermédios a prosseguir pelos bancos. Ou seja, um BC que estabeleça um determinado objetivo para a taxa de inflação pode procurar prosseguir-lo definindo uma evolução para os agregados monetários que seja compatível com esse objetivo.
- Contudo, durante os anos 1970, o controlo dos agregados monetários, especialmente nos EUA e UK, resultaram numa elevada volatilidade da taxa de juro. Os agregados monetários passaram a ser um mau indicador avançado para a taxa de inflação devido à inovação que, entretanto, ocorreu nos mercados financeiros.
- O FED deixou de publicar os agregados monetários e outros BC (por exemplo, o Banco de Inglaterra) deixaram de os utilizar na condução da PM.

g) Moeda e agregados monetários

Importa ainda fazer uma referência ao processo de criação de moeda.

Como é que o Banco Central injecta dinheiro na economia? Já vimos que o pode fazer da seguinte forma:

- Emitindo notas e moedas
- O BC compra ativos financeiros aos bancos comerciais ou através de acordos de recompra, o BC aceita deter, durante um período (curto) fixo, os ativos financeiros que lhe são cedidos pelos bancos comerciais.
- **Os Bancos Comerciais também criam moeda quando concedem crédito às famílias e às empresas.** Quando um consumidor beneficia de um empréstimo, acaba por comprar bens a empresas que constituem com esse dinheiro novos depósitos que fazem aumentar o ***M1***, e assim ***sucessivamente. É o chamado multiplicador do crédito que muitas semelhanças, ao multiplicador keynesiano.***

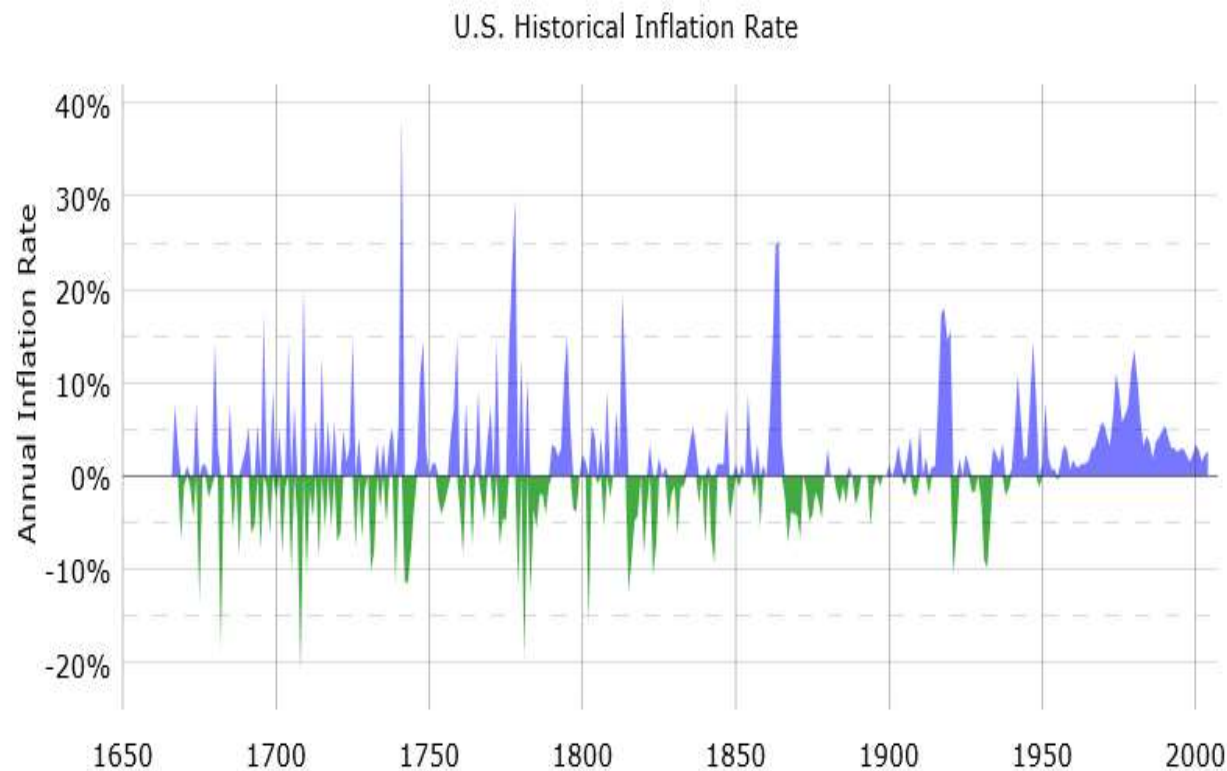
4.1.2. Os objetivos da PM

- Os objetivos que os bancos centrais deveriam seguir constituem seu mandato.
- Estes variaram significativamente ao longo do tempo e ainda são uma questão de discussão entre políticos e economistas.
- Na década de 1970, era comum que os bancos centrais tivessem mandatos amplos envolvendo trade-offs difíceis entre objetivos alternativos.
- Uma das lições tiradas da inflação dos anos 1970 e 1980 foi que os bancos centrais deveriam ter objetivos mais precisos e focados.

4.1.2. Os objetivos da PM

- A estabilidade de preços emergiu como o objetivo dominante.
- No entanto, nem todos os bancos centrais têm um mandato centrado na estabilidade de preços e aqueles em que tal acontece podem ter que perseguir outros objetivos simultaneamente.
- Além disso, a crise financeira de 2007-09 abriu uma discussão sobre se os bancos centrais deveriam estar menos focados em controlar a inflação de preços e a utilizar a política monetária sobretudo para assegurar a estabilidade financeira.

a) Estabilidade dos preços

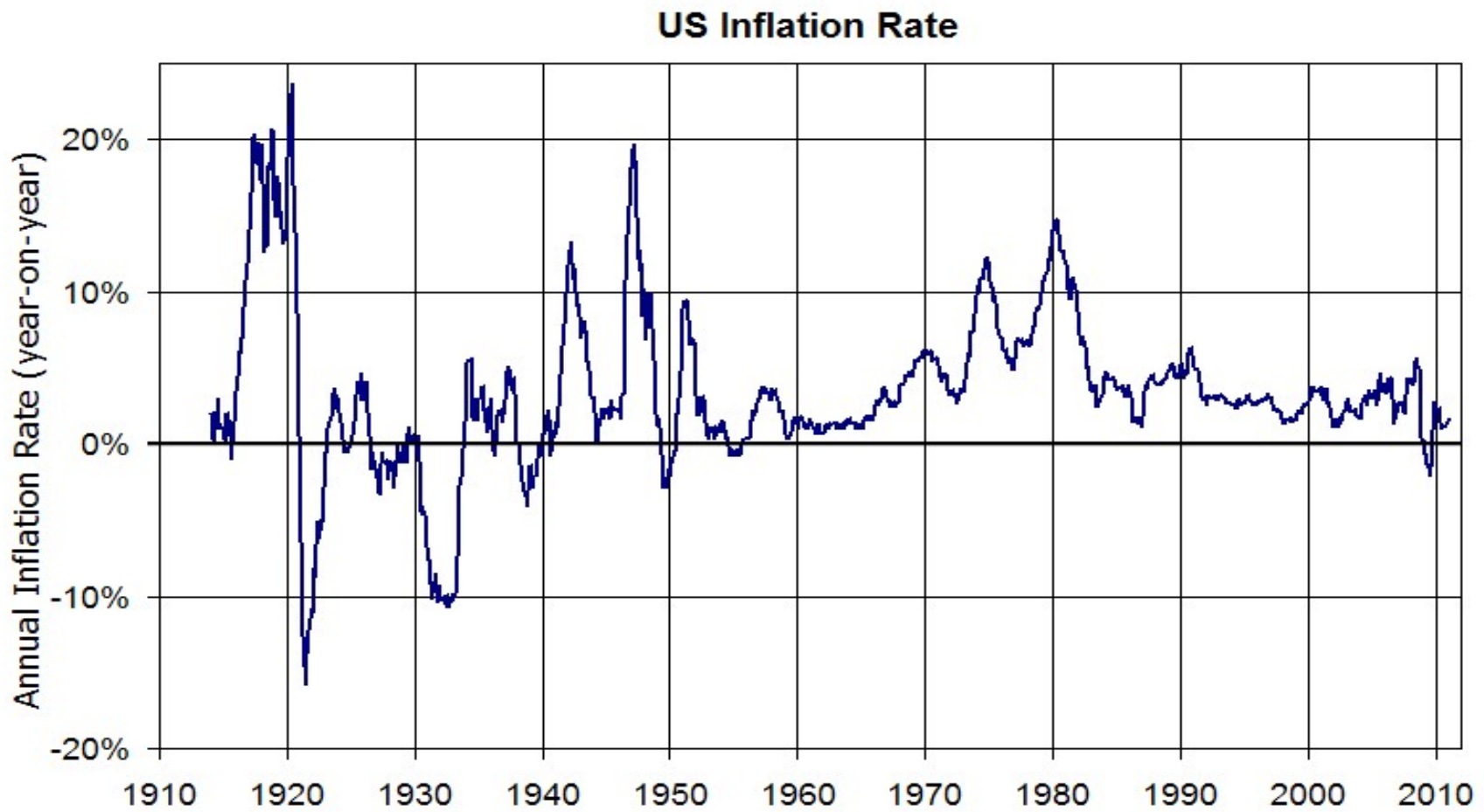


A inflação hoje em dia parece não ser um problema relevante.

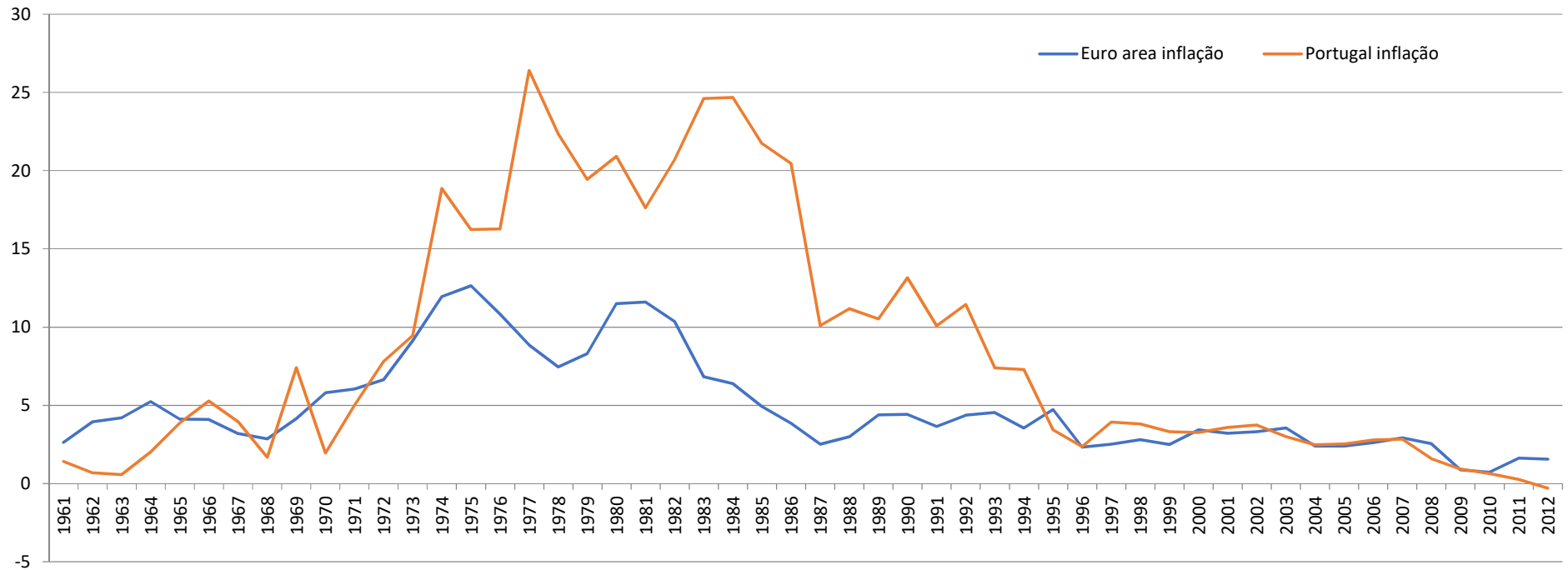
Será que sempre foi assim?

Veremos que não.

a) Estabilidade dos preços



a) Estabilidade dos preços



a) Estabilidade dos preços

Prosseguir a estabilidade de preços equivale a manter o valor real do dinheiro, isto é, seu poder de compra: a quantidade de bens, serviços ou ativos que uma unidade de dinheiro pode comprar.

A justificação para atribuir um objectivo de estabilidade de preços ao banco central é tripla:

- Em primeiro lugar, a estabilidade dos preços é um objectivo desejável do ponto de vista do bem-estar social;
- Em segundo lugar, os bancos centrais estão em melhor posição para atingir esse objectivo;
- Em terceiro lugar, atribuir aos BC qualquer outra tarefa iria distrair da realização do primeiro.

a) Estabilidade dos preços

A inflação distorce as decisões econômicas através da tributação implícita dos saldos de caixa (veja a idéia do efeito Cantillon, a inflação é um imposto regressivo, não um imposto progressivo) e suscita a confusão de sinais inerentes aos preços relativos.

É por isso que a maioria dos bancos centrais tem como objetivo manter a taxa de inflação num valor baixo.

Será que os bancos centrais estão mais bem posicionados para atingir o objetivo da estabilidade de preços?

Os monetaristas apontam para uma relação causal direta entre a quantidade de dinheiro em circulação e a inflação.

a) Estabilidade dos preços

Esta proposição implica que a estabilidade de preços requer o controle da quantidade de dinheiro em circulação e torna a política monetária os instrumentos naturais para controlar a inflação.

No entanto, como veremos nos modelos apresentados na Seção 4.2 não é consensual esta posição de Friedman.

Por conseguinte, deve haver outras justificações para atribuir o controle da inflação a políticas monetárias e não fiscais.

a) Estabilidade dos preços

Os argumentos são económicos e institucionais.

Em primeiro lugar, os modelos económicos contemporâneos pressupõem a neutralidade a longo prazo do dinheiro, ou seja, a separação, a longo prazo, entre variáveis nominais (como o nível geral de preços, salários nominais, taxas de juros, taxa de câmbio nominal ...) e variáveis reais (PIB real, emprego, salários reais, taxas de juros reais, taxa de câmbio real ...).

Embora tenha efeitos reais a curto prazo, em período longo, a política monetária pode controlar melhor as variáveis nominais sem afetar variáveis reais.

Este não é o caso da política fiscal, que afeta a composição do produto, tanto a curto quanto a longo prazo.

a) Estabilidade dos preços

Em segundo lugar, o foco no controle da inflação não deve ser condicionado pela prossecução de outros objetivos de política que possam influenciar o nível de preços, como sejam a minimização dos desvios em relação ao output potencial ou o financiamento de déficits públicos (exceto na medida em que ajudem a prever a inflação).

Instituições independentes com um mandato limitado estão melhor equipadas para fazer isso. Por essas razões, o banco central foi encarregado da estabilidade de preços em todos e cada um dos países.

Uma questão que se pode colocar é a seguinte:

Será que a estabilidade de preços nos anos 1990 e 2000 resultou das políticas do lado da oferta ou antes do foco dos BC objetivo “Estabilidade dos preços”?

Talvez tenha ficado a dever-se a ambos.

b) Estabilidade da taxa de câmbio

Um papel historicamente importante da política monetária tem sido a estabilidade da taxa de câmbio.

Até a década de 1990, muitos países dependiam de uma taxa de câmbio fixa como meio de controlar a inflação e, após o desaparecimento do bloco soviético, vários países em transição decidiram "ancorar" sua economia através da fixação de uma taxa de câmbio fixa.

No entanto, a aposta nas taxas de câmbio fixas tem sido menos frequente nos últimos anos, embora a China e alguns países de pequena dimensão continuem a indexar suas taxas de câmbio (ou seja, seu valor externo da moeda).

c) Estabilização do output

Tal como a política fiscal, a política monetária também tem um impacto de curto prazo na procura agregada.

Isso ocorre porque, na presença de rigidez de preços, uma menor taxa de juros tende a incentivar o investimento (através de uma menor taxa de juros real) e as exportações líquidas (através de uma taxa de câmbio real depreciada).

A política monetária pode, portanto, ser usada para estabilizar a procura agregada, ou seja, estimular a procura através de uma política monetária expansionista quando esta é fraca e uma política monetária restritiva no caso contrário.

c) Estabilização do output

O racional para essa política monetária contra-cíclica remonta à Grande Depressão da década de 1930, mas, em comparação com a política fiscal, a conveniência e a eficácia da política monetária anticíclica são tema de debate.

A existência de rigidez de preços, uma hipótese sobre a qual a política monetária anticíclica se baseia, já não é muito debatida.

No entanto, os atrasos longos e variáveis envolvidos na transmissão de impulsos de política monetária tornam a estabilização discricionária um exercício delicado e podem transformar uma política anticíclica em uma pró-cíclica.

É por isso que o grau de ativismo do banco central é um tema em discussão.

c) Estabilização do output

As expectativas do mercado também podem impedir a política anticíclica através do ajuste das taxas de juros de longo prazo.

Por exemplo, a taxa de juros de longo prazo pode aumentar em uma recessão se as taxas de curto prazo forem reduzidas de forma muito agressiva e se espera que elas conduzam à inflação futura.

Os bancos centrais comportam-se na prática como se estivessem visando minimizar o hiato do produto. Em 1993, John Taylor mostrou que a reação média da Reserva Federal à inflação norte-americana e a diferença de produção poderiam ser capturadas pela equação simples (ver próximo slide).

c) Estabilização do output

A Regra de Taylor

$$i_t = r + \pi_t + 0,5 (\pi_t - \pi_t^e) + 0,5 (y_t - y_t^e)$$

Onde:

i_t é a taxa de juros nominal de curto prazo;

π_t a taxa de inflação;

π^e o objetivo da inflação;

$(y_t - y_t^e)$ o hiato do produto (diferença entre o output e seu nível de potencial);

r é a taxa de juro real que é compatível com output potencial.

c) Estabilização do output

Esse comportamento foi posteriormente confirmado para outros bancos centrais.

A regra de Taylor tornou-se uma das ferramentas básicas dos economistas para avaliar as variações da taxa de juros.

O fato dos bancos centrais parecerem reagir ao hiato do produto não implica que eles tenham um objetivo de estabilização do output.

Como medida do excesso de oferta de bens e serviços na economia, o hiato do produto é um preditor da inflação futura. Aumentar a taxa de juros é a reação apropriada para reduzir a inflação futura quando a procura excede o output potencial, mesmo para um banco central que não persiga a estabilização de produção per se.

d) Estabilidade financeira

A estabilidade financeira (ou seja, o bom funcionamento dos bancos e dos mercados financeiros) não era uma grande preocupação no contexto dos sistemas financeiros altamente segmentados e regulados pós-Grande Depressão até à década de 1960.

No entanto, após a liberalização progressiva dos sistemas financeiros nos anos 80 e 90, a questão ganhou destaque com o surgimento da crise financeira mundial que começou em 2007-8.

A responsabilidade pela estabilidade financeira geralmente é compartilhada entre **agências reguladoras** que lidam com um ou vários segmentos de mercado específicos (como valores mobiliários, bancos, seguros, etc.), o **banco central** e o **Ministério das Finanças**.

Em geral, a responsabilidade dos reguladores e supervisores é de natureza microeconômica, enquanto o banco central é macroeconômico.

d) Estabilidade financeira

Um quadro microfinanceiro apropriado envolve, inter alia, o estabelecimento de padrões para garantir que os bancos façam uma gestão correta dos riscos e possuam capital suficiente para cobri-los.

Este é o papel da política prudencial. É uma condição necessária para a estabilidade financeira, mas não é de modo algum suficiente: mesmo sistemas financeiros sólidos estão sujeitos a bolhas.

Porque atua através da mudança do preço relativo do consumo presente e futuro, bem como do incentivo para investir, a política monetária depende fortemente dos setores bancário e financeiro que passam impulsos monetários para as taxas de juros e de mercado.

Portanto, um setor bancário e financeiro seguro é crucial para a transmissão da política monetária e os bancos centrais estão muito preocupados com a estabilidade financeira.

d) Estabilidade financeira

Isso pode levar os BC a disponibilizar grandes quantidades de liquidez aos bancos no curto prazo quando todos eles estão a procurar simultaneamente liquidez e, portanto, não podem emprestar uns aos outros.

A razão pela qual os bancos centrais estão dispostos a fornecer liquidez aos mercados em momentos de stress é que os eventos que põem em perigo a capacidade de alguns mutuários cumprir suas obrigações podem degenerar em uma reação em cadeia - uma **crise sistémica**.

O papel de estabilidade financeira dos bancos centrais levanta duas questões políticas que são um tema em debate: (1) **Risco Moral**; (2) **Compatibilidade com a estabilidade de preços**.

d) Estabilidade financeira

Risco Moral

Através da atuação como credor de último recurso que apoia as instituições financeiras de importância sistêmica quando se vêem incapazes de angariar dinheiro no mercado, os bancos centrais podem encorajar comportamentos imprudentes.

d) Estabilidade financeira

Compatibilidade com a estabilidade dos preços

Em princípio, a provisão de liquidez pelos bancos centrais em tempos de stress não deve estar em conflito com seus objetivos macroeconómicos e, em particular, com seu mandato de estabilidade de preços.

Isso certamente é verdade quando a assistência é prestada a uma instituição particular, mas não necessariamente quando eles se envolvem em provisão de liquidez por atacado, como no rescaldo da crise de 2007-09.

Em tais situações, os empréstimos aos bancos resultam num aumento da quantidade de dinheiro que poderia resultar em inflação se estendido para além do período de stress de liquidez.

Bancos Centrais	Veículo legal	Objetivos/Mandatos			
		Preços	Taxa de Câmbio	Produto	Sistema Financeiro
BCE	Tratado de Maastricht - 1992	Sim	Não Mas só o BCE pode conduzir operações cambiais	Não	Não
FED	Balanced Growth Act - 1978	Sim	Não Mas pode conduzir operações cambiais a pedido do Governo	Sim Em igualdade com o objectivo preços	Sim
Banco de Inglaterra	Bank of England Act - 1998	Sim Mas a definição pertence ao Governo	Não	Sim Mas em 2º lugar a seguir ao objetivo preços	Sim
Banco do Japão	Bank of the Japan Act - 1997	Sim	Não Mas pode conduzir operações cambiais a pedido do Governo	Não	Sim

Mandatos/Objetivos de quarto Bancos Centrais

Dos quatro objetivos analisados – estabilidade dos preços, estabilidade da taxa de câmbio, estabilização do produto e estabilização financeira – apenas o 1º está formalmente considerado em todos os mandatos dos 4 BC.

A estabilização financeira é um objetivo core dos 4 BC mas não é explicitado no caso do BCE.

4.2. Teorias

A política monetária tem sido e ainda é um campo de pesquisa muito ativo, um dos quais o diálogo entre teóricos e praticantes tem sido o mais vibrante e um daqueles onde a teoria teve grande influência no desenho das instituições políticas.

Nos anos 60 e 70, o desafio monetarista à teoria keynesiana convencional surgiu do que inicialmente era uma crítica às práticas de política monetária.

Do mesmo modo, os modelos de expectativas racionais, que teriam um impacto profundo no pensamento e na política macroeconómica, foram inicialmente desenvolvidos nesse contexto.

As noções de consistência e credibilidade intertemporal, que passariam a fazer parte do conjunto de ferramentas básicas dos decisores políticos, também foram experimentadas pela primeira vez no campo da política monetária.

4.2. Teorias

Finalmente, os modelos neokeynesianos contemporâneos com fundamentos microeconómicos que incorporam rigidez de preços foram desenvolvidos em resposta e com o objetivo de fornecer bases teóricas sólidas para a estabilização monetária.

Iniciamos esta seção com uma discussão dos princípios que sustentam a política monetária.

Em seguida, passamos a avaliar seus principais mecanismos de transmissão, primeiro em um contexto fechado e segundo em um contexto de economia aberta.

Terminamos com uma breve discussão sobre os fundamentos teóricos da estabilidade financeira.

4.2.1. Princípios

- a) A neutralidade de longo prazo da moeda
- b) Rigidez nominal de curto prazo
- c) Fixação de um nível ótimo para a taxa de juro
- d) Credibilidade do Banco Central
- e) Será que a PM e a POF são independentes?

a) A neutralidade de longo prazo da moeda

É consensualmente aceite que as mudanças na oferta monetária não afetam as variáveis reais a longo prazo, uma propriedade conhecida como neutralidade a longo prazo do dinheiro (David Hume, 1742).

Essa dicotomia entre dinheiro e variáveis reais, é uma consequência do papel do dinheiro como uma unidade de conta: a longo prazo, duplicando a quantidade de dinheiro em circulação, não tem impacto em variáveis reais, como PIB, salários reais, taxas de juros reais ou a taxa de câmbio real.

Somente as variáveis nominais (PIB nominal, salários nominais, taxas de juros nominais e taxa de câmbio nominal) são afetadas.

Nota – Funções da moeda: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor.

a) A neutralidade de longo prazo da moeda

A teoria quantitativa da moeda

A velocidade do dinheiro V é definida como a produção nominal permitida pela circulação de uma unidade monetária durante um ano:

$$PY = MV$$

onde P indica o nível geral de preços, M indica a oferta monetária e Y indica o PIB real.

Assuma que V é uma constante ou evolui a uma taxa constante independentemente da política monetária.

a) A neutralidade de longo prazo da moeda

Se o banco central for capaz de controlar a taxa de crescimento da oferta monetária, então, para uma dada taxa de crescimento do PIB e uma dada evolução da velocidade, também é capaz de controlar a inflação, uma vez que:

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta V}{V} + \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Y}{Y}$$

De acordo com essa abordagem, a definição de um objetivo de política monetária exige estimar o crescimento do produto e a evolução tendencial da velocidade monetária.

Dada essa informação, é possível determinar a taxa de variação da oferta de moeda que é compatível com o objetivo fixado para o nível geral de preços.

a) A neutralidade de longo prazo da moeda

Na tradição do Bundesbank, o BCE em 1999 utilizou a teoria quantitativa do dinheiro para definir o primeiro pilar da sua estratégia monetária.

Tal consistiu em fixar o crescimento da oferta monetária em 4,5% ao ano, consistente com uma taxa de inflação de 1,5%, um crescimento do PIB real de 2,5% na área do euro e uma redução da velocidade de circulação em 0,5% ao ano:

$$1,5\% = - 0,5\% + 4,5\% - 2,5\%$$

Nesta abordagem, o agregado monetário desempenha o papel de um objetivo intermediário que é facilmente observável e mais diretamente sob o controle do banco central do que o objetivo final da estabilidade de preços, mas cuja evolução é um bom preditor do objetivo final.

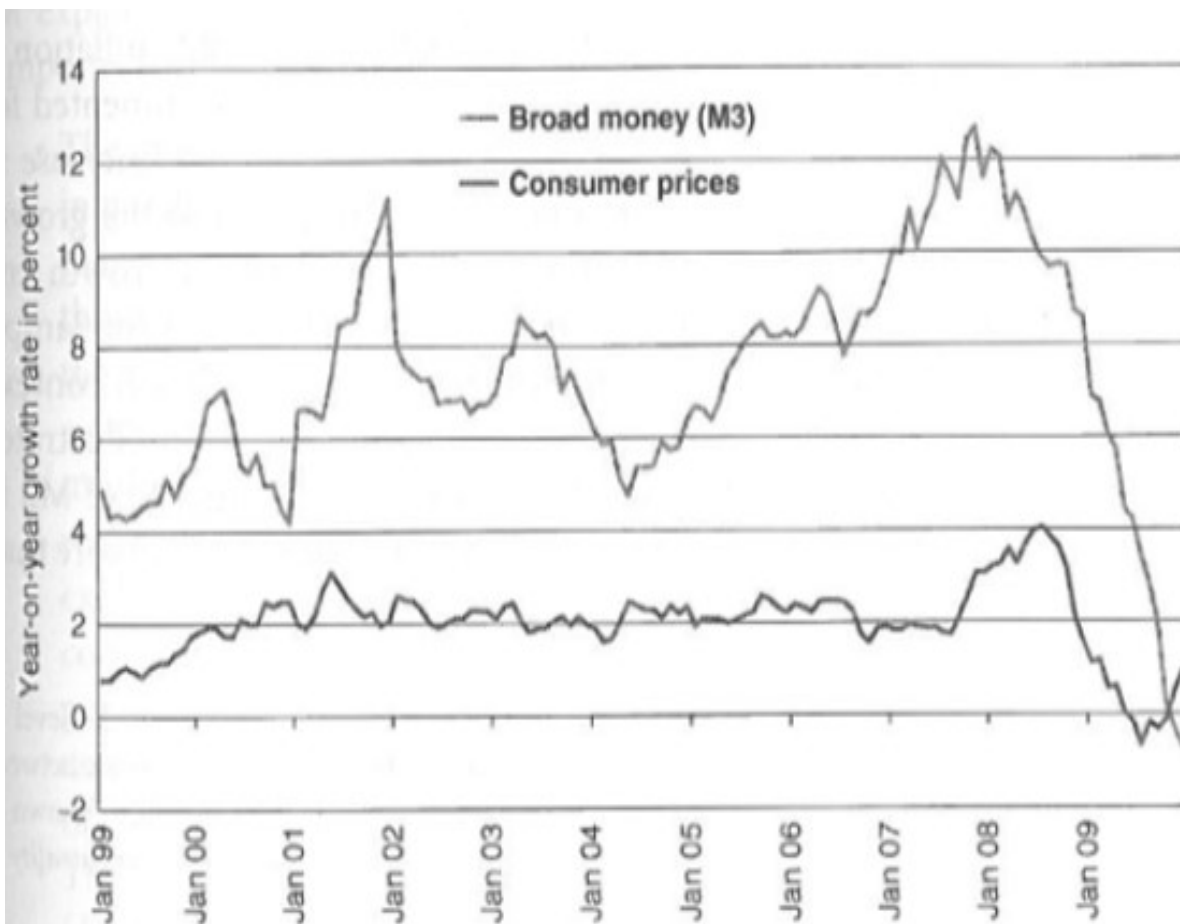


Figure B4.8.1a Money growth and consumer-price-index (CPI) inflation. Euro area, 1999–2009.

Em 2003, o primeiro pilar perdeu relevância na atividade do BCE porque o crescimento da oferta de moeda tinha sido continuamente maior do que o objetivo, sem qualquer consequência importante para a inflação (ver a Figura B4.8.1a).

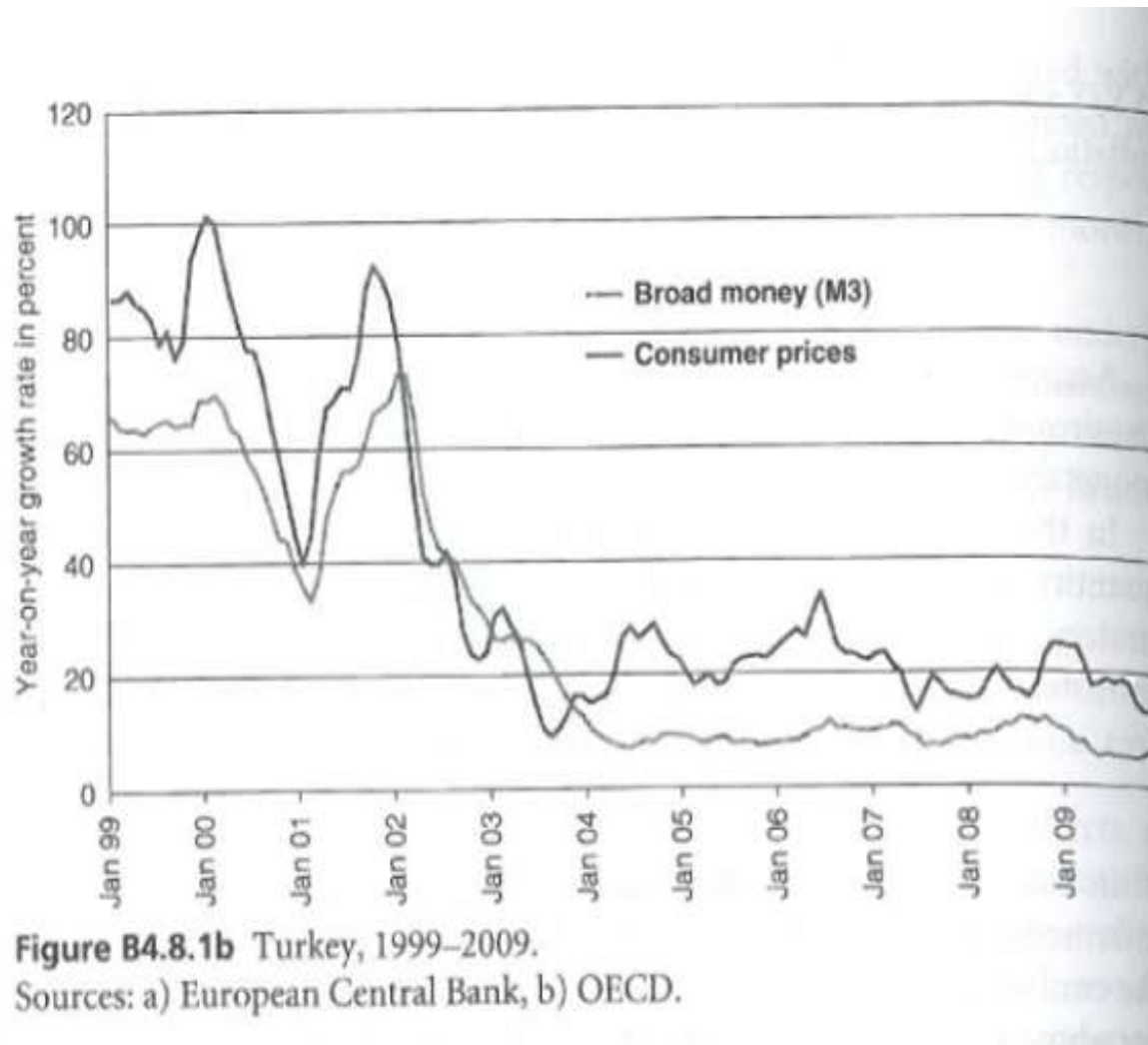


Figure B4.8.1b Turkey, 1999–2009.
Sources: a) European Central Bank, b) OECD.

No entanto deve notar-se que a ligação entre a oferta de moeda e a inflação continua robusta em países de alta inflação (ver no manual Figura B4.8.1b).

b) Rigidez nominal de curto prazo

Uma explicação principal para a inexistência de uma correlação de curto prazo entre o crescimento monetário e a inflação é a existência de rigidez nominal dos preços, ou seja, o fato de que, após um choque na oferta de moeda, os preços e / ou os salários nominais se ajustam apenas parcialmente no curto prazo.

Por conseguinte, um aumento da oferta monetária aumenta o valor real dos ativos monetários, afetando outras variáveis reais, incluindo a taxa de juros real e o consumo real.

Na Teoria Geral de Keynes (Keynes, 1936), um aumento na oferta de dinheiro conduz no curto prazo a uma queda na taxa de juros.

Uma menor taxa de juro estimula a procura de bens e serviços. Se houver excesso de capacidade de produção, o PIB aumenta.

b) Rigidez nominal de curto prazo

No entanto, no longo prazo os preços aumentam, o que remete a taxa de juros e o PIB aos seus valores iniciais, ou seja, a PM é ineficaz no longo prazo.

Em resumo, o impacto de curto prazo da política monetária em variáveis reais, como a produção ou o emprego, depende do ajuste de preços incompleto.

O crescimento mais elevado do dinheiro pode acelerar o ajuste do preço, porque o custo da não adaptação é maior.

No caso extremo da hiperinflação, o ajuste de preços é quase instantâneo.

c) Fixação de um nível ótimo para a taxa de juro

A principal responsabilidade monetária dos bancos centrais é decidir sobre o nível de suas taxas de juros. Mas o que deve orientar essa decisão?

Na década de 1960, a resposta a esta questão era em grande parte ad hoc e discricionária.

A revolução monetarista da década de 1970 e 1980 defendeu a fixação de taxas de juros em um nível consistente com a evolução desejada para os agregados monetários.

No entanto, como já mencionado, a ligação entre o crescimento da massa monetária e a inflação provou ser frágil, pelo menos no curto prazo.

c) Fixação de um nível ótimo para a taxa de juro

Para além disso, a liberalização financeira e as inovações financeiras tornaram difícil o controle dos agregados monetários.

Assim, os bancos centrais começaram a procurar uma estratégia alternativa. Novos modelos de política monetária foram desenvolvidos em que os agregados monetários desempenham um papel secundário ou são completamente ignorados.

Este é o caso do modelo proposto por Richard Clarida, Jordi Gali e Mark Gertler (1999), que desenvolve uma teoria da política monetária "nova keynesiana".

Neste modelo, o banco central define a taxa de juros de curto prazo de modo a manter a taxa de inflação futura e o gap do output futuro o mais próximo possível de seus objetivos.

c) Fixação de um nível ótimo para a taxa de juro

O nível ideal para o gap do output é zero, o que corresponde a uma situação em que o output real é igual ao output potencial.

No modelo, a inflação ideal também é assumida como zero, mas isso é apenas por uma questão de simplicidade.

O alvo de inflação pode ser definido em qualquer nível constante sem alterar os resultados. Um aspeto importante do modelo é que o banco central deve adotar uma “abordagem voltada para o futuro” (forward-looking approach).

Ou seja, a ideia não é procurar controlar a inflação atual ou o hiato do output, mas apenas controlar seus valores esperados. De certa forma, os verdadeiros objetivos são as previsões para a inflação e para o hiato do produto.

c) Fixação de um nível ótimo para a taxa de juro

Este comportamento justifica-se porque os atrasos nos mecanismos de transmissão monetária não permitem ao banco central controlar as variáveis atuais.

Uma vez que o hiato do produto está negativamente relacionado com a taxa de juros real e positivamente relacionado com a inflação, os dois objetivos do banco central são consistentes na presença de choques de procura (que influenciam a inflação e o hiato do produto na mesma direção), mas são contraditórios na presença de choque de custo ou de oferta (que os influenciam em direções opostas).

c) Fixação de um nível ótimo para a taxa de juro

A implicação política desta observação é que o banco central deve compensar completamente os choques da procura, mesmo que apenas se preocupe com a inflação, ao passo que apenas deve compensar parcialmente os choques de redução de custos.

Outra implicação do modelo, que se baseia em expectativas racionais combinadas com choques auto-correlacionados, é que o banco central deve aumentar sua taxa de juros em mais de um por cento quando a inflação esperada aumenta um ponto percentual, para que a taxa de juro real também aumente.

Esta regra foi seguida pelo Fed e pelo BCE desde 1999.

d) Credibilidade do Banco Central

Vamos supor que o BC fixa um nível de inflação que permite que o nível de output fique acima do output potencial. Esta situação designa-se por “inflation bias” ou, em português, viés da inflação ou enviesamento da inflação. Este problema foi formalizado por Robert Barro e David Gordon num influente artigo de 1983.

Começa a partir do pressuposto de que o nível de produção de equilíbrio é considerado muito baixo pelos promotores de políticas porque envolve alto desemprego, mas esse desemprego tem, de fato, um caráter estrutural.

Se o banco central pretende equivocadamente um maior nível de produção para reduzir o desemprego, o resultado deve ser inflacionário, porque apenas as políticas estruturais (como reformas do mercado de trabalho ou reformas tributárias) podem reduzir o desemprego estrutural.

d) Credibilidade do Banco Central

Como estes autores assumem que as famílias são racionais (isto é, conhecem os verdadeiros parâmetros económicos e as preferências do banco central), os esforços para reduzir o desemprego serão frustrados. Apenas a inflação permanecerá.

O viés de inflação desaparece se o banco central se comprometer com um determinado objetivo de inflação - por exemplo, porque é independente com um mandato explícito de metas de inflação ou porque atribui maior relevância à estabilidade dos preços (conservador) do que a sociedade.

Neste caso, os agentes privados já não antecipam um excesso de expansão monetária ou uma reação atenuada aos choques económicos.

O estudo de Barro e Gordon forneceu uma fundamentação para a independência do banco central.

d) Credibilidade do Banco Central

Este artigo foi, no entanto, parte de uma literatura mais ampla que enfatizava a credibilidade do banco central. A credibilidade do banco central pode ser definida como sua capacidade de manter seus próprios anúncios de políticas.

Para tornar estes anúncios eficazes em termos de realizações ótimas, o banco central pode precisar de se comprometer a cumprir uma regra monetária. Uma regra popular é a meta de inflação, onde o banco central fixa a taxa média de inflação esperada ao longo dos próximos dois anos.

Uma outra regra, especialmente nos países em desenvolvimento, é um regime de taxa de câmbio fixo, onde o banco central se compromete a intervir de forma a manter a taxa de câmbio nominal estável.

d) Credibilidade do Banco Central

Para a credibilidade do banco central, também é importante que o banco central possa basear as suas políticas num horizonte de longo prazo.

Isso justifica longos mandatos e independência dos políticos vinculados pelas eleições.

Para aumentar a credibilidade, a maioria dos bancos centrais modernos combinam um mandato para alcançar a estabilidade de preços, a independência formal do governo, mandatos longos e um esquema de compromisso, como metas de inflação.

d) Credibilidade do Banco Central

Indicadores de independência

- Nomeação e demissão da administração: devem ter um mandato fixo e devem ser inamovíveis.
- Resolução de conflitos com o Governo
- Fixação de objetivos
- Limitação de empréstimos ao Governo

e) Será que a PM e a POF são independentes?

A longo prazo, a independência completa da política monetária da política fiscal só é possível se a política fiscal for sustentável ou se o banco central estiver indiferente ao risco de falência do governo.

Se o rácio da dívida pública exceder o seu nível sustentável a longo prazo e as autoridades fiscais se absterem de proceder a uma redução fiscal, os detentores de ativos anteciparão o incumprimento do governo:

- os credores não são reembolsados;
- ou a monetização da dívida: o banco central resgata o governo através de compra maciça de seus títulos e
- aumenta a oferta de moeda em conformidade.

e) Será que a PM e a POF são independentes?

No primeiro caso, o banco central pode ser prejudicado pela perda de valor de seus ativos.

Mas, mais importante ainda, o BC não pode ignorar às consequências que as perdas nos balanços dos bancos comerciais podem ter na sua insolvência e, em consequência, na estabilidade financeira.

Portanto, é provável que o banco central prefira a monetização, com as consequências inflacionárias que estão associadas a esta opção.

A interdependência de longo prazo entre a política fiscal e monetária implica que uma estabilidade monetária duradoura é muito improvável se a autoridade fiscal se comportar de forma irresponsável.

e) Será que a PM e a POF são independentes?

A interdependência de longo prazo entre PM e POF é a principal justificação para limitar os empréstimos públicos numa união monetária, conforme discutido no Capítulo 3.

No curto prazo, não há consenso sobre a conveniência de coordenar políticas monetárias e fiscais para conseguir uma combinação de políticas, pelo menos enquanto a política monetária continuar efetiva.

Os oponentes da coordenação argumentam que a coordenação, pela sua própria natureza, ameaça a independência do banco central e, portanto, a única forma de resolver o problema passa por tornar a política monetária totalmente independente.

Problemas específicos de coordenação surgem quando a política monetária atinge o limite zero nas taxas de juros nominais e se têm que implementar políticas não convencionais.

4.2.2. Canais de transmissão de PM

São geralmente distinguidos três canais de transmissão principais:

- o canal de taxa de juros,
- o canal de preço de ativos
- e o canal de crédito.

Todos operam em paralelo e contribuem para o resultado de equilíbrio geral, mas distingui-los ajuda a entender como funciona a política monetária e o que determina a magnitude do seu impacto.

a) O canal de transmissão da taxa de juro

O canal de transmissão das taxa de juro é o canal tradicional keynesiano: na presença de rigidez nominal, uma expansão monetária leva a uma queda na taxa de juros (nominal e real), portanto, a um estímulo no investimento e do consumo de bens duráveis.

No curto prazo, o aumento dessas categorias de gastos, por sua vez, resulta em efeito multiplicador (ver Capítulo 3) sobre a procura por bens e serviços.

Note, no entanto, que a única taxa de juros que é diretamente afetada pela política monetária é a taxa de juros overnight e nominal, enquanto a procura agregada depende das taxas de juros reais esperadas em horizontes de longo prazo.

a) O canal de transmissão da taxa de juro

O impacto de uma decisão de política monetária depende, portanto, de:

- i. saber quais as taxas de juros mais importantes para os agentes económicos;
- ii. como essas taxas de juros são afetadas pela mudança na taxa overnight.

A evidência mostra que os países diferem consideravelmente ao longo da primeira dimensão:

- Por exemplo, as taxas de juros dos créditos à habitação no Reino Unido tendem a ser variáveis e indexadas em taxas de curto prazo, o que implica que as decisões de política monetária afetam diretamente o custo de novos empréstimos e o rendimento disponível das famílias endividadas;
- Em contrapartida, as famílias alemãs obtêm empréstimos em prazo fixo, o que os isola de impulsos monetários uma vez em dívida.

a) O canal de transmissão da taxa de juro

A eficácia do canal de transmissão das taxas de juros, portanto, varia de país para país.

Este tem sido um tópico de discussão e análise de políticas na área do euro, uma vez que as diferenças nas práticas utilizadas nos empréstimos implicam assimetrias na transmissão do mesmo impulso monetário aos países membros.

b) O canal de transmissão através do preço dos ativos

O canal de preços dos ativos baseia-se na correlação negativa entre os preços dos ativos e as taxas de juros: uma queda na taxa de juros geralmente aumenta o valor dos ativos financeiros detidos pelas famílias, que, por sua vez, consomem parcialmente essa riqueza extra.

Esses efeitos de riqueza desempenharam um papel importante no Japão no início da década de 1990, quando a explosão da bolha dos preços dos ativos teve um impacto negativo no consumo.

Em 2001, a forte queda nos preços das ações dos EUA também teve um impacto negativo no consumo, enquanto o aumento dos preços dos imóveis tendeu a sustentar o consumo dos EUA durante a década de 2000.

b) O canal de transmissão através do preço dos ativos

O canal de preços dos ativos também afeta o setor corporativo: um aumento nos preços das ações aumenta a rentabilidade das novas despesas de capital (também conhecido como q de Tobin).

A importância do canal de preços dos ativos aumentou ao longo do tempo em resultado das inovações introduzidas nos mercados financeiros.

c) O canal do crédito

Finalmente, o canal de crédito resulta do impacto da taxa de juros sobre a oferta – em vez da procura – de crédito: em resposta a uma melhoria nas suas condições de refinanciamento, os bancos tendem a aumentar sua oferta de crédito.

Num mundo de informação imperfeita, teria custos de transação muito elevados para os bancos avaliarem adequadamente a qualidade de todos os projetos de investimento propostos especialmente pelas PME que lhes solicitem empréstimos. Até porque existe informação assimétrica.

A falta de informações sobre a qualidade dos projetos obriga os bancos a incluir um prémio padrão no custo de crédito proposto a todas as empresas - o que penaliza ou mesmo dissuade bons projetos de investimento cuja probabilidade de insucesso é baixa.

c) O canal do crédito

No entanto, projetos com risco elevado tendem a não ser desincentivados, pois os investidores, sabendo que sua probabilidade de insucesso é elevada, aceitam pagar o prêmio correspondente. Quanto mais os bancos aumentam a taxa de juros, mais eles desencorajam bons projetos e selecionam os maus.

Este problema de seleção adversa incentiva os bancos a restringir o crédito e não o risco de preço.

O racionamento de crédito afeta especialmente as pequenas e médias empresas, uma vez que não têm acesso aos mercados de capitais e dependem do financiamento bancário.

c) O canal do crédito

Quando a taxa de juros de curto prazo diminui, a resposta racional de um banco que maximiza os lucros é relaxar restrições de crédito - portanto, um impacto no fornecimento de crédito que não assume a forma de mudanças de preços. Além disso, uma taxa de juros mais baixa também aumenta o valor dos ativos utilizados para garantir os empréstimos e, portanto, o acesso das empresas ao crédito (Kiyotaki e Moore, 1997).

A saúde financeira dos bancos é crucial para a transmissão da política monetária: quando os balanços dos bancos estão sobrecarregados com empréstimos com desempenho ineficiente – empréstimos com alta probabilidade de insolvência ou ativos depreciados, ou seja, ativos financeiros cujo valor de mercado é muito menor do que quando foram comprados pelo banco – os bancos estão menos dispostos a conceder novos empréstimos.

c) O canal do crédito

Esta segunda fonte de racionamento de crédito - muitas vezes chamada de crise de crédito - foi a principal explicação para a fraca eficácia da política monetária japonesa no final da década de 1990 e no início dos anos 2000.

O Banco do Japão reduziu as suas principais taxas praticamente para zero em 1995, mas com poucos efeitos. Mesmo a adoção, em março de 2001, de metas expansionistas para os agregados monetários permaneceu sem impacto significativo no crédito e na atividade econômica e esta situação só se alterou quando a sustentabilidade financeira dos bancos foi restabelecida através da sua recapitalização.

Em 2008, nos EUA e na Europa, a deterioração da qualidade dos balanços dos bancos conduziu também a fortes restrições de oferta de crédito. (Ivashina e Scharfstein , 2010).

d) Avaliação dos vários canais de transmissão

A eficácia dos vários canais de transmissão varia de país para país.

- Quanto maior a proporção de empréstimos de curto prazo ou taxa variável no país, mais eficaz é o canal da taxa de juros.
- O canal do preço dos ativos depende da extensão das participações de ativos pelos consumidores domésticos.
- Finalmente, a importância do canal de crédito depende da participação das pequenas e médias empresas (PME) na produção e da sua dependência em relação ao crédito bancário.