



BANCO CENTRAL EUROPEU

EUROSISTEMA

# A estabilidade de preços é importante porquê?

Livro do professor



© Banco Central Europeu, 2011

**Morada**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Alemanha

**Endereço postal**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Alemanha

**Telefone**

+49 69 1344 0

**Website**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Autor**

Dieter Gerdesmeier

**Composição gráfica**

MEDIA CONSULTA Advertising GmbH  
Wassergasse 3  
10179 Berlim  
Alemanha

**Créditos fotográficos**

Andreas Pangerl  
Corbis  
Banco Central Europeu  
Image Source  
Photos.com

*Todos os direitos reservados. A reprodução para fins pedagógicos e não comerciais é permitida, desde que a fonte esteja identificada.*

ISBN (online)     978-92-899-0749-1

# **A estabilidade de preços é importante porquê?**

Livro do professor

## Sumário

7



## Capítulo 1 Introdução

11



Capítulo 2 Breve história da moeda

2.1 As funções da moeda

2.2 As formas de moeda

13

14

16



Capítulo 3 A importância da estabilidade de preços

3.1 O que é a estabilidade de preços?

3.2 A medição da inflação

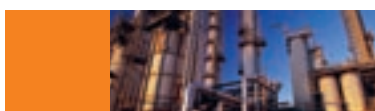
3.3 Os benefícios da estabilidade de preços

21

22

22

27



Capítulo 4 Os factores que determinam a evolução dos preços

4.1 Breve panorâmica do que a política monetária pode e não pode fazer

4.2 A moeda e as taxas de juro – como é que a política monetária pode influenciar as taxas de juro?

4.3 Como é que as variações nas taxas de juro afectam as decisões de despesa dos consumidores e das empresas?

4.4 Os factores subjacentes à evolução dos preços em horizontes temporais a mais curto prazo

4.5 Os factores subjacentes à evolução dos preços em horizontes temporais a mais longo prazo

33

34

36

38

43

45



Capítulo 5 A política monetária do BCE

5.1 Breve panorâmica histórica

5.2 O quadro institucional

5.3 A estratégia de política monetária do BCE

5.4 Panorâmica do quadro operacional do Eurosistema

47

48

51

56

72

<b>Glossário</b>	75
<b>Anexo 1:</b> O impacto da inflação – alguns exemplos quantitativos	77
<b>Anexo 2:</b> Exercícios	79
<b>Bibliografia</b>	87

## Caixas

<b>Caixa 3.1</b>	A medição da inflação – um exemplo simples	23
<b>Caixa 3.2</b>	A relação entre a inflação esperada e as taxas de juro – o chamado “efeito de Fisher”	26
<b>Caixa 3.3</b>	A hiperinflação	29
<b>Caixa 3.4</b>	A procura de moeda	31
<b>Caixa 4.1</b>	Porque é que os bancos centrais podem influenciar as taxas de juro reais ( <i>ex ante</i> )? O papel dos preços “viscosos”	37
<b>Caixa 4.2</b>	Como é que as variações na procura agregada afectam a actividade económica e a evolução dos preços?	38
<b>Caixa 4.3</b>	A teoria quantitativa da moeda	46
<b>Caixa 5.1</b>	O percurso da moeda única, o euro	48
<b>Caixa 5.2</b>	Critérios de convergência	52
<b>Caixa 5.3</b>	Compilação e características do IHPC	59
<b>Caixa 5.4</b>	Uma margem de segurança contra a deflação	60
<b>Caixa 5.5</b>	A orientação de médio prazo da política monetária do BCE	61
<b>Caixa 5.6</b>	Indicadores económicos e financeiros reais	63
<b>Caixa 5.7</b>	Projecções macroeconómicas para a área do euro	66
<b>Caixa 5.8</b>	Agregados monetários	67
<b>Caixa 5.9</b>	O valor de referência do BCE para o crescimento monetário	68

## Agradecimentos

*Este livro beneficiou imenso com os numerosos comentários e sugestões editoriais dos meus colegas do BCE, aos quais estou extremamente agradecido. Gostaria também de exprimir a minha gratidão aos membros do Comité de Comunicação Externa do Sistema Europeu de Bancos Centrais e da Comissão de Especialistas, aos colegas da Divisão de Comunicação e de Informação, da Divisão de Serviços Linguísticos e da Divisão de Publicações Oficiais e Biblioteca do BCE, e a H. Ahnert, W. Bier, D. Blenck, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H.-J. Klöckers, D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, A. Page, H. Pill, C. Pronk, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, D. Schackis, H. J. Schlösser, G. Vitale e, C. Zilioli.*

*Dieter Gerdesmeier*

*Frankfurt am Main, Janeiro de 2011*

# A estabilidade de preços é importante porquê?

7

Sumário

## Sumário

O Tratado que institui a Comunidade Europeia atribui ao Eurosistema – constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos bancos centrais nacionais (BCN) dos países que adoptaram o euro como a sua moeda – o mandato primordial de manutenção da estabilidade de preços. Esse mandato é considerado o principal objectivo do Eurosistema por boas razões económicas. Reflecte as lições aprendidas com anteriores experiências e é apoiado pela teoria económica e por estudos empíricos que indicam que, mantendo a estabilidade de preços, a política monetária contribuirá significativamente para o bem-estar geral, incluindo níveis elevados de actividade económica e de emprego.

Dado o reconhecimento generalizado dos benefícios da estabilidade de preços, consideramos fundamental explicar, sobretudo aos jovens, a importância da estabilidade de preços, a forma como esta pode ser alcançada e como a sua manutenção contribui para os objectivos económicos mais gerais da União Europeia (UE).

Os benefícios da estabilidade de preços, bem como os custos associados à inflação ou à deflação, estão estreitamente associados à moeda e às suas funções. O capítulo 2 é, por conseguinte, dedicado à história e às funções da moeda. Explica-se que num mundo sem moeda, ou seja, numa economia de troca directa, os custos associados à troca de bens e serviços, tais como os custos de informação, de procura e de transporte, seriam muito elevados. Exemplifica-se igualmente que a moeda permite trocar bens de modo mais eficiente, melhorando assim o bem-estar de todos os cidadãos. Depois destas considerações, segue-se uma análise mais pormenorizada do papel da moeda e das suas três funções básicas. A moeda é utilizada como meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. As formas específicas de moeda utilizadas em diferentes sociedades foram mudando ao longo dos tempos. São particularmente de destacar a moeda-mercadoria, a moeda metálica, o papel-moeda e a moeda electrónica. Os principais desenvolvimentos na história da moeda são revistos e explicados de modo sucinto.

O capítulo 3 centra-se em mais pormenor sobre a importância da estabilidade de preços. Expõe-se que a inflação e a deflação são fenómenos económicos que podem ter graves consequências negativas para a economia. O capítulo começa por definir os dois conceitos. A inflação define-se, em princípio, como sendo um aumento geral dos preços dos bens e dos serviços ao longo de um período de tempo prolongado que resulta num decréscimo do valor da moeda e, consequentemente, do seu poder de compra. A deflação consiste, por seu lado, numa descida do nível geral de preços ao longo de um período prolongado.

Após uma breve ilustração de alguns dos problemas associados à medição da inflação, o capítulo prossegue com uma descrição dos benefícios da estabilidade de preços. A estabilidade de preços contribui para um nível de vida mais elevado ao reduzir a incerteza acerca da evolução geral dos preços, tornando mais transparente o funcionamento do mecanismo de preços. Permite aos consumidores e às empresas identificarem mais facilmente as variações de preços que não são comuns a todos os bens (as designadas “variações dos preços relativos”). Além disso, a estabilidade de preços contribui para o



O Banco Central Europeu



bem-estar geral ao reduzir os prémios de risco de inflação das taxas de juro, ao tornar as actividades de cobertura de risco desnecessárias e ao reduzir os efeitos de distorção dos sistemas de tributação e de segurança social. Por último, a estabilidade de preços impede a distribuição arbitrária da riqueza e dos rendimentos associada, por exemplo, à erosão do valor real de activos nominais (poupanças sob a forma de depósitos bancários, obrigações do Tesouro, salários nominais) decorrente da inflação. Erosões consideráveis da riqueza e dos rendimentos reais devido a uma inflação elevada podem ser uma fonte de perturbações sociais e de instabilidade política. Resumindo, ao manterem a estabilidade de preços, os bancos centrais permitem que sejam alcançados objectivos económicos mais amplos, contribuindo, assim, para a estabilidade política geral.

O capítulo 4 debruça-se sobre os factores que determinam a evolução dos preços. Começando por apresentar uma breve panorâmica do papel e das limitações da política monetária, em seguida explica a forma como um banco central pode influenciar as taxas de juro de curto prazo. O banco central é o fornecedor monopolista (ou seja, o único fornecedor) de notas de banco e de depósitos no banco central. Dado que necessitam de notas para os seus clientes e são obrigados a cumprir o regime de reservas mínimas (isto é, proceder a depósitos no banco central), os bancos normalmente solicitam crédito junto do banco central. Este último estabelece a taxa de juro dos seus empréstimos aos bancos, a qual, por sua vez, influencia as outras taxas de juro do mercado.

As variações das taxas de juro do mercado afectam as decisões de despesa das famílias e das empresas e, consequentemente, acabam também por ter efeitos sobre a actividade económica e a inflação. Por exemplo, com taxas de juro mais elevadas é mais caro investir e, por conseguinte, a tendência é para cortar nas despesas de investimento. Por outro lado, a poupança torna-se mais atractiva e a procura de bens de consumo tende a diminuir. Assim, em circunstâncias normais, é previsível que um aumento das taxas de juro conduza a um decréscimo do consumo e do investimento, o que – com tudo o resto constante – deverá, em última instância, reduzir as pressões inflacionistas. Embora a política monetária possa ter algum impacto na actividade real, esse efeito é temporário e não permanente. No entanto, a política monetária tem um impacto duradouro na evolução dos preços e, como resultado, na inflação.

Este capítulo analisa em pormenor os factores que determinam o processo inflacionista em horizontes a mais curto prazo. Tal como ilustrado através de um modelo bastante simplificado que descreve os conceitos de procura e oferta agregadas, diversos factores económicos podem dar origem a movimentos nos níveis de preços no curto prazo, por exemplo, aumentos do consumo e do investimento, agravamentos dos défices orçamentais das administrações públicas e exportações líquidas mais elevadas. Além disso, custos mais elevados dos factores de produção (por exemplo, devido a uma subida dos preços dos produtos energéticos) ou aumentos salariais não acompanhados de ganhos de produtividade podem gerar pressões em sentido ascendente sobre a inflação.

Neste contexto, salienta-se o facto de a política monetária não poder controlar totalmente a evolução dos preços no curto prazo. Contudo, explica-se também que, numa perspectiva a mais longo prazo, a inflação é um fenómeno monetário. É, portanto, indiscutível que, ao fazer face a riscos para a estabilidade de preços, a política monetária pode controlar a inflação a médio e a longo prazo.

O capítulo final descreve sucintamente a política monetária do BCE. Começa por uma descrição pormenorizada do processo conducente à criação da União Económica e Monetária (UEM) e, nas secções subsequentes, aborda o quadro institucional da política monetária única, a estratégia de política monetária do BCE e os instrumentos de política monetária utilizados pelo Eurosistema. A fim de precisar o objectivo do Eurosistema de,





tal como estabelecido pelo Tratado, manter a estabilidade de preços, o Conselho do BCE forneceu, em 1998, a seguinte definição quantitativa: *“A estabilidade de preços será definida como um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2 %. A estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo.”* Além disso, em Maio de 2003, clarificou que, no âmbito desta definição, visa manter as taxas de inflação num nível inferior mas *“próximo de 2 % no médio prazo”*.

Em conformidade com a estratégia do BCE, as decisões de política monetária fundamentam-se numa análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços. Essa análise é levada a cabo recorrendo a duas perspectivas complementares com vista a determinar a evolução dos preços. A primeira visa avaliar os determinantes de curto a médio prazo da evolução dos preços, centrando-se na actividade económica real e nas condições financeiras da economia. Tem em consideração o facto de, nesses horizontes, a evolução dos preços ser extremamente influenciada pela interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, de serviços e dos factores de produção (ou seja, os mercados de trabalho e de capitais). O BCE designa esta abordagem “análise económica”. A segunda perspectiva, designada “análise monetária”, incide sobre um horizonte a mais longo prazo, explorando a relação de longo prazo entre a quantidade de moeda em circulação e os preços. A análise monetária destina-se principalmente a, numa perspectiva de médio a longo prazo, servir de meio de cruzamento das informações de curto a médio prazo importantes para a política monetária fornecidas pela análise económica.

Com base nesta avaliação, o Conselho do BCE decide sobre o nível das taxas de juro de curto prazo para assegurar que as pressões inflacionistas e deflacionistas sejam contrariadas e que a estabilidade de preços seja mantida a médio prazo.



De acordo com a estratégia do BCE, as decisões de política monetária fundamentam-se numa análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços.

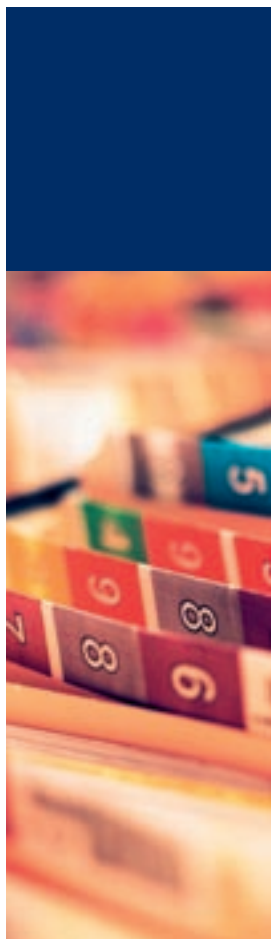




# Capítulo 1

## Introdução

Quando interrogados em sondagens sobre as condições económicas gerais, os cidadãos europeus expressam habitualmente o desejo de viverem numa conjuntura sem inflação nem deflação. O Tratado que institui a Comunidade Europeia atribui ao Eurosistema o mandato de manter a estabilidade de preços, o que tem perfeito sentido em termos económicos. Reflecte as lições da história e é corroborado pela teoria económica e por estudos empíricos que sugerem que, mantendo a estabilidade de preços, a política monetária contribuirá consideravelmente para o bem-estar económico geral, incluindo níveis elevados de actividade económica e de emprego.



**O presente livro é composto por vários capítulos, que fornecem informação básica e podem ser consultados separadamente, como e quando necessário.**

Dado o reconhecimento generalizado dos benefícios da estabilidade de preços, é importante que todos, sobretudo os jovens, compreendam a relevância da mesma, como é que esta pode ser alcançada e como é que a manutenção de preços estáveis contribui para os objectivos económicos mais gerais da Comunidade.

O presente livro é composto por vários capítulos, que fornecem informação básica e podem ser consultados separadamente, como e quando necessário. O grau de complexidade dos capítulos 4 e 5 é, porém, mais elevado do que o dos primeiros capítulos. Para um perfeito entendimento do capítulo 5, é necessário ler cuidadosamente o capítulo 3 e, em particular, o capítulo 4. O livro inclui também caixas que abordam em mais pormenor algumas questões específicas.

Os benefícios da estabilidade de preços ou, por outro lado, os custos associados à inflação ou à deflação, estão estreitamente relacionados com a moeda e as suas funções. O capítulo 2 é, por conseguinte, dedicado à história e às funções da moeda. Explica-se que num mundo sem moeda, ou seja, numa economia de troca directa, os custos associados à troca de bens e serviços seriam muito elevados. Ilustra-se, igualmente, que a moeda permite uma troca de bens e serviços mais eficiente, o que, por seu lado, contribui para um aumento do bem-estar dos consumidores. A estas considerações segue-se, na secção 2.1, uma análise mais pormenorizada do papel da moeda e das suas funções básicas. As formas de moeda utilizadas pelas sociedades foram mudando ao longo dos tempos, pelo que os principais desenvolvimentos históricos são revistos e explicados, de forma sintética, na secção 2.2.

O capítulo 3 centra-se na importância da estabilidade de preços. Primeiro, são definidos os conceitos de inflação e de deflação (secção 3.1). Em seguida, após uma breve ilustração de algumas questões de medição (secção 3.2), descreve-se em pormenor os benefícios da estabilidade de preços e, por oposição, as consequências negativas da inflação e da deflação (secção 3.3).

O capítulo 4 debruça-se sobre os factores que determinam a evolução dos preços. Começa por fornecer uma breve panorâmica (secção 4.1), analisando depois a influência da política monetária sobre as taxas de juro (secção 4.2). Subsequentemente, ilustra os efeitos das variações das taxas de juro sobre as decisões de despesa das famílias e das empresas (secção 4.3). Na secção seguinte, são analisados os factores subjacentes ao processo inflacionista em horizontes temporais a mais curto prazo (secção 4.4). É dado especial realce ao facto de a política monetária não poder, por si só, controlar a evolução dos preços no curto prazo, visto vários outros factores económicos poderem influenciar a inflação nesse espaço de tempo. Contudo, reconhece-se que a política monetária controla a inflação em horizontes a mais longo prazo (secção 4.5).

O capítulo final descreve sucintamente a política monetária do BCE. Começando por uma descrição pormenorizada do processo conducente à criação da UEM (secção 5.1) aborda, nas secções seguintes, o quadro institucional da política monetária única (secção 5.2), a estratégia de política monetária do BCE (secção 5.3) e o enquadramento operacional do Eurosistema (secção 5.4).

Para mais informações, consultar o glossário e a bibliografia fornecidos no final do livro.





# Capítulo 2

## Breve história da moeda

Na vida moderna, o dinheiro – ou seja, a moeda – é indispensável. Este capítulo procura responder a questões como: o que é o dinheiro, porque precisamos dele, por que razão é aceite e há quanto tempo existe.

A **secção 2.1** explica as funções da moeda.

A **secção 2.2** refere os vários bens que, no passado, foram utilizados como moeda.

## 2.1 As funções da moeda

### A história da palavra “moeda”

O dinheiro – ou seja, a moeda – desempenha um papel fundamental nas economias actuais. Não é exagero dizer que o “dinheiro faz girar o mundo” e que as economias modernas não funcionariam sem ele. A palavra “moeda” vem do latim “moneta”. Na Roma antiga, contudo, o termo “monetor” ou “moneta” significava “conselheiro/a”, no sentido de uma pessoa que aconselha ou previne. Segundo alguns historiadores, o significado da palavra remonta a um acontecimento-chave da história romana. Em 390 a.C., durante uma invasão gaulesa, o grasnar de um bando de gansos residente num templo da deusa Juno no Monte Capitolino alertou os Romanos para o ataque iminente, salvando-os de uma derrota. Em agradecimento, os Romanos construíram um novo templo dedicado a Juno Moneta, a deusa que previne e aconselha. A primeira casa da moeda romana foi construída em 289 a.C., nesse templo ou muito perto, tendo começado por produzir moedas em bronze, e mais tarde em prata. Na face de muitas dessas moedas era cunhada a efígie de Juno Moneta. Daí terem surgido os termos “moeda” e “casa da moeda”.

### As funções da moeda

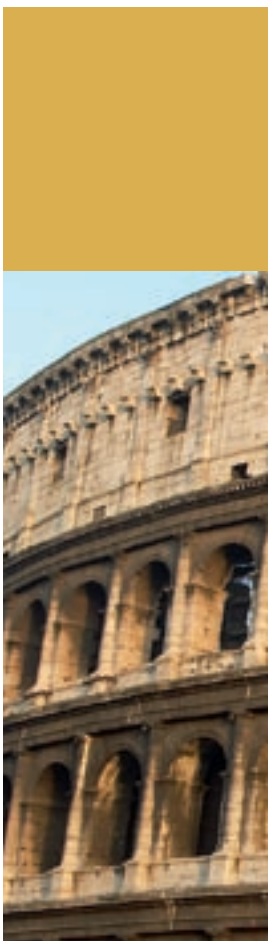
O que constitui uma moeda ou, por outras palavras, o que é o dinheiro? Hoje em dia, para definirmos o termo moeda ou dinheiro, primeiro pensamos em notas e moedas. Estes activos são considerados dinheiro por serem líquidos, ou seja, por serem geralmente aceites e se encontrarem disponíveis a qualquer momento para efeitos de pagamento. Embora seja incontestável que as notas e as moedas cumprem esse fim, actualmente existe uma série de outros tipos de activos que são muito líquidos e que podem ser facilmente convertidos em dinheiro efectivo ou que, por um custo muito baixo, podem ser utilizados para efectuar pagamentos. É o caso, por exemplo, dos depósitos à ordem<sup>1</sup> e de outros tipos de depósito em bancos. Consequentemente, estes instrumentos são incluídos nas definições de moeda frequentemente designadas “moeda em sentido lato” ou “agregado monetário largo”.

As várias formas de moeda foram variando consideravelmente ao longo do tempo. O papel-moeda e os depósitos bancários não existem desde sempre, pelo que é útil definir o conceito de moeda em termos mais gerais. A moeda pode ser vista como um bem muito especial que desempenha determinadas funções básicas. Mais especificamente, funciona como meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Por essa razão se diz, muitas vezes, que “o dinheiro é o que o dinheiro faz”.

Para ilustrar melhor estas funções, basta analisar a forma como as pessoas realizavam as suas transacções antes de a moeda existir. Sem dinheiro, as pessoas eram forçadas a trocar bens e serviços directamente por outros bens e serviços. Apesar de uma “economia de troca directa” permitir alguma divisão de trabalho, existem limitações em termos práticos e os chamados “custos de transacção” são substanciais.

O problema mais evidente deste tipo de economia é o facto de as pessoas terem de encontrar quem queira exactamente o bem ou serviço que oferecem e que tenha o que procuram em troca. Por outras palavras: uma troca directa bem-sucedida requer *uma dupla coincidência de vontades*. Um padeiro que, por exemplo, desejasse um corte de

<sup>1</sup> Os depósitos à ordem são fundos que estão imediatamente disponíveis para efeitos de transacção. Note-se que nos depósitos à ordem se inclui também a moeda electrónica sob a forma de cartões pré-pagos.



A palavra “moeda”  
vem do latim  
“moneta”.



cabelo em troca de alguns pães teria que encontrar um barbeiro disposto a aceitar esses pães pelo seu serviço. Contudo, se por seu lado o barbeiro precisasse de um par de sapatos, teria de esperar até que o dono de uma loja de sapatos desejasse um corte de cabelo em troca. Uma economia de troca directa implicaria, assim, custos substanciais em termos de tempo, identificação da contraparte apropriada para a transacção e acumulação de bens.

## A moeda como meio de troca

Uma forma de evitar os inconvenientes associados a uma economia de troca directa seria utilizar um bem como meio de troca. Esse bem funcionaria como um tipo rudimentar de moeda para transacções, passando assim a ser o que se designa “moeda-mercadoria”. À primeira vista, poderá parecer que transaccionar um bem ou um serviço por moeda e depois a moeda por outro bem ou serviço é complicar ainda mais as transacções. Porém, pensando bem, torna-se evidente que a utilização de um bem como meio de troca facilita consideravelmente todo o processo, visto deixar de ser necessária uma dupla coincidência de vontades para que uma troca de bens e/ou serviços se realize. Obviamente, um pré-requisito para o bem escolhido poder funcionar como moeda é que seja aceite em toda a economia como meio de troca, seja por tradição, convenção informal ou lei.

Simultaneamente, é claro que os bens utilizados como meio de troca devem ter determinadas características técnicas. Devem, em particular, ser fáceis de transportar, duráveis e divisíveis, e a sua qualidade fácil de verificar. Num sentido mais económico, é óbvio que a moeda deve ser um bem raro, já que só os bens raros têm um valor positivo.

## A moeda como reserva de valor

Se o bem utilizado como moeda mantiver o seu valor ao longo do tempo, pode ser guardado durante períodos mais prolongados. Tal é particularmente útil, pois permite que o acto de venda seja separado do acto de compra. Neste caso, a moeda desempenha a importante função de reserva de valor.

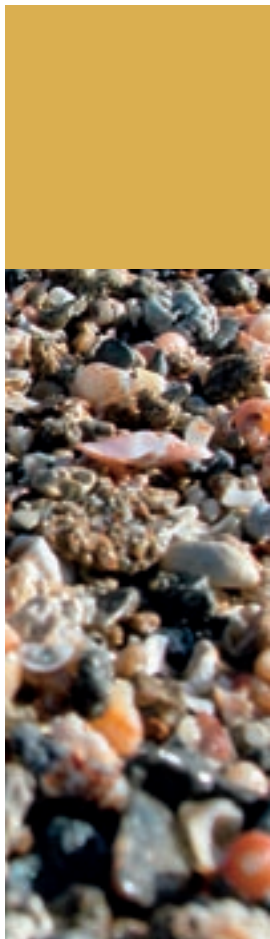
É por estas razões que os bens que servem igualmente como reserva de valor são preferíveis aos que servem apenas como meio de troca. Por exemplo, bens como as flores ou as maçãs poderiam, em princípio, servir como meio de troca. No entanto, não seriam utilizáveis como reserva de valor e, por conseguinte, não poderiam ser utilizados como moeda. Assim, se este papel da moeda não for desempenhado devidamente (por exemplo, se o bem utilizado como moeda perder valor com o tempo), as pessoas utilizarão outros bens ou activos como reserva de valor ou, em casos extremos, recorrerão de novo à troca directa.

## A moeda como unidade de conta

Igualmente importante é a função da moeda como unidade de conta, para a qual o exemplo anterior serve também de ilustração. Mesmo que as dificuldades em obter uma dupla coincidência de vontades sejam ultrapassadas, continuaria a ser necessário encontrar o rácio de troca exacto entre, por exemplo, pães e cortes de cabelo ou cortes de cabelo e pares de sapatos. Esses “rácios de troca” – ou seja, por exemplo, o número de pães equivalente em valor a um corte de cabelo – são denominados “preço relativos” ou “termos de troca”. Ter-se-ia de determinar no mercado o preço relativo de cada par de



**A moeda é utilizada como meio de troca, reserva de valor e unidade de conta.**



A natureza da moeda-mercadoria tem sido variada, incluindo, por exemplo, conchas coloridas.

bens e serviços e, obviamente, todas as pessoas envolvidas nas transacções precisariam de toda a informação sobre os termos de troca entre todos os bens e serviços. É fácil demonstrar que, para dois bens, existe apenas um preço relativo, ao passo que para três bens existem três preços relativos (nomeadamente, pães em relação a cortes de cabelo, cortes de cabelo em relação a sapatos, e pães em relação a sapatos). No caso de dez bens, porém, os preços relativos seriam já 45, e com 100 bens o número de preços relativos ascenderia a 4950<sup>2</sup>. Por conseguinte, quanto maior for o número de bens transaccionados, mais difícil se torna obter toda a informação sobre todas as “taxas de câmbio” possíveis. Consequentemente, obter e memorizar toda a informação sobre os termos de troca acarreta custos elevados para os participantes numa economia de troca directa e esses custos aumentam desproporcionadamente com o número de bens transaccionados. Esses recursos poderiam ser empregues mais eficientemente de outras formas, se um dos bens fosse utilizado como unidade de conta. Neste caso, o valor de todos os bens passaria a ser expresso nessa unidade monetária e o número de preços que os consumidores teriam de identificar diminuiria significativamente<sup>3</sup>. Assim, se todos os preços fossem fixados em termos monetários, as transacções tornar-se-iam muito mais fáceis. De um modo geral, não só os preços dos bens podem ser expressos em termos monetários, como também o preço de qualquer activo. Todos os agentes económicos de uma zona monetária passariam então a calcular custos, preços, salários, rendimentos, etc. na mesma unidade monetária. Tal como acontece relativamente às funções da moeda atrás referidas, quanto menos estável e fiável é o valor da moeda, mais difícil é para essa moeda desempenhar esta importante função. Uma unidade de conta fiável e geralmente aceite constitui, por conseguinte, uma base sólida para o cálculo de preços e custos, o que aumenta a transparência e a fiabilidade.

## 2.2 As formas de moeda

Ao longo dos tempos, a natureza dos bens utilizados como moeda foi variando. É de um modo geral aceite que o que, por vezes, se tornou na função primária desses bens não coincidia, frequentemente, com o seu fim inicial. Certos bens eram, aparentemente, escolhidos como moeda porque podiam, como era conveniente, ser armazenados sem dificuldade, tinham um valor elevado e um peso reduzido em termos comparativos, e porque eram fáceis de transportar e duráveis. Esses bens muito desejados eram transaccionados com facilidade e, por conseguinte, passaram a ser aceites como dinheiro. Concluindo, a evolução da moeda depende de vários factores, tais como a importância relativa do comércio e o estágio de desenvolvimento da economia.

### A moeda-mercadoria

A natureza da moeda-mercadoria tem sido variada, incluindo desde contas feitas de conchas (*wampum*), utilizadas pelos índios norte-americanos, a caurins (conchas coloridas) na Índia, dentes de baleia nas Ilhas Fiji, tabaco nas primeiras colónias da América do Norte, grandes discos de pedra na Ilha Yap, no Pacífico, e cigarros e bebidas alcoólicas na Alemanha do pós-Segunda Guerra Mundial.

<sup>2</sup> Em termos mais gerais, para  $n$  bens, existem  $\frac{n \times (n-1)}{2}$  preços relativos.

<sup>3</sup> Mais especificamente, passaria a ser  $n-1$  preços absolutos.

# A moeda metálica

17

## Breve história da moeda

A introdução da moeda metálica foi a maneira que as sociedades da antiguidade encontraram para resolver os problemas associados à utilização de bens perecíveis como moeda para transacções. Não se sabe exactamente onde e quando a moeda metálica surgiu pela primeira vez. Sabe-se, no entanto, que era utilizada cerca de 2000 a.C. na Ásia, se bem que nessa época, aparentemente, o seu peso não era uniforme, nem o seu valor certificado pelos soberanos. Utilizavam-se pepitas ou barras de ouro e de prata como moeda-mercadoria porque eram fáceis de transportar, não eram perecíveis e eram mais ou menos facilmente divisíveis. Além disso, podiam ser fundidas para produzir jóias.

Os Europeus foram dos primeiros a produzir moedas metálicas uniformizadas e certificadas. Os Gregos introduziram moedas de prata cerca de 700 a.C.; Egina (595 a.C.), Atenas (575 a.C.) e Corinto (570 a.C.) foram as primeiras cidades-estado gregas a cunharem as suas próprias moedas. O conteúdo em prata das moedas de dracma atenienses, famosas por exibirem a lenda da coruja, permaneceu estável durante cerca de 400 anos. As moedas gregas eram, por conseguinte, muito utilizadas (tendo o seu uso sido expandido ainda mais por Alexandre, o Grande) e os arqueólogos têm vindo a descobri-las numa área geográfica que se estende desde Espanha à Índia actual. Os Romanos, que anteriormente tinham utilizado como moeda pesadas barras de bronze, designadas "aes signatum", seguiram a inovação dos Gregos de utilizarem moedas oficiais e foram os primeiros a introduzir um sistema monetário bimetálico, (ou seja, o bimetalismo) em que eram utilizados tanto denarius de prata, como aureus de ouro.

Na época do Imperador Nero, no século I d.C., o conteúdo de metal precioso das moedas começou a diminuir à medida que as casas da moeda imperiais iam cada vez mais substituindo o ouro e a prata por ligas metálicas para financiarem o gigantesco défice do império. Com o valor intrínseco das moedas a decrescer, os preços dos bens e dos serviços começaram a subir, tendo-se seguido um aumento geral dos preços, o qual poderá ter contribuído para a queda do Império Romano do Ocidente. O solidus do Império Romano do Oriente, introduzido por Constantino, o Grande, no século IV d.C., manteve o peso e conteúdo de metal precioso originais até meados do século XI, adquirindo, assim, a reputação que fez dele a moeda mais importante no comércio internacional durante mais de cinco séculos. As moedas bizantinas eram utilizadas como moeda internacional e foram descobertas por arqueólogos em zonas tão remotas como os Montes Altai, na Mongólia. Em meados do século XI, porém, a economia monetária bizantina ruiu e foi substituída por um novo sistema que vigorou ao longo do século XII, até que a conquista de Constantinopla pelos Cruzados em 1204 determinou o fim da história da moeda greco-romana.

Os Gregos e os Romanos espalharam o costume da utilização de moedas metálicas e os conhecimentos técnicos sobre a sua cunhagem por uma vasta região geográfica. Durante a maior parte da Idade Média, o meio de pagamento dominante era as moedas de ouro e de prata cunhadas localmente, se bem que cada vez mais fossem usadas moedas de cobre. Em 793 d.C., Carlos Magno procedeu à reforma e uniformização do sistema monetário franco, introduzindo uma norma monetária segundo a qual uma libra de prata franca (408 g) equivalia a 20 xelins ou 240 pence – norma essa que permaneceu em vigor no Reino Unido e na Irlanda até 1971.

Após a queda de Constantinopla, as cidades-estado mercantis italianas de Génova e Florença introduziram em 1252, respectivamente, as moedas de genoin e de fiorina (ou florim) em ouro, as quais foram substituídas no século XV pelo ducato veneziano.



Os Chineses começaram a utilizar o papel-moeda cerca de 800 d.C. e utilizaram-no durante várias centenas de anos.

## O papel-moeda

Os Chineses começaram a utilizar o papel-moeda cerca de 800 d.C., na época do Imperador Hien Tsung, e utilizaram-no durante várias centenas de anos. Este papel-moeda não tinha qualquer valor como mercadoria e constituía uma forma de dinheiro apenas por decreto imperial, sendo o que se designa “moeda fiduciária” (ou seja, dinheiro sem valor intrínseco). O uso do papel-moeda teve o seu apogeu na China em torno de 1000 d.C., mas foi abandonado por volta de 1500 quando a sociedade chinesa entrou em declínio após a Conquista Mongol.

## As obrigações

Como a reserva de valor só era possível sob a forma de mercadorias ou moedas metálicas, era difícil conduzir transacções comerciais a grandes distâncias. As cidades-estado italianas foram, assim, as primeiras a introduzir os certificados de dívida (“obrigações” ou “letras de câmbio”) como meio de pagamento.

Para reduzir o risco de roubo durante as viagens, os mercadores levavam consigo essas obrigações. O devedor e o credor eram mencionados nos certificados, bem como a data de pagamento e o montante de ouro ou prata. Rapidamente, essas obrigações começaram a ser transaccionadas pelos banqueiros. A primeira evidência de um contrato do tipo remonta a 1156.

As obrigações continuaram a ser sobretudo utilizadas pelos mercadores italianos, tendo o sistema bimetálico predominado até à Guerra dos 30 Anos. Devido à instabilidade económica criada pela guerra, governantes, como, por exemplo, os reis suecos, começaram a ter preferência pelo papel-moeda, o qual foi subsequentemente introduzido, em Inglaterra, pelo Bank of England em 1694 e, em França, pelo Banque générale em 1716. O advento do papel-moeda fiduciário na Europa marcou o início de uma nova fase na evolução da moeda. A criação e regulamentação do sistema de moeda fiduciária num país continuou a ser da responsabilidade dos governantes, mas outras instituições públicas e privadas, tais como os bancos centrais e o sistema financeiro, passaram a desempenhar um papel cada vez mais crucial para o êxito das unidades monetárias nacionais.

## O padrão-ouro

Desde a adopção da moeda fiduciária, há cerca de dois séculos, o sistema monetário sofreu grandes alterações. O papel-moeda tinha, e continua a ter, curso legal apenas ao abrigo de uma lei emitida pela autoridade competente. Emitido em unidades monetárias nacionais fixas, tinha um valor nominal claramente definido. Durante bastante tempo, os estados-nação mantinham reservas de ouro nos respectivos bancos centrais para assegurar a credibilidade da sua moeda – um sistema conhecido como o “padrão-ouro”. As unidades monetárias sob a forma de moedas metálicas e papel fiduciário podiam ser convertidas em ouro a uma paridade fixa. A Grã-Bretanha foi o primeiro país que, de facto, estabeleceu um padrão-ouro em 1816, tendo a taxa de câmbio da libra em ouro sido fixada, em 1717, por Isaac Newton, em 3,811 libras esterlinas por onça.

Com o início da Primeira Guerra Mundial, muitos países começaram a imprimir cada vez mais papel-moeda para financiarem os custos do conflito. Na Alemanha, por exemplo, o número de notas emitidas pelo Reichbank subiu de 2 593 milhões, em 1913, para um total de 92 844 720,7 mil milhões de notas em circulação, em 18 de Novembro de 1923,

**Os estados-nação  
mantinham  
reservas de ouro  
nos respectivos  
bancos centrais  
para assegurar a  
credibilidade das  
suas moedas.**

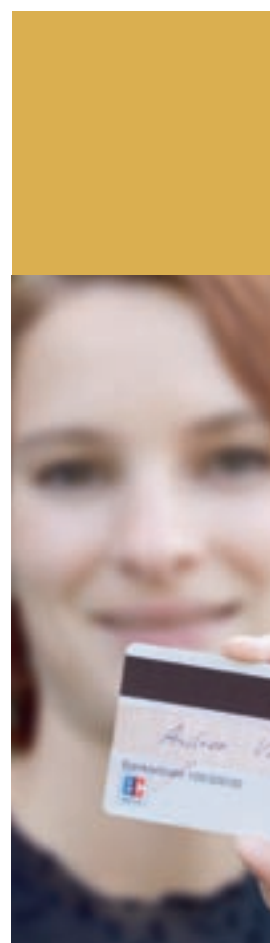
o que acabou por dar origem a uma hiperinflação<sup>4</sup>. Com mais dinheiro efectivo em circulação, a maioria dos países suspendeu a convertibilidade da sua moeda em ouro, visto a sua quantidade ter cessado de corresponder às respectivas reservas de ouro.

## O padrão divisas-ouro

O colapso do padrão-ouro britânico deu-se em 1931, mas o sistema foi restabelecido em 1944, na conferência internacional que teve lugar em Bretton Woods, no New Hampshire, nos Estados Unidos. O acordo então alcançado quanto ao padrão-ouro revisto foi de que as taxas de câmbio das moedas nacionais das principais potências económicas mundiais seriam ligadas ao dólar e de que o dólar seria convertível em ouro a um preço fixo de 35 dólares por onça. O sistema monetário de Bretton Woods é, por conseguinte, às vezes designado “padrão divisas-ouro”. Os bancos centrais prontificavam-se a fornecer dólares em troca das suas moedas nacionais e vice-versa.

O sistema monetário de Bretton Woods foi abandonado em 1971 e desde então as unidades monetárias das principais economias mundiais passaram a ser exclusivamente moeda fiduciária. Além disso, a maioria dos países passou a permitir a flutuação das taxas de câmbio da sua moeda.

A evolução da moeda ainda não cessou. Nos últimos tempos, surgiram vários tipos de moeda intangível, por exemplo a designada “moeda electrónica” – um meio de pagamento electrónico desenvolvido na última década do século XX. Este tipo de moeda pode ser utilizado para o pagamento de bens e serviços na Internet ou através de outros meios electrónicos. Ao receber a autorização de pagamento do comprador, o vendedor contacta o banco emitente e a transferência de fundos é realizada. Presentemente na Europa, existem vários sistemas de moeda electrónica baseados em cartões, operados em geral por instituições financeiras.



Nos últimos tempos, surgiram vários tipos de moeda intangível, por exemplo a designada “moeda electrónica”.

<sup>4</sup> Para uma análise mais pormenorizada, ver Davies (1994, p. 573).







# Capítulo 3

## A importância da estabilidade de preços

Este capítulo contém informação mais pormenorizada sobre questões como: o que é a estabilidade de preços, a inflação e a deflação, como é medida a inflação, qual é a diferença entre taxas de juro nominais e rendimento real, e quais são os benefícios da estabilidade de preços ou, por outras palavras, porque é importante os bancos centrais assegurarem a estabilidade de preços.

### A secção 3.1

explica alguns termos económicos básicos, como, por exemplo, os conceitos de inflação, deflação e estabilidade de preços.

### A secção 3.2

foca os problemas associados à medição da inflação.

### A secção 3.3

fornece uma panorâmica geral dos benefícios da estabilidade de preços.



## 3.1 O que é a estabilidade de preços?

### A inflação e a deflação

A inflação e a deflação são fenómenos económicos importantes com consequências negativas para a economia. Basicamente, a inflação define-se como sendo um aumento geral, ou abrangente, dos preços dos bens e dos serviços durante um período prolongado que resulta num decréscimo do valor da moeda e, consequentemente, do seu poder de compra.

A deflação é muitas vezes definida como sendo o oposto da inflação, isto é, como uma situação em que o nível geral de preços desce durante um período prolongado.

Quando não existe inflação, nem deflação, pode dizer-se que existe estabilidade de preços, se, em média, os preços não subirem nem descerem e permanecerem estáveis ao longo do tempo. Se, por exemplo, com 100 euros se compra o mesmo cabaz de bens que há um ou dois anos, então pode dizer-se que existe uma situação de estabilidade de preços absoluta.

### Movimentos em preços específicos e no nível geral de preços

É importante fazer uma distinção entre os movimentos nos preços de um bem ou serviço específico e movimentos no nível geral de preços. Variações frequentes em preços específicos são relativamente normais nas economias de mercado, mesmo que, no geral, exista estabilidade de preços. As alterações nas condições de procura e/ou de oferta de bens ou serviços específicos geram, inevitavelmente, variações nos respectivos preços. Por exemplo, nos últimos anos observaram-se decréscimos consideráveis nos preços dos computadores e dos telemóveis, decorrentes sobretudo dos rápidos progressos tecnológicos. Todavia, desde o início de 1999 até meados de 2006, os preços do petróleo e de outros produtos energéticos aumentaram, por um lado, devido a preocupações relacionadas com o futuro dos recursos energéticos e, por outro lado, como resultado do aumento da procura de produtos energéticos, particularmente nas economias em rápido crescimento. No conjunto, a inflação nos países mais industrializados permaneceu baixa e estável – a estabilidade do nível geral de preços é possível, mesmo com alterações substanciais em preços específicos, desde que as subidas e descidas de preços se compensem entre si e o nível geral de preços não se altere.

## 3.2 A medição da inflação

### Questões de medição

Como medir a inflação? Existem milhões de preços específicos numa economia. Esses preços estão sujeitos a movimentos contínuos que, basicamente, reflectem as variações na oferta e na procura de bens e de serviços específicos e, por conseguinte, proporcionam uma indicação da “relativa escassez” dos respectivos bens e serviços. Obviamente que não é nem viável, nem conveniente, ter todos estes preços em consideração, mas,

ao mesmo tempo, também não é apropriado analisar apenas alguns deles, dado que podem não ser representativos do nível geral de preços.

## Índice de Preços no Consumidor

A maior parte dos países adoptou uma abordagem simples e sensata de medição da inflação, utilizando o denominado “Índice de Preços no Consumidor” (IPC)<sup>5</sup>. Para o efeito, os padrões de compra dos consumidores são analisados com vista a determinar quais são os bens e os serviços habitualmente adquiridos pelos consumidores, que, por conseguinte, podem ser considerados representativos do consumidor médio de uma economia. Enquanto tal, incluem não só o que os consumidores compram numa base diária (por exemplo, pão e fruta), mas também aquisições de bens duradouros (tais como automóveis, computadores, máquinas de lavar, etc.) e transacções frequentes (por exemplo, pagamento de rendas). A elaboração desta “lista de compras” e a ponderação do peso de cada uma das suas componentes em função da sua importância nos orçamentos dos consumidores resulta no que se designa como um “cabaz de compras”<sup>6</sup>. Todos os meses, um grupo de “auditores de preços” visita vários estabelecimentos e verifica os preços dos produtos incluídos no cabaz. Subsequentemente, os custos do cabaz são comparados ao longo do tempo, sendo determinada então a série do índice de preços. A taxa de inflação anual pode ser calculada apresentando a variação dos custos do cabaz de compras corrente como uma percentagem dos custos, no ano anterior, de um cabaz de compras idêntico.

Contudo, a evolução do nível de preços revelada por esse cabaz de compras reflecte apenas a situação de um consumidor “médio” ou representativo. Se os hábitos de consumo de um indivíduo são substancialmente diferentes do padrão de consumo médio e, por conseguinte, do cabaz de compras em que o índice se baseia, a alteração no custo de vida sentida por esse indivíduo poderá ser distinta da evidenciada pelo índice. Assim, haverá sempre algumas pessoas para quem a “taxa de inflação” do seu “cabaz de compras específico” será mais elevada e outras para quem será mais baixa. Por outras palavras, o cálculo da inflação através do índice é apenas uma medida aproximada da situação média da economia e não corresponde exactamente à totalidade das variações de preços que afectam cada um dos consumidores.

### Caixa 3.1 A medição da inflação – um exemplo simples

Para ilustrar as considerações atrás tecidas sob a forma de um exemplo numérico simples, suponha-se que um cabaz de compras representativo da despesa anual dos adolescentes corresponde a: 100 sandes, 50 refrigerantes, dez bebidas energéticas e uma bicicleta de montanha.

<sup>5</sup> Na realidade, o Índice de Preços no Consumidor, que mede as variações nos preços dos bens de consumo e dos serviços, não é o único índice de preços de uma economia. Outro índice com uma importância idêntica em termos económicos é o Índice de Preços no Produtor, que mede as alterações feitas pelos produtores nacionais de bens e serviços nos preços de venda ao longo do tempo.

<sup>6</sup> Mais concretamente, estes bens são ponderados segundo as parcelas de despesa final, em unidades monetárias, das famílias. Na prática, os pesos das componentes do cabaz são revistos periodicamente tendo em consideração as alterações no comportamento dos consumidores.

	Quantidade	Preço (ano 1)		Preço (ano 2)		Preço (ano 3)	
Sandes	100	EUR	1,00	EUR	1,20	EUR	0,90
Refrigerantes	50	EUR	0,50	EUR	0,40	EUR	0,70
Bebidas energéticas	10	EUR	1,50	EUR	1,70	EUR	1,20
Bicicleta de montanha	1	EUR	160,00	EUR	173,00	EUR	223,00
Custo do cabaz de compras		EUR	300,00	EUR	330,00	EUR	360,00
Índice de preços			100,00		110,00		120,00

O custo total do cabaz pode então ser calculado multiplicando as quantidades pelos respectivos preços e somando tudo. É fácil de ver que entre o primeiro e o segundo ano, o custo do cabaz de compras aumentou de 300 para 330 euros, ou seja, aumentou 10%. Do primeiro para o terceiro ano, o custo aumentou de 300 para 360 euros, isto é, o equivalente a 20%.

Outra forma de ilustrar estas variações é através de um índice de preços. Para calcular o índice de preços, o custo do cabaz de compras em dado período é dividido pelo custo do cabaz de compras no período-base e o resultado é multiplicado por 100. Na tabela acima, o ano 1 constitui o período-base. Por conseguinte, o índice de preços para o ano 3 é:

$$\text{Índice de preços} = (P_3/P_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120,00$$

O índice de preços procura fornecer uma perspectiva geral do que está a acontecer com grande parte dos preços. Como o exemplo demonstra, o índice de preços pode subir mesmo que alguns preços, na realidade, baixem.

## Problemas de medição

Por várias razões, qualquer tentativa de exprimir a variação global dos preços como um número apresenta algumas dificuldades.

Primeiro, com o tempo, um determinado cabaz de compras torna-se cada vez menos representativo, visto os consumidores irem substituindo, de forma crescente, os bens mais caros por bens mais baratos. Por exemplo, preços da gasolina mais elevados podem levar algumas pessoas a optarem por conduzir menos e comprar quantidades maiores de outros bens. Por conseguinte, se os pesos não forem ajustados, a variação no índice poderá sobrestimar ligeiramente os aumentos “reais” de preços. Segundo, as variações na qualidade são por vezes difíceis de incluir num índice de preços. Se, com o tempo, a qualidade de um produto aumenta e o preço também sobe, parte da variação do preço deve-se à melhor qualidade. Aumentos de preços resultantes de variações na qualidade não podem ser considerados como geradores de inflação, já que não reduzem o poder de compra da moeda. As variações na qualidade são comuns em períodos prolongados. Por exemplo, os automóveis de hoje diferem consideravelmente dos fabricados na década de setenta do século passado, os quais, por seu turno, eram muito diferentes dos da década de cinquenta. Os institutos de estatística dedicam uma grande parte do



seu tempo à realização de ajustamentos em função de variações na qualidade, as quais, pela sua natureza, não são fáceis de estimar.

Para além de novas variedades de bens *já existentes* (por exemplo, o lançamento no mercado de um novo tipo de cereal para o pequeno-almoço), outro aspecto importante e difícil é a inclusão de *novos* produtos. Por exemplo, quando os leitores de DVD surgiram no mercado, levou inevitavelmente algum tempo até que pudessem ser captados pelas estatísticas de preços, visto ser necessária informação sobre as quotas de mercado, os principais canais de distribuição, as marcas mais populares, etc. Porém, se demorar demasiado a incorporar os novos produtos no índice de preços, este cessa de reflectir, na íntegra, as variações médias de preços que, de facto, afectam os consumidores.

No passado, vários estudos económicos identificaram um enviesamento reduzido, mas positivo, na medição dos índices de preços no consumidor nacionais, o que sugere que uma taxa de inflação medida, digamos, inferior a ½ ponto percentual poderá, de facto, estar em conformidade com uma estabilidade de preços “real”. Para a área do euro (isto é, os países da UE que adoptaram o euro como a sua moeda), não existem estimativas precisas de um enviesamento de medida semelhante. Todavia, é de esperar que a dimensão de um possível enviesamento do tipo seja bastante reduzida por duas razões. Primeiro, o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) – o IPC harmonizado para todos os países da área do euro – é um conceito relativamente recente. Segundo, o Eurostat – o organismo da Comissão Europeia responsável por estas estatísticas ao nível da UE – procurou evitar um enviesamento de medida no IHPC, definindo normas estatísticas adequadas.

## Variáveis nominais e reais

Como atrás explicado, quando existe inflação, determinado montante de dinheiro permite comprar uma quantidade cada vez menor de bens, o que é o mesmo que dizer que se observa uma descida do valor da moeda ou um decréscimo do seu poder de compra. Esta constatação remete-nos para outra questão económica importante: a diferença entre variáveis nominais e reais. As variáveis nominais são medidas a preços correntes. Normalmente, os seus movimentos acompanham o nível de preços e, por conseguinte, a inflação. Por outras palavras, não são tomados em consideração os efeitos da inflação. Por seu lado, as variáveis reais, tais como o rendimento real e os salários reais, são variáveis às quais são deduzidos ou “retirados” os efeitos da inflação.

Suponha-se que, por ano, os rendimentos de um trabalhador aumentam 3% em termos nominais (isto é, em termos monetários) ou, por outras palavras, que os seus rendimentos aumentam de 2000 para 2060 euros. Se, para além disso, se partir também do pressuposto de que o nível geral de preços irá aumentar cerca de 1,5% ao longo do mesmo período – o que equivale a dizer que a taxa de inflação é igual a 1,5% por ano – então o aumento do salário real é  $((103/101,5)-1) \times 100 \approx 1,48\%$  (ou, aproximadamente,  $3\% - 1,5\% = 1,5\%$ ). Assim, com determinado aumento do salário nominal, quanto maior for a taxa de inflação, menos serão os bens que o trabalhador poderá adquirir.

Outra distinção importante é entre taxas de juro nominais e reais (ver também a caixa 3.2 a seguir). A título de exemplo, suponha-se que se compra uma obrigação com prazo de um ano a um valor facial que rende 4% no final do ano. Se no início do ano se paga 100 euros, no final do ano obter-se-á 104. A obrigação rende, assim, uma taxa de juro nominal de 4%. De notar que, salvo indicação em contrário, o termo “taxa de juro” é utilizado no sentido de “taxa de juro nominal”.

Agora suponha-se que, para esse ano, a taxa de inflação é outra vez 1,5 %, o que equivale a dizer que actualmente o cabaz de compras custa 100 euros ou que no próximo ano custará 101,50. Se compramos uma obrigação, com uma taxa de juro nominal de 4%, por 100 euros e a vendemos um ano depois por 104, adquirindo então um cabaz de bens por 101,5 euros, sobrar-nos-ão 2,5 euros. Assim, depois de contabilizada a inflação, o rendimento “real” da obrigação de 100 euros é 2,5 euros, o que é o mesmo que dizer que a taxa de juro real é cerca de 2,5 %. É óbvio que, se a inflação é positiva, então a taxa de juro real é inferior à taxa de juro nominal.

### Caixa 3.2 A relação entre a inflação esperada e as taxas de juro – o chamado “efeito de Fisher”

Os economistas designam a taxa de juro que um banco paga (ou que uma obrigação normal rende) como a “taxa de juro nominal”. A taxa de juro real é definida como sendo o aumento do poder de compra obtido com o investimento em questão. Se  $i$  denota a taxa de juro nominal,  $r$  a taxa de juro real e  $\pi$  a taxa de inflação, então a relação entre estas três variáveis pode ser representada como se segue<sup>7</sup>:

$$r = i - \pi$$

Assim, a taxa de juro real é a diferença entre a taxa de juro nominal e a taxa de inflação. Reorganizando a equação, é fácil ver que a taxa de juro nominal é igual à soma da taxa de juro real e da taxa de inflação:

$$i = r + \pi$$

O que é que esta equação diz, então, sobre os factores determinantes das taxas de juro nominais?

Quando um mutuário (por exemplo, alguém que deseja comprar um carro novo) e um mutuante (um banco, por exemplo) decidem sobre uma taxa de juro nominal, não sabem exactamente qual será a taxa de inflação durante o período do empréstimo. Por essa razão, é importante distinguir entre dois conceitos da taxa de juro real: a taxa de juro real que o mutuário e o mutuante esperam aquando do empréstimo, a designada “taxa de juro real *ex ante*” ( $r^*$ ), e a taxa de juro real efectivamente verificada, designada “taxa de juro real *ex post*” ( $r$ ).

Se bem que os mutuários e os mutuantes não possam prever com exactidão a inflação futura, é muito plausível que tenham algumas expectativas quanto à taxa de inflação no futuro. Sendo  $\pi$  a inflação de facto observada e  $\pi^e$  a expectativa quanto a essa taxa de inflação, a taxa de juro real *ex ante* é  $i - \pi^e$  e a taxa de juro real *ex post* é  $i - \pi$ . As duas taxas de juro diferem quando a inflação observada é diferente da inflação esperada. É evidente que a taxa de juro nominal não pode ter

<sup>7</sup> De notar que esta relação é apenas uma aproximação, sendo razoavelmente precisa só quando  $r$ ,  $i$  e  $\pi$  são relativamente reduzidas. De facto, é possível demonstrar que  $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$  ou  $r = i - \pi - r \times \pi$ . Naturalmente que, para níveis baixos de  $r$  e  $\pi$ , o termo  $r \times \pi$  torna-se negligenciável e, daí, ser utilizada a aproximação  $r = i - \pi$ .



em conta a inflação observada futura, pela simples razão de que na altura em que é definida ainda não se sabe qual será a taxa de inflação no futuro. A taxa de juro nominal só pode ter em conta a inflação esperada.

$$i = r^* + \pi^e$$

Assim expressa, a equação é identificada com o nome do economista Irving Fisher (1867–1947) e designa-se “equação de Fisher”. Demonstra, simplesmente, que a taxa de juro nominal pode variar por duas razões: variações na taxa de juro real esperada ( $r^*$ ) e variações na taxa de inflação esperada ( $\pi^e$ ). Mais precisamente, a equação postula que, em virtude da taxa de juro real *ex ante*, os movimentos na taxa de juro nominal  $i$  acompanham as variações na inflação esperada  $\pi^e$ . Esta relação de um para um entre a taxa de inflação esperada e a taxa de juro nominal é designada de “efeito de Fisher”, isto é, uma inflação mais elevada gera taxas de juro nominais mais altas.

O nível elevado da taxa de juro nominal de um depósito bancário ou de uma obrigação de dívida pública pode, por conseguinte, ser um mero reflexo de expectativas de uma inflação elevada e não necessariamente uma indicação de que se espera que os rendimentos reais desse investimento também sejam elevados. Este conceito é importante para todas as pessoas que pedem dinheiro emprestado ou que o emprestam.

É de salientar igualmente que, em determinadas circunstâncias, as taxas de juro podem incluir prémios de risco, que abrangem, normalmente, o risco (de incerteza) da inflação, o risco cambial e o risco de incumprimento.

### 3.3 Os benefícios da estabilidade de preços

#### A estabilidade de preços contribui para a melhoria do nível de vida ao ajudar a...

A informação precedente explica porque a inflação e a deflação são geralmente fenómenos indesejáveis. De facto, as desvantagens e os custos associados à inflação e à deflação são consideráveis. A estabilidade de preços evita que esses custos se materializem e traz importantes benefícios para todos os cidadãos. Existem várias formas de a estabilidade de preços contribuir para que sejam alcançados níveis elevados de bem-estar económico, por exemplo, sob a forma de um nível elevado de emprego.

#### ...reduzir a incerteza quanto à evolução geral dos preços, aumentando, assim, a transparência dos preços relativos...

Primeiro, a estabilidade de preços permite que as pessoas identifiquem com mais facilidade as variações nos preços dos bens expressos em termos de outros bens (ou seja,



A estabilidade de preços permite às pessoas identificarem mais facilmente as variações nos preços dos bens.

nos “preços relativos”), dado que essas variações deixam de ser ocultadas por flutuações no nível geral de preços. Por exemplo, suponha-se que o preço de determinado produto aumenta 3%. Se o nível geral de preços permanece estável, os consumidores sabem que o preço relativo desse bem aumentou e poderão, por conseguinte, decidir comprar menos desse produto. Porém, se a inflação for elevada e instável, é mais difícil saber qual é o preço relativo, que poderá mesmo ter baixado. Nessa circunstância, poderá ser melhor para os consumidores comprarem uma quantidade relativamente maior do produto cujo preço aumentou “apenas” 3%.

Numa situação de deflação geral, os consumidores poderão não se dar conta do facto de que uma queda no nível de preços de um único produto reflecte, simplesmente, a evolução geral dos preços e não uma descida do preço relativo desse bem. Como resultado, poderão cometer o erro de comprarem demasiado desse produto.

Consequentemente, se os preços permanecem estáveis, as empresas e os consumidores não correm o risco de interpretarem mal as variações no nível geral de preços como variações nos preços relativos e podem tomar decisões de consumo e investimento mais informadas.

A incerteza quanto à taxa de inflação pode igualmente levar as empresas a tomarem as decisões erradas no que respeita ao emprego. A título de exemplo, suponha-se que, num contexto de inflação elevada, uma empresa interpreta erroneamente um aumento de, digamos, 5% nos preços de mercado dos seus bens como uma descida dos preços relativos, por não se dar conta de que a taxa de inflação baixou recentemente de, por exemplo, 6% para 4%. A empresa poderá então decidir investir menos e despedir trabalhadores para reduzir a sua capacidade produtiva, dado que, devido à percepção de um decréscimo nos preços relativos dos seus bens, espera registar uma perda, se assim não proceder. No entanto, essa decisão estaria, em última análise, errada, já que, devido a uma inflação mais baixa, o aumento dos salários nominais dos empregados pode ser menor do que o pressuposto pela empresa. Os economistas descreveriam uma tal situação como uma “afecção inadequada” de recursos, no sentido de que, essencialmente, seriam desperdiçados recursos (capital, trabalho, etc.), visto alguns trabalhadores serem despedidos em virtude da evolução instável dos preços.

Um desperdício de recursos idêntico ocorreria se os trabalhadores e os sindicatos revelassem incerteza quanto à inflação futura e, por conseguinte, exigissem um aumento relativamente elevado dos salários nominais para evitarem decréscimos significativos dos salários reais decorrentes de uma inflação elevada no futuro. Se, nessa situação, as expectativas de inflação das empresas fossem mais baixas do que as dos trabalhadores/sindicatos, as empresas considerariam um dado aumento dos salários nominais como um aumento relativamente elevado dos salários reais e poderiam, por conseguinte, decidir reduzir a sua mão-de-obra ou, como mínimo, contratar menos trabalhadores do que fariam se o aumento “esperado” dos salários reais não fosse elevado.

A estabilidade de preços reduz a incerteza quanto à inflação e, por conseguinte, ajuda a evitar a afectação inadequada de recursos atrás descrita. Ao ajudar os mercados a canalizarem os recursos para onde podem ser utilizados mais produtivamente, uma estabilidade de preços duradoura aumenta a eficiência da economia e, por conseguinte, o bem-estar das famílias.



Uma estabilidade  
de preços  
duradoura  
aumenta a  
eficiência da  
economia e, por  
consequente, o  
bem-estar das  
famílias.

## ...reduzir o prémio de risco de inflação das taxas de juro...

Segundo, se os credores estiverem seguros de que os preços permanecerão estáveis no futuro, não exigirão uma remuneração adicional (o designado “prémio de risco de inflação”) para compensar os riscos de inflação associados à detenção de activos nominais num prazo mais alargado (para mais informação, consultar a caixa 3.2). Ao reduzir tais prémios de risco, gerando desse modo taxas de juro nominais mais baixas, a estabilidade de preços contribui para a eficiência dos mercados de capitais na afectação de recursos e, por conseguinte, aumenta os incentivos ao investimento. Tal, por seu lado, fomenta a criação de emprego e, em termos mais gerais, o bem-estar económico.

## ...tornar desnecessárias actividades de cobertura de risco...

Terceiro, a manutenção da estabilidade de preços de uma forma credível faz, também, com que seja menos provável que os indivíduos e as empresas deixem de utilizar recursos para fins produtivos de modo a protegerem-se (ou seja, terem “cobertura”) contra a inflação ou a deflação, por exemplo, indexando os contratos nominais à evolução dos preços. Dado a indexação total não ser possível ou ser demasiado dispendiosa, os incentivos à acumulação de bens reais aumentam num contexto de inflação elevada, visto que, nessas circunstâncias, esses bens retêm melhor o seu valor do que a moeda ou certos activos financeiros. Contudo, uma acumulação excessiva de bens não é claramente uma decisão de investimento eficiente e prejudica o crescimento económico e do rendimento real.

## ...reduzir os efeitos de distorção dos sistemas fiscais e de segurança social...

Quarto, os sistemas fiscais e de segurança social podem criar incentivos que distorcem o comportamento económico. Em muitos casos, essas distorções são exacerbadas pela inflação ou deflação, dado os sistemas fiscais, normalmente, não permitirem a indexação das taxas dos impostos e das contribuições para a segurança social à taxa de inflação. Por exemplo, aumentos salariais destinados a compensar os trabalhadores pela evolução inflacionista podem levar a que os empregados estejam sujeitos a uma taxa de imposto mais alta – um fenómeno conhecido como “progressão a frio”. A estabilidade de preços reduz estes efeitos de distorção associados ao impacto de uma evolução inflacionista ou deflacionista nos sistemas fiscais e de segurança social.

### Caixa 3.3 A hiperinflação

Uma situação em que a taxa de inflação é muito elevada e/ou aumenta constantemente e sobre a qual se acaba por não ter qualquer controlo é chamada “hiperinflação”. Em termos sociais, a hiperinflação é um fenómeno destrutivo com consequências graves para os indivíduos e a sociedade em geral. Embora não exista uma definição geralmente aceite de hiperinflação, a maior parte dos economistas

concordaria que uma situação em que a taxa de inflação *mensal* ultrapassa 50 % pode ser descrita como hiperinflação.

Ao longo do século XX, verificaram-se várias vezes períodos de hiperinflação e de inflação muito elevada. A seguir são apresentados alguns exemplos de países que observaram taxas anuais de inflação elevadas, sendo fornecidos os respectivos valores para os anos indicados.

1922	Alemanha	5 000 %
1985	Bolívia	mais de 10 000 %
1989	Argentina	3 100 %
1990	Peru	7 500 %
1993	Brasil	2 100 %
1993	Ucrânia	5 000 %

Para ilustrar resumidamente as consequências de tal fenómeno: uma taxa de inflação de 50 % por mês implica um aumento de mais de 100 vezes do nível de preços ao longo de um ano e um aumento de mais de dois milhões de vezes em três anos. Não há qualquer dúvida que semelhantes taxas de inflação colocam um peso enorme sobre a sociedade.

De facto, na Alemanha, a hiperinflação que se seguiu à Primeira Guerra Mundial e que atingiu o seu nível máximo em 1923 teve consequências económicas, sociais e – como é generalizadamente aceite – políticas devastadoras.

Como muitas pessoas perderam as suas poupanças, houve uma perda substancial de riqueza em grandes segmentos da população. A constatação de que os preços estavam continuamente a aumentar gerou um círculo vicioso. As pessoas exigiam, naturalmente, salários mais altos, antecipando níveis de preços mais elevados no futuro. Essas expectativas tornavam-se realidade, visto que os salários mais altos geravam custos de produção mais elevados, os quais, por seu lado, resultavam num novo aumento dos preços. Na mesma linha, as pessoas começaram a desfazer-se do seu dinheiro – que perdia valor – gastando-o cada vez mais rapidamente.

O governo reagiu ao decréscimo do valor da moeda adicionando mais e mais zeros ao papel-moeda, mas, com o tempo, tornou-se impossível acompanhar a subida explosiva do nível de preços, tendo os custos da hiperinflação acabado por se tornarem insustentáveis. Com o tempo, a moeda deixou completamente de desempenhar o seu papel como reserva de valor, unidade de conta e meio de troca. A troca directa tornou-se cada vez mais comum e moedas-mercadoria não oficiais, como, por exemplo, os cigarros, que não perdiam o seu valor com a inflação, começaram a substituir o papel-moeda oficial.

## ...aumentar os benefícios da detenção de moeda...

Quinto, a inflação pode ser interpretada como um imposto oculto sobre a detenção de moeda. Por outras palavras, quando o nível de preços sobe, as pessoas na posse de numerário (ou depósitos que não são remunerados a taxas de mercado) observam uma

redução nos seus saldos monetários *reais* e, conseqüentemente, na sua riqueza financeira real, como se parte do seu dinheiro lhes tivesse sido retirada a título de tributação. Assim, quanto maior for a taxa de inflação esperada (e, por conseguinte, quanto mais elevadas forem as taxas de juro nominais – ver a caixa 3.2), mais baixa será a procura de liquidez por parte das famílias (a caixa 3.4 explica por que razão as taxas de juro nominais mais elevadas implicam uma redução na procura de moeda (não remunerada)). Tal acontece, mesmo que a inflação não seja incerta, isto é, mesmo que seja totalmente esperada. Consequentemente, se as pessoas tiverem na sua posse quantidades menores de numerário, precisam de ir com mais frequência ao banco para levantarem dinheiro. Os inconvenientes e custos associados à detenção de quantidades reduzidas de numerário são muitas vezes descritos metaforicamente como os “custos de sola dos sapatos” (do inglês, *shoe-leather costs*) da inflação, porque com as deslocações ao banco a sola dos sapatos gasta-se mais depressa. Em termos mais gerais, pode dizer-se que a detenção de menores quantidades de numerário acarreta custos de transacção mais elevados.

### Caixa 3.4 A procura de moeda

Devido à sua liquidez, o dinheiro torna as transacções mais fáceis para quem o detém. Se não fosse esse o caso, obviamente que as pessoas não teriam qualquer incentivo em deterem moeda que não é remunerada. Ao deterem numerário, as pessoas estão sujeitas aos designados “custos de oportunidade”, dado que perdem a taxa de juro positiva que os activos alternativos rendem. Assim, a expectativa de um nível mais elevado de inflação e, por conseguinte, de uma taxa de juro nominal mais alta (ver a caixa 3.2) tem, geralmente, um impacto negativo na procura de moeda.

Considere-se, por exemplo, uma situação em que a taxa de juro de curto prazo do mercado paga sobre depósitos bancários ou obrigações de dívida pública é apenas 2%. Nesse caso, a detenção de 1000 euros em notas implica uma perda de 20 euros por ano. A taxa de juro das oportunidades de investimento alternativas é o custo de oportunidade da detenção de notas.

Agora, suponha-se que, devido a uma inflação mais elevada, as taxas de juro nominais aumentam e que o juro recebido por uma conta bancária é 10%, em vez de 2%. Se continuarmos a deter 1000 euros em numerário, os custos de oportunidade seriam 100 euros por ano, ou seja, cerca de 2 euros por semana. Neste caso, poderíamos decidir reduzir as nossas detenções de numerário em, digamos, 500 euros e, por conseguinte, aumentar os nossos rendimentos decorrentes de juros em cerca de 1 euro por semana, isto é, 50 euros por ano. Por outras palavras, quanto maior for a taxa de juro, menor será a procura de notas. Daí os economistas afirmarem que a procura de moeda é “elástica em relação à taxa de juro”.

## ...evitar a distribuição arbitrária da riqueza e dos rendimentos...

Sexto, a manutenção da estabilidade de preços evita que surjam os consideráveis problemas económicos, sociais e políticos relacionados com a redistribuição arbitrária da riqueza e dos rendimentos observada em períodos de inflação e de deflação. Tal



verifica-se, sobretudo, se as variações no nível de preços forem difíceis de prever e em relação aos grupos da sociedade com maiores dificuldades para protegerem os seus activos nominais face à inflação. Por exemplo, se a inflação subir inesperadamente, todas as pessoas com activos nominais, por exemplo, sob a forma de contratos salariais, depósitos bancários ou obrigações de dívida pública a mais longo prazo, registam perdas no valor real desses activos. A riqueza é assim transferida de modo arbitrário dos mutuantes (ou aforradores) para os mutuários, uma vez que, em última instância, o dinheiro da amortização do empréstimo permite comprar menos bens do que o esperado quando o empréstimo foi concedido.

Se, inesperadamente, se verificar uma deflação, as pessoas que detêm activos nominais ficarão a ganhar, dado que o valor real dos seus activos (por exemplo, salários, depósitos) aumenta. Todavia, em períodos de deflação, os mutuários ou devedores deixam muitas vezes de poder pagar a sua dívida e podem mesmo ir à falência, o que pode prejudicar o conjunto da sociedade e, em particular, aqueles que detêm activos das empresas que entram em falência ou que trabalham para as mesmas.

Por norma, os grupos mais desfavorecidos da sociedade são os que, frequentemente, mais sofrem com a inflação ou a deflação, dado que as possibilidades que têm para se protegerem são limitadas. Preços estáveis contribuem, assim, para a manutenção da coesão e estabilidade sociais. Como demonstrado em determinadas alturas ao longo do século XX, taxas de inflação elevadas geram, muitas vezes, instabilidade social e política, porque os grupos que ficam a perder devido à inflação sentem-se ludibriados se uma inflação (inesperada) “tributar” consideravelmente as suas economias.

## ...contribuir para a estabilidade financeira

Sétimo, reavaliações súbitas de activos, devido a variações inesperadas na inflação, podem afectar a solidez do balanço de um banco. Por exemplo, suponha-se que um banco concede empréstimos de longo prazo a taxa fixa que são financiados por depósitos de curto prazo. Se, inesperadamente, se verificar uma inflação elevada, tal irá provocar uma descida do valor real dos activos. Subsequentemente, o banco poderá enfrentar problemas de solvência, passíveis de gerar “efeitos em cadeia” negativos. Se a política monetária mantiver a estabilidade de preços, os choques inflacionistas ou deflacionistas sobre o valor real dos activos nominais são evitados e a estabilidade financeira é, desse modo, também reforçada.

## Ao manterem a estabilidade de preços, os bancos centrais contribuem para objectivos económicos mais gerais

Todos estes argumentos sugerem que um banco central que mantém a estabilidade de preços contribui substancialmente para a concretização de objectivos económicos mais gerais, tais como níveis de vida mais altos e níveis elevados e mais estáveis de actividade económica e emprego. Esta conclusão é corroborada pela evidência económica, a qual – para uma grande variedade de países, metodologias e períodos – demonstra que, no longo prazo, economias com uma inflação mais baixa parecem, em média, crescer mais rapidamente em termos reais.

No longo prazo,  
economias com  
uma inflação mais  
baixa parecem,  
em média, crescer  
mais rapidamente  
em termos reais.







# Capítulo 4

## Os factores que determinam a evolução dos preços

Este capítulo fornece informações mais pormenorizadas para ajudar a responder a questões como: o que determina o nível geral de preços, quais são os factores subjacentes à inflação, como um banco central, ou mais especificamente a política monetária, consegue assegurar a estabilidade de preços, qual é o papel da política orçamental, e deve a política monetária centrar-se directamente na melhoria do crescimento real ou na redução do desemprego, ou, por outras palavras, o que pode e não pode fazer a política monetária.

### A secção 4.1

fornece uma panorâmica breve do que a política monetária pode e não pode fazer.

### A secção 4.2

debruça-se sobre a questão de como a política monetária pode influenciar as taxas de juro.

### A secção 4.3

ilustra os efeitos das variações das taxas de juro sobre as decisões de despesa das famílias e das empresas.

### A secção 4.4

analisa os factores subjacentes à evolução dos preços em horizontes temporais a mais curto prazo.

### A secção 4.5

debruça-se sobre os factores que determinam a evolução dos preços a médio e a mais longo prazo e explica que, para estes horizontes temporais, a política monetária tem os instrumentos apropriados para influenciar os preços, sendo, por conseguinte, responsável pelas tendências da inflação.

Nas secções anteriores, analisam-se questões associadas à medição da inflação e as vantagens da estabilidade de preços. No entanto, não é abordado directamente o que determina a evolução geral dos preços. As secções que se seguem centram-se nas causas da inflação – que é definida como um aumento geral, ou abrangente, dos preços dos bens e dos serviços, equivalendo a uma redução do poder de compra da moeda. Antes de se passar ao pormenor, fornece-se um resumo do papel e efeitos da política monetária, para ajudar a relativizar outros factores.

## 4.1 Breve panorâmica do que a política monetária pode e não pode fazer

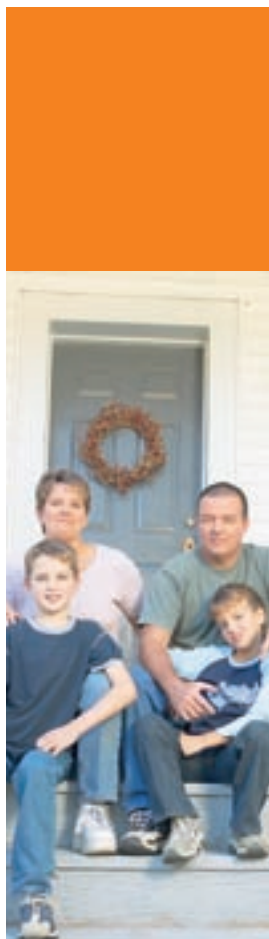
Como é que a política monetária pode influenciar o nível de preços? Esta questão incide sobre o que os economistas geralmente descrevem como sendo o “mecanismo de transmissão”, ou seja, o processo através do qual as medidas do banco central são transmitidas à economia, repercutindo-se, em última instância, nos preços. Embora este processo seja na essência extremamente complexo, pois varia com o tempo e é diferente nas várias economias, em tal medida que, mesmo hoje em dia, não são totalmente conhecidos todos os pormenores, as suas características básicas são bem compreendidas. A forma como a política monetária exerce a sua influência sobre a economia pode ser explicada do seguinte modo: o banco central é o único emissor de notas e de reservas bancárias, ou seja, é o fornecedor monopolista da designada “base monetária”. Em virtude desse monopólio, o banco central está em posição de influenciar as condições no mercado monetário e orientar as taxas de juro de curto prazo.

### No curto prazo, o banco central pode influenciar a evolução económica real

No curto prazo, uma alteração nas taxas de juro do mercado monetário (isto é, de curto prazo) induzida pelo banco central acciona uma série de mecanismos, sobretudo porque essa alteração tem um impacto nas decisões de despesa e de poupança das famílias e das empresas. Por exemplo, taxas de juro mais elevadas irão, com tudo o resto constante, tornar menos atractivo para as famílias e as empresas recorrerem a empréstimos para financiarem o seu consumo ou investimento. Tornam, pelo contrário, mais interessante para as famílias pouparem os seus rendimentos correntes em vez de os gastarem. Por último, variações nas taxas de juro oficiais podem igualmente afectar a oferta de crédito. Por seu lado, estes desenvolvimentos influenciam, com algum desfasamento, a evolução de variáveis económicas reais, como, por exemplo, o produto.

### No longo prazo, variações na oferta de moeda irão afectar o nível geral de preços...

Os processos dinâmicos atrás descritos em linhas gerais envolvem uma série de diferentes mecanismos e medidas tomadas por vários agentes económicos em distintas fases do processo. Além disso, a dimensão e magnitude dos diversos efeitos podem variar em função do estado da economia. Como resultado, o tempo que a política monetária leva



**Uma política  
monetária que  
mantém a  
estabilidade de  
preços de forma  
credível tem um  
impacto  
significativo no  
bem-estar.**

a afectar a evolução dos preços é considerável. No entanto, entre os economistas, é geralmente aceite que, no longo prazo, isto é, após ocorridos todos os ajustamentos na economia, uma alteração na quantidade de moeda cedida pelo banco central (com tudo o resto constante) apenas se reflectirá numa variação do nível geral de preços e não provocará alterações permanentes em variáveis reais, como, por exemplo, o produto real ou o desemprego. Uma alteração na quantidade de moeda em circulação induzida pelo banco central é, em última instância, equivalente a uma alteração na unidade de conta (e, por conseguinte, no nível geral de preços), que deixa todas as outras variáveis estáveis, do mesmo modo que a alteração da unidade-padrão utilizada para medir distâncias (por exemplo, uma mudança de quilómetros para milhas) não altera, em si, a distância entre dois locais.

## ...mas não afecta o nível do rendimento real ou do emprego

Este princípio geral, conhecido como “a neutralidade da moeda no longo prazo”, encontra-se subjacente a todas as teorias macroeconómicas convencionais. Como atrás mencionado, uma política monetária que mantém a estabilidade de preços de forma credível tem um impacto significativo no bem-estar e na actividade real. Para além deste impacto positivo da estabilidade de preços, o rendimento real ou o nível de emprego da economia são, no longo prazo, essencialmente determinados por factores reais (do lado da oferta)<sup>8</sup>, pelo que uma política monetária expansionista não pode contribuir para a sua melhoria.

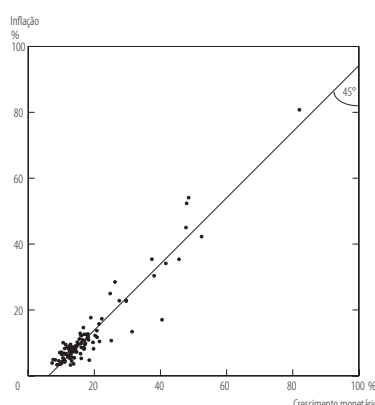
Os principais determinantes a longo prazo do emprego e do rendimento real são a tecnologia, o crescimento da população e todos os aspectos do quadro institucional da economia (nomeadamente, direitos de propriedade, política fiscal, políticas sociais e outros regulamentos que determinam a flexibilidade dos mercados e os incentivos à oferta de trabalho e de capital e ao investimento em recursos humanos).

## A inflação é fundamentalmente um fenómeno monetário

A inflação é fundamentalmente um fenómeno monetário. Como confirmado por vários estudos empíricos, períodos prolongados de inflação elevada estão tipicamente associados a um crescimento monetário elevado (ver o gráfico que se segue). Embora outros factores (tais como variações na procura agregada, alterações tecnológicas ou choques dos preços das matérias-primas) possam influenciar a evolução dos preços em horizontes mais curtos, os seus efeitos podem ser compensados, ao longo do tempo, por um certo grau de ajustamento da política monetária. Neste sentido, as tendências de mais longo prazo dos preços ou da inflação podem ser controladas pelos bancos centrais.

<sup>8</sup> Factores do lado da oferta são factores que determinam a oferta de bens e serviços numa economia, sobretudo a quantidade e a qualidade do capital e do trabalho, bem como o progresso tecnológico e as políticas estruturais.

## Gráfico: Moeda e inflação



Taxas médias anuais de crescimento do M2 e dos preços no consumidor de 1960 a 1990 em 110 países.

Fonte: McCandless e Weber (1995).

Nesta breve descrição, foram abordados vários pontos que poderão requerer explicações adicionais. Como a inflação é fundamentalmente um fenómeno monetário, é necessário explicar em maior pormenor como a política monetária afecta a economia e, em última instância, a evolução dos preços. A melhor forma de o fazer é em três passos.

Em primeiro lugar, na secção 4.2 discute-se porquê e como a política monetária pode influenciar as taxas de juro. Em segundo lugar, na secção 4.3 analisa-se como as variações nas taxas de juro podem afectar as decisões de despesa dos consumidores e das empresas. Por último, aborda-se como as variações na procura agregada afectam a evolução dos preços. Neste contexto, são igualmente debatidos outros factores (isto é, factores não-monetários ou reais), passíveis de afectar a evolução dos preços a mais curto prazo. Poderá ser útil compreender a oferta e procura globais ou agregadas de bens numa economia (ver a caixa 4.2) e distinguir entre efeitos de curto e de longo prazo (secções 4.4 e 4.5).

## 4.2 A moeda e as taxas de juro – como é que a política monetária pode influenciar as taxas de juro?

Um banco central pode determinar as taxas de juro nominais de curto prazo que os bancos pagam para obterem crédito do banco central. Os bancos precisam de recorrer ao crédito do banco central porque necessitam de notas para os seus clientes e têm de cumprir os requisitos de reservas mínimas sob a forma de depósitos no banco central.

Dado que os bancos centrais são as únicas instituições autorizadas a emitir notas (e reservas bancárias), ou seja, são os fornecedores monopolistas da base monetária, podem determinar as taxas de juro directoras, isto é, a taxa de juro nominal de curto prazo, sobre os empréstimos concedidos aos bancos. As expectativas quanto à evolução futura das taxas directoras influenciam, por seu lado, uma grande variedade de taxas de juro bancárias e de mercado de mais longo prazo.



## Caixa 4.1 **Porque é que os bancos centrais podem influenciar as taxas de juro reais (*ex ante*)? O papel dos preços “viscosos”**

Como explicado em mais pormenor na caixa 3.2, a taxa de juro real *ex ante* é a remuneração real esperada de determinado activo financeiro. Corresponde à taxa de juro nominal menos a inflação esperada durante o prazo para o qual a taxa de juro é fixada. O impacto da política monetária nas taxas de juro *reais* de curto prazo está associado a dois factores: a política monetária controla a taxa de juro nominal de curto prazo e os preços são “viscosos” (ou, como também se diz, “rígidos”) no curto prazo.

O que significa “preços viscosos”? A evidência empírica revela que a maioria dos preços é fixa por algum tempo; muitas vezes as empresas não ajustam imediatamente os preços que cobram em resposta a variações na oferta ou na procura. Na realidade, alguns preços são ajustados muito frequentemente (por exemplo, os preços da gasolina), ao passo que outros são ajustados apenas uma vez por mês ou por ano. As razões são várias. Primeiro, os preços são por vezes fixados por contratos de longo prazo entre as empresas e os seus clientes para reduzir a incerteza e os custos associados a negociações frequentes. Segundo, as empresas poderão manter os preços constantes para não irritarem os seus clientes regulares com frequentes alterações de preços. Terceiro, alguns preços são “viscosos” devido à forma como os mercados estão estruturados; depois de uma empresa ter impresso e distribuído um catálogo ou uma lista de preços, torna-se dispendioso alterar os preços. Por último, o cálculo dos novos preços também acarreta custos.

No longo prazo, porém, os preços ajustam-se às novas condições da oferta e da procura. Por outras palavras, os preços são totalmente flexíveis no longo prazo<sup>9</sup>.

Agora, suponha-se que o banco central aumenta a oferta de moeda. Por exemplo, imprime mais notas e adquire obrigações de dívida pública. As pessoas só estão dispostas a deter maiores quantidades de moeda e a reduzir as suas disponibilidades em obrigações se a remuneração destas últimas, isto é, a taxa de juro, baixar. Assim, se o banco central aumentar a oferta de moeda, a taxa de juro nominal terá de descer para induzir as pessoas a deterem mais moeda. Como os preços são “viscosos” no curto prazo, tal implica que as expectativas de inflação de curto prazo permanecem, em grande medida, inalteradas. Como consequência, uma alteração nas taxas de juro nominais de curto prazo traduz-se numa alteração na taxa de juro real esperada *ex ante* (ver também a caixa 3.2). Por conseguinte, a política monetária pode influenciar as taxas de juro reais *ex ante* ou esperadas dos instrumentos de curto prazo.

<sup>9</sup> À excepção dos preços administrados, cujas variações são raras.



## 4.3 Como é que as variações nas taxas de juro afectam as decisões de despesa dos consumidores e das empresas?

Na perspectiva de uma família específica, uma taxa de juro real mais elevada torna a poupança mais atractiva, pois o rendimento em termos de consumo futuro é mais elevado. Assim, taxas de juro reais mais altas conduzem habitualmente a uma redução do consumo corrente e a um aumento da poupança. Do ponto de vista de uma empresa, desde que todas as outras variáveis permaneçam constantes, uma taxa de juro real mais elevada refreia o seu investimento, dado serem menos os projectos de investimento disponíveis com um rendimento suficiente para cobrir os custos mais elevados do capital.

Resumindo, uma subida da taxa de juro torna o consumo corrente menos desejável para as famílias e desencoraja o investimento corrente das empresas. Os efeitos sobre as famílias e as empresas demonstram que um aumento das taxas de juro reais induzido pela política monetária gera uma redução da despesa corrente no conjunto da economia (se as outras variáveis permanecerem constantes). Os economistas defendem que este tipo de alteração de política provoca uma queda da procura agregada, sendo, por conseguinte, muitas vezes descrito como um “aumento da restritividade” da política monetária.

É importante compreender que existem desfasamentos no processo. Poderá, facilmente, levar meses até que um novo plano de investimento das empresas passe a ser aplicado; investimentos envolvendo a construção de novas fábricas ou a encomenda de equipamento especial chegam mesmo a levar anos. O investimento residencial também demora algum tempo a reagir a alterações nas taxas de juro. Além disso, muitos consumidores não modificam imediatamente os seus planos de consumo em resposta às alterações nas taxas de juro.

De facto, é geralmente aceite que o processo global de transmissão da política monetária requer tempo. A política monetária não pode, por conseguinte, controlar a procura global de bens e serviços no curto prazo. Expresso de outro modo, o desfasamento temporal entre uma alteração na política monetária e o seu efeito sobre a economia é significativo.

### **Caixa 4.2 Como é que as variações na procura agregada afectam a actividade económica e a evolução dos preços?**

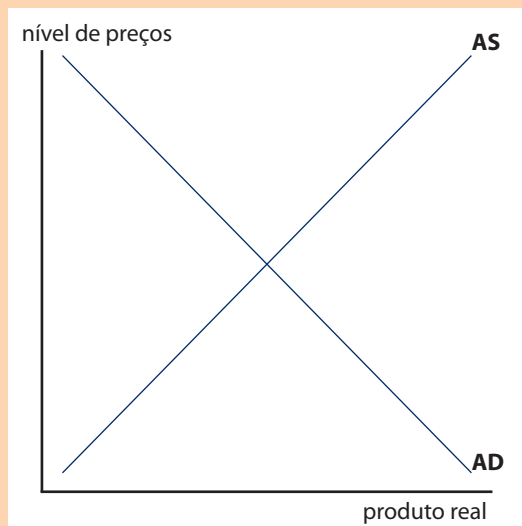
Uma maneira de facilmente ilustrar como as variações na procura agregada afectam a evolução dos preços é utilizando um modelo simples centrado na oferta e procura agregadas do conjunto da economia.

Para efeitos deste exercício, é feita uma análise relativamente simplificada e os argumentos são ilustrados com esquemas gráficos. O modelo pretende, basicamente, descrever a relação entre a quantidade real de bens e serviços oferecidos e procurados numa economia e o nível de preços agregado.

### Oferta e procura agregadas – o equilíbrio no curto prazo

O gráfico a seguir ilustra a oferta agregada (AS) e a procura agregada (AD), com o nível de preços no eixo vertical e o produto real no eixo horizontal.

**Gráfico 1: Procura agregada e oferta agregada de curto prazo**



#### A procura agregada e o nível de preços

Para compreender a inclinação da procura agregada, é necessário analisar o que acontece às decisões de despesa real quando o nível de preços varia, pressupondo que todas as outras variáveis económicas permanecem constantes. É possível demonstrar que a inclinação da curva da procura agregada é negativa. Uma maneira de reflectir sobre este facto é em termos de oferta e procura de saldos monetários reais. Se os preços são mais elevados mas a oferta nominal de moeda é fixa, os saldos monetários reais dos indivíduos baixam, o que implica que o número de transacções que podem financiar é menor. Pelo contrário, se o nível de preços é mais baixo, os saldos monetários reais são mais altos, permitindo assim um maior volume de transacções, o que significa que a procura do produto real será mais elevada.

#### A oferta agregada e o nível de preços no curto prazo

Como o próprio nome indica, a oferta agregada refere-se à oferta de bens e serviços produzidos pelas empresas. Primeiro, precisamos de compreender como o nível geral de preços está relacionado com o nível global do produto no curto prazo, ou seja, pressupondo que todos os outros factores (tecnologia de produção, salários nominais, etc.) permanecem constantes. Como é que uma alteração no nível de preços afecta a produção real ou o produto real das empresas? Essencialmente, com os salários *nominais* constantes, um nível de preços mais elevado conduz a um decréscimo dos salários reais. Com salários reais mais baixos passa a ser mais lucrativo para as empresas contratarem mais trabalhadores e aumentarem a produção. Por outras palavras, os salários reais são um determinante crucial do emprego. Com preços mais elevados e todos os outros factores constantes (por exemplo, a tecnologia de produção e os salários nominais), as empresas irão aumentar o emprego e a produção. A curva da oferta agregada de curto prazo tem, por conseguinte, uma inclinação positiva.

A intersecção das duas curvas determina o que os economistas chamam o “equilíbrio”. O conceito de equilíbrio é fundamental em economia. Numa situação de equilíbrio, os desejos de ambos os lados do mercado coincidem e, por conseguinte, não se

verifica uma tendência para novas variações. Assim, o equilíbrio determina o nível de preços e o nível do produto real prevalecentes simultaneamente numa economia.

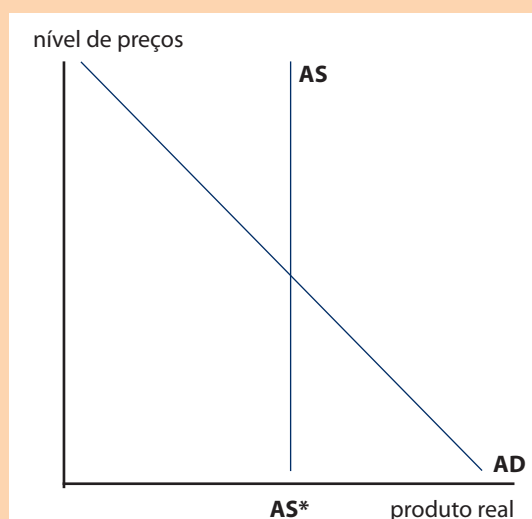
O que acontece quando a economia enfrenta uma situação de desequilíbrio? Suponha-se que a economia observa um nível de preços superior ao de equilíbrio. Nessa situação, a oferta agregada é demasiado elevada e a procura agregada demasiado baixa, em comparação com a situação de equilíbrio. O que acontece então? Se o nível de preços é superior ao de equilíbrio, os consumidores desejam comprar menos do que os produtores desejam vender. Assim, alguns fornecedores irão baixar os seus preços, o que, por seu lado, leva a um aumento da procura agregada. Ao mesmo tempo, os preços mais baixos fazem com que os salários reais passem a ser mais elevados (já que os salários nominais permanecem fixos no curto prazo) e, como estes representam um factor de custo para as empresas, estas últimas irão reduzir a produção e a tendência será para uma diminuição da oferta agregada. O processo desenrolar-se-á até que uma nova situação de equilíbrio seja alcançada, ou seja, uma situação em que os desejos e os planos dos compradores e dos vendedores coincidam em determinado nível de preços e de produção.

#### *A oferta agregada no longo prazo*

Por que razão foi referida atrás a curva da oferta de *curto prazo*? O impacto positivo de um nível de preços mais elevado no produto real só durará enquanto os salários nominais e, consequentemente, os salários reais permanecerem inalterados. Na realidade, os salários nominais são normalmente fixos por cerca de um ano e, em alguns casos, por dois anos. Se os trabalhadores ou os sindicatos não aceitarem os salários reais mais baixos gerados por uma inflação mais elevada, irão utilizar as negociações salariais seguintes para exigirem uma compensação sob a forma de salários mais elevados. Se os salários reais regressarem ao nível em que se encontravam antes do aumento do nível de preços (e se a tecnologia de produção permanecer inalterada), deixa de ser lucrativo para as empresas manterem a produção e o emprego no nível mais elevado e, por conseguinte, estas procedem a cortes. Por outras palavras, se não for possível baixar os salários reais com uma inflação mais elevada no longo prazo, o emprego e a produção serão também independentes da evolução dos preços no longo prazo e, assim, a curva da oferta agregada de longo prazo será vertical.

#### *O equilíbrio de longo prazo*

### **Gráfico 2: Procura agregada e oferta agregada de longo prazo**



A intersecção da curva AS com o eixo horizontal (ver AS\* no gráfico 2) é o que os economistas designam o “nível potencial do produto”. O nível potencial do produto representa o valor de bens e serviços finais produzidos quando os factores de produção são integralmente utilizados, tendo em conta o estado actual da tecnologia e as características estruturais da economia (por exemplo, os regulamentos do mercado de trabalho, os sistemas fiscais e de segurança social, etc.).

Até aqui foram analisados os movimentos ao longo das curvas, com todos os outros factores, excepto os preços e o produto real, constantes. Agora, é preciso compreender o que acontece quando estes factores variam. Na essência, essas alterações deslocam as curvas para a direita ou para a esquerda.

#### *Os factores que afectam a oferta e a procura agregadas*

De acordo com o modelo simples utilizado, a combinação dos preços e do rendimento real observados numa economia é, obviamente, determinada pela interacção entre a oferta e a procura agregadas. Este facto levanta questões quanto aos factores na origem de deslocações das duas curvas.

Os factores conducentes a um aumento da procura agregada (isto é, uma deslocação da curva AD para a direita) incluem um aumento da despesa das administrações públicas, uma redução dos impostos, uma depreciação da moeda nacional e um aumento da riqueza real (por exemplo, preços mais altos dos terrenos e das acções), que, por seu lado, provocam um aumento do consumo privado e das despesas de investimento.

O consumo privado e o investimento podem também ser determinados pelas expectativas. Por exemplo, se as empresas esperam lucros mais elevados no futuro, terão tendência a aumentar as suas despesas de investimento. Se as famílias, por seu turno, esperam um rendimento real mais elevado, devido à expectativa de uma produtividade do trabalho mais alta, as despesas de consumo irão aumentar. Por esta razão, uma melhoria na confiança dos consumidores e dos investidores está normalmente associada a um aumento da procura agregada.

No que respeita ao impacto da política monetária, pode observar-se que um aumento da oferta de moeda e as taxas de juro mais baixas a ele associadas farão subir a procura agregada, deslocando assim a curva da procura para a direita<sup>10</sup>. Se as variáveis referidas se movem na direcção oposta, a procura agregada desce (ou seja, a curva AD desloca-se para a esquerda).

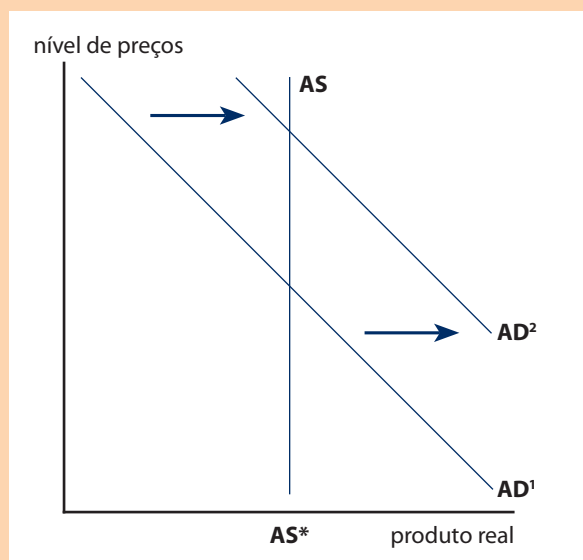
<sup>10</sup> Os economistas referem-se muitas vezes a um decréscimo da procura de moeda como um aumento da velocidade de circulação da moeda. Esta variável pode ser definida como a velocidade à qual a moeda é transferida entre diferentes detentores de moeda, determinando, assim, a quantidade de moeda necessária para assegurar certo nível de transacções. Efectivamente, estes dois fenómenos devem ser encarados como duas faces diferentes da mesma moeda. Se as pessoas desejam deter menos dinheiro efectivo, é necessário que, com uma oferta de moeda constante, o stock de moeda disponível mude de mãos com mais frequência, circulando, assim, muito mais, o que é equivalente a uma velocidade de circulação da moeda mais elevada. Esta questão é abordada de novo mais à frente.

Quanto à oferta agregada, é possível ver que aumentos nos preços de factores de produção, como os salários, ou aumentos nos preços do petróleo, conduzem a uma deslocação para a esquerda da curva da oferta agregada. Por outro lado, progressos tecnológicos ou aumentos de produtividade deslocam a curva da oferta agregada para a direita, já que, com uma determinada quantidade de mão-de-obra, permitem uma produção mais elevada pelo mesmo custo.

Esta análise demonstra que uma variação no nível geral de preços pode ser gerada por deslocações tanto da curva da oferta, como da curva da procura, ou de ambas. Por exemplo, com todos os outros factores constantes, um decréscimo da oferta agregada (ou seja, uma deslocação para a esquerda da curva AS) será acompanhada por uma queda de curto prazo do produto real e uma subida dos preços, ao passo que um aumento da procura (isto é, uma deslocação da curva AD para a direita) manifestar-se-á numa actividade real de curto prazo mais elevada e em preços mais altos.

O modelo de longo prazo ilustra que o comportamento da procura agregada é fundamental na determinação do nível geral de preços que uma economia regista no longo prazo. Se a curva da oferta agregada é vertical, as variações na procura agregada afectarão os preços mas não o produto. Se, por exemplo, a oferta de moeda aumentasse, a curva da procura agregada deslocar-se-ia para a direita e, no longo prazo, a economia mover-se-ia, assim, no sentido de um novo equilíbrio, em que a produção real seria igual mas os preços seriam mais elevados.

**Gráfico 3: Deslocações da curva da procura agregada e a oferta agregada de longo prazo**



Tal como atrás definido, a inflação consiste num aumento geral, ou abrangente, dos preços dos bens e dos serviços. Por conseguinte, um processo inflacionista apenas pode ser desencadeado por um aumento contínuo da procura agregada ao longo do tempo, o que, por seu turno, só é possível se a política monetária acomoda esse tipo de evolução, mantendo as taxas de juro baixas e o crescimento monetário elevado.



## 4.4 Os factores subjacentes à evolução dos preços em horizontes temporais a mais curto prazo

A seguir, analisam-se alguns factores que determinam a evolução dos preços no curto prazo. Como explicado em mais pormenor na caixa 4.2, a inflação (isto é, um aumento sustentado do nível de preços) pode surgir por uma ou duas razões. Os preços em geral subirão se, em média, a procura agregada aumentar ou a oferta agregada diminuir. Por outras palavras, podem surgir pressões inflacionistas se ocorrem alterações (os economistas falam muitas vezes de “choques”, quando se verificam variações inesperadas na evolução económica) que levam os consumidores a aumentarem a despesa ou as empresas a reduzirem a produção. O primeiro caso, em que a procura aumenta dando origem a inflação, é frequentemente descrito na literatura económica como “inflação pela procura”. O segundo caso, em que os custos aumentam e provocam uma descida da oferta, dando assim também origem a inflação, é denominado de “inflação pelos custos”. O contrário acontece, isto é, surgem pressões deflacionistas, se a procura agregada diminui ou a oferta agregada aumenta. Em geral, a política monetária tem, muitas vezes, de responder a esse tipo de evolução para garantir a estabilidade de preços. Em situações de pressão inflacionista, o banco central aumentaria normalmente as taxas de juro (reais) para evitar desvios mais persistentes em relação à estabilidade de preços.

Subidas de preços provocadas por um aumento da procura agregada podem dever-se a qualquer factor específico que aumente a procura agregada. Para além da política monetária (aumentos da oferta de moeda), os factores mais significativos são os aumentos das aquisições das administrações públicas, a depreciação da taxa de câmbio e pressões mais elevadas da procura de bens internos por parte do resto do mundo (exportações). As variações da procura agregada podem também ser provocadas por um aumento da confiança. É provável que, por exemplo, as empresas invistam mais, se esperam lucros mais elevados no futuro. As variações da procura agregada farão, normalmente, subir o nível de preços, bem como, temporariamente, a produção agregada (ver a caixa 4.2).

Quais são, exactamente, os factores que determinam uma *redução da oferta agregada* e, por conseguinte, geram *preços mais elevados no curto prazo*? Os principais factores na origem de uma descida da oferta agregada são os decréscimos de produtividade, os aumentos dos custos de produção (por exemplo, aumentos dos salários reais e dos preços das matérias-primas, nomeadamente o petróleo) e a imposição pelos governos de impostos mais elevados sobre as pessoas colectivas. Se todos os outros factores permanecerem constantes, quanto mais elevados forem os custos de produção, menor será a quantidade produzida pelo mesmo preço.

Com um determinado nível de preços, se os salários ou os custos das matérias-primas, tais como o petróleo, aumentam, as empresas são forçadas a reduzir o número de pessoas que empregam e a cortar a produção. Como tal se deve a efeitos do lado da oferta, a inflação resultante é muitas vezes designada de “inflação pelos custos”.

Várias circunstâncias podem provocar um aumento dos custos dos factores de produção, por exemplo, se a oferta de matérias-primas, como o petróleo, fica aquém das expectativas, ou se a procura mundial de matérias-primas sobe. Aumentos dos salários reais (que não são acompanhados de um aumento da produtividade) conduzirão igualmente a um decréscimo da oferta agregada e a um nível de emprego mais baixo.



São várias as razões que explicam a subida dos custos dos factores de produção – por exemplo, um aumento da procura mundial de matérias-primas.



Aumentos na procura externa de exportações podem ter um impacto no consumo corrente e no investimento.

Esses aumentos salariais podem dever-se a uma descida da oferta de trabalho, que, por seu lado, pode ter sido causada por um regulamento governamental, cujo efeito seja uma redução dos incentivos ao trabalho (por exemplo, impostos mais elevados sobre os rendimentos do trabalho). Um aumento do poder dos sindicatos pode também dar origem a salários reais mais elevados.

Se os factores atrás descritos funcionam na direcção oposta, verifica-se um *aumento da oferta agregada*. Por exemplo, um aumento da produtividade (devido a novas tecnologias) irá, com tudo o resto igual, gerar preços mais baixos e um emprego mais elevado no curto prazo, já que, com salários constantes, torna-se mais lucrativo contratar mão-de-obra. No entanto, se os salários reais aumentassem em linha com a produtividade, o emprego permaneceria inalterado.

## O papel da inflação esperada

Quando as empresas e os trabalhadores negociam os salários e quando as empresas fixam os seus preços, consideram muitas vezes qual poderá ser o nível de inflação no horizonte próximo, por exemplo, ao longo do ano seguinte. A inflação esperada é relevante para as negociações salariais correntes dado que os aumentos de preços no futuro reduzirão a quantidade de bens e serviços que determinado salário nominal permite adquirir. Assim, se as expectativas são de que a inflação será elevada, os trabalhadores poderão exigir, nas negociações salariais, um aumento dos salários nominais mais elevado. Se as negociações salariais se basearem nessas expectativas, os custos das empresas aumentam, podendo vir a ser transmitidos aos consumidores sob a forma de preços mais altos. O mesmo se pode dizer em relação à fixação de preços por parte das empresas. Dado que muitos preços específicos permanecem fixos durante determinado período (por exemplo, um mês ou um ano; ver a caixa 4.1), as empresas que planeavam publicar uma nova lista de preços poderão aumentar, com efeito imediato, os seus preços, se prevêem aumentos no nível geral de preços ou nos salários no futuro. Assim, se as pessoas esperam um aumento da inflação no futuro, o seu comportamento pode dar origem a uma subida imediata da inflação. Esta é outra razão porque é muito importante que a política monetária seja credível em termos do seu objectivo de manter a estabilidade de preços – de forma a estabilizar em níveis baixos, em conformidade com a estabilidade de preços, as expectativas de longo prazo quanto à inflação.

Globalmente, vários factores e choques podem influenciar o nível de preços no curto prazo. Entre eles, conta-se a evolução da procura agregada e das suas diferentes componentes, incluindo a evolução da política orçamental. Outras variações poderão estar relacionadas com alterações nos preços dos factores de produção, nos custos e na produtividade, bem como na evolução da taxa de câmbio e da economia mundial. Todos estes factores podem afectar a actividade real e os preços em horizontes a mais curto prazo. O que acontece então em horizontes a mais longo prazo?

Esta questão remete para outra importante distinção em economia. Os economistas fazem geralmente uma distinção entre o curto e o longo prazo (ver também a caixa 4.2).

## 4.5 Os factores subjacentes à evolução dos preços em horizontes temporais a mais longo prazo

Qual é a importância relativa destes factores para a inflação em horizontes a mais longo prazo? Por outras palavras: são todos igualmente relevantes no que respeita às tendências da inflação? A resposta é, claramente, “não”. Neste aspecto, o papel desempenhado pela política monetária é crucial.

Como mencionado atrás, existe um desfasamento temporal de um a três anos entre as alterações na política monetária e o seu impacto nos preços. Tal implica que a política monetária não pode evitar que desenvolvimentos ou choques económicos inesperados tenham algum impacto de curto prazo sobre a inflação. Contudo, existe um consenso generalizado entre os economistas de que a política monetária pode controlar a evolução dos preços a mais longo prazo e, por conseguinte, também a “tendência” da inflação, isto é, a variação do nível de preços depois de a economia ter absorvido totalmente as perturbações de curto prazo.

No longo prazo, os preços são flexíveis e podem responder perfeitamente às variações da oferta e da procura. Contudo, no curto prazo muitos preços específicos são “viscosos” e permanecerão nos seus níveis correntes durante algum tempo (ver a caixa 4.1).

Como é que esta distinção influencia os resultados? Sem entrar em muitos pormenores, pode argumentar-se que o produto não depende do nível de preços no longo prazo. É determinado pelo *stock* de capital, pela quantidade e qualidade da mão-de-obra disponível, pelas políticas estruturais que influenciam os incentivos ao trabalho e ao investimento, e por eventuais progressos tecnológicos no domínio da produção. Por outras palavras, o nível do produto no longo prazo depende de vários factores reais ou do lado da oferta. Estes factores determinam a posição exacta da curva da oferta agregada.

A outra curva que determina o nível de equilíbrio da economia é a da procura agregada. Como foi demonstrado, uma série de factores pode dar origem a aumentos na procura agregada. Entre eles encontram-se os aumentos na despesa das administrações públicas, na procura externa de exportações e nas expectativas quanto à evolução futura da produtividade, passíveis de ter um impacto no consumo corrente e no investimento. É, porém, óbvio que, embora muitos desses factores possam aumentar mesmo durante um período prolongado, um aumento sustentado do nível geral de preços apenas pode ser gerado, no longo prazo, por uma política monetária expansionista contínua e sustentada. Este ponto é muitas vezes expresso utilizando a famosa afirmação segundo a qual “a inflação é sempre, em qualquer lugar, um fenómeno monetário”. De facto, são vários os estudos empíricos que corroboram esta hipótese. A causa fundamental de um processo inflacionista a mais longo prazo é, por conseguinte, um aumento sustentado da oferta de moeda, que é o equivalente a uma política monetária expansionista sustentada. Assim, numa perspectiva a mais longo prazo, as medidas de política monetária determinam se será permitido que a inflação suba ou seja mantida num nível baixo. Expresso noutros termos, um banco central que controla a oferta de moeda e as taxas de juro de curto prazo tem o controlo final sobre a taxa de inflação em horizontes a mais longo prazo. Se um banco central mantém as taxas de juro de curto prazo demasiado baixas e aumenta de forma excessiva a oferta de moeda, o nível de preços acabará também por aumentar. Esta conclusão básica é ilustrada pelo conceito económico fundamental que aborda em mais pormenor a relação entre moeda e preços, designadamente a teoria quantitativa da moeda (ver a caixa 4.3, a seguir).

## Caixa 4.3 A teoria quantitativa da moeda

De acordo com uma identidade geralmente conhecida como a “equação quantitativa”, a variação do *stock* de moeda ( $\Delta M$ ) de uma economia equivale à variação das transacções nominais (aproximada pela variação da actividade real ( $\Delta YR$ ) mais a variação do nível de preços ( $\Delta P$ )), menos a variação da velocidade de circulação ( $\Delta V$ ). A última variável pode ser definida como a velocidade à qual a moeda é transferida entre diferentes detentores de moeda, determinando, assim, a quantidade de moeda necessária para assegurar um determinado nível de transacções nominais<sup>11</sup>. Resumindo:

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Esta relação é designada uma “identidade”, visto ser uma relação que, obviamente, não é possível falsificar. Por conseguinte, não proporciona quaisquer argumentos relativamente à causalidade, a qual apenas pode ser inferida se forem considerados pressupostos adicionais sobre os determinantes das variáveis. Particularmente, os dois pressupostos seguintes permitem que a *equação* quantitativa se transforme na *teoria* quantitativa. Primeiro, no longo prazo, pode considerar-se que o produto é determinado por factores reais, como as oportunidades de produção da comunidade e os seus gostos e preferências. Segundo, também no longo prazo, a velocidade de circulação é considerada como sendo ditada por práticas de pagamento, por acordos económicos e financeiros para a realização de transacções e pelos custos e proveitos da detenção de moeda em vez de outros activos. Tal implica, então, que, no longo prazo, a quantidade de oferta de moeda – que é determinada pelas decisões tomadas pelas autoridades monetárias – está associada ao nível de preços. Expresso de outro modo, em horizontes temporais a mais longo prazo, o nível de preços é directamente determinado por variações na quantidade de moeda e move-se proporcionalmente a esta última.

Uma implicação de tudo isto é que a instituição que determina a oferta de moeda, designadamente o banco central, é, em última instância, responsável pelas tendências a mais longo prazo da inflação.

<sup>11</sup> Tal reflecte o facto de o lado esquerdo da equação representar a quantidade de moeda utilizada, ao passo que o lado direito reflecte o valor da transacção.



# Capítulo 5

## A política monetária do BCE

Este capítulo fornece informações mais pormenorizadas para ajudar a responder a questões como: de que forma surgiu a UEM, qual é o organismo responsável pela política monetária única da área do euro, qual é o objectivo do Eurosistema e como procura cumprir o seu mandato.

A **secção 5.1** apresenta uma breve panorâmica histórica.

A **secção 5.2** analisa o quadro institucional.

A **secção 5.3** centra-se na estratégia de política monetária do BCE.

A **secção 5.4** fornece informação sobre o quadro operacional do Eurosistema.



## 5.1 Breve panorâmica histórica

### As três fases da União Económica e Monetária (UEM)

A ideia de que a Europa devia ter um sistema monetário único, unificado e estável remonta a uma época relativamente distante (ver a caixa 5.1). Após uma tentativa falhada no início da década de setenta do século passado, o ímpeto decisivo do processo de integração verificou-se em Junho de 1988, com a reconfirmação pelo Conselho Europeu do objectivo de se alcançar, gradualmente, a união económica e monetária. Foi criado um comité, presidido por Jacques Delors, o então Presidente da Comissão Europeia, com o mandato de estudar e propor um plano concreto para levar a efeito essa união. Apresentado em Abril de 1989, o relatório do comité (o designado “Relatório Delors”) propunha a introdução da UEM em três fases distintas.

#### Caixa 5.1 O percurso da moeda única, o euro

1962	Apresentação pela Comissão Europeia da sua primeira proposta ( <i>Marjolin-Memorandum</i> ) relativa a uma união económica e monetária.
Maio de 1964	Formação do Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-Membros da Comunidade Económica Europeia (CEE), a fim de institucionalizar a cooperação entre os bancos centrais da CEE.
1970	O Relatório Werner define um plano para a consecução até 1980 de uma união económica e monetária a nível comunitário.
Abril de 1972	Estabelecimento de um sistema (a “serpente”) para a redução progressiva das margens de flutuação entre as unidades monetárias dos Estados-Membros da CEE.
Abril de 1973	Constituição do Fundo Europeu de Cooperação Monetária, para garantir o funcionamento adequado da serpente.
Março de 1979	Criação do Sistema Monetário Europeu.
Fevereiro de 1986	Assinatura do Acto Único Europeu.
Junho de 1988	O Conselho Europeu atribui a um comité de peritos presidido por Jacques Delors (o “Comité Delors”) o mandato de apresentar propostas para a concretização da UEM.
Maio de 1989	Apresentação do “Relatório Delors” ao Conselho Europeu.
Junho de 1989	O Conselho Europeu concorda com a realização da UEM em três fases.
Julho de 1990	Início da Primeira Fase da UEM.
Dezembro de 1990	Lançamento de uma conferência intergovernamental para preparar a Segunda e Terceira Fases da UEM.
Fevereiro de 1992	Assinatura do Tratado da União Europeia (o “Tratado de Maastricht”).
Outubro de 1993	Escolha da cidade de Frankfurt am Main para a localização do Instituto Monetário Europeu (IME) e, posteriormente, do BCE, e nomeação do Presidente do IME.
Novembro de 1993	Entrada em vigor do Tratado da União Europeia.

Dezembro de 1993	Nomeação de Alexandre Lamfalussy como Presidente do IME, que iniciaria funções em 1 de Janeiro de 1994.
Janeiro de 1994	Início da Segunda Fase da UEM e início de funções do IME.
Dezembro de 1995	O Conselho Europeu de Madrid decide sobre o nome e o plano de adopção da moeda única e sobre as modalidades de transição para o novo numerário.
Dezembro de 1996	O IME apresenta exemplares de notas ao Conselho Europeu.
Junho de 1997	O Conselho Europeu acorda o “Pacto de Estabilidade e Crescimento”.
Maio de 1998	Considera-se que a Alemanha, a Áustria, a Bélgica, a Espanha, a Finlândia, a França, a Irlanda, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos e Portugal preenchem as condições necessárias para a adopção do euro como a sua moeda única; nomeação dos membros da Comissão Executiva do BCE.
Junho de 1998	Instituição do BCE e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).
Outubro de 1998	O BCE anuncia a estratégia e o quadro operacional da política monetária única que irá conduzir a partir de Janeiro de 1999.
Janeiro de 1999	Arranque da Terceira Fase da UEM; o euro passa a ser a moeda única da área do euro; fixação irrevogável das taxas de conversão das anteriores moedas nacionais dos Estados-Membros participantes; início da condução de uma política monetária única para a área do euro.
Janeiro de 2001	A Grécia passa a ser o 12.º Estado-Membro participante na área do euro.
Janeiro de 2002	Transição para o euro fiduciário: introdução das notas e moedas de euro que, no final de Fevereiro de 2002, passam a ser a única moeda com curso legal na área do euro.
Maio de 2004	Adesão dos BCN de dez novos Estados-Membros da UE ao SEBC.
Janeiro de 2007	O número total de Estados-Membros da UE aumenta para 27 com a adesão da Bulgária e da Roménia, que passam a fazer parte do SEBC. A Eslovénia torna-se o 13.º Estado-Membro a integrar a área do euro.
Janeiro de 2008	Chipre e Malta entram na área do euro, que passa assim a contar com 15 Estados-Membros.
Janeiro de 2009	A Eslováquia torna-se o 16.º país participante na área do euro.
Janeiro de 2011	A Estónia adere à área do euro, passando esta a compreender 17 países.

## A Primeira Fase da UEM

No seguimento do Relatório Delors, o Conselho Europeu de Junho de 1989 decide que a Primeira Fase da UEM seria lançada em 1 de Julho de 1990. Simultaneamente, foram atribuídas responsabilidades adicionais ao Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-Membros da Comunidade Económica Europeia, que, desde a sua criação em Maio de 1964, vinha a desempenhar um papel cada vez mais importante na cooperação monetária.

Para que a Segunda e Terceira Fases fossem possíveis, foi preciso rever o Tratado que institui a Comunidade Europeia (conhecido como o “Tratado de Roma”) com vista a criar a estrutura institucional necessária. Para o efeito, realizou-se em 1991 uma Conferência Intergovernamental sobre a UEM, em paralelo com a Conferência Intergovernamental sobre a União Política. O Comité de Governadores apresentou o projecto de Estatutos do

SEBC e do BCE à conferência intergovernamental. As negociações resultaram no Tratado da União Europeia, que foi acordado em Dezembro de 1991 e assinado em Maastricht a 7 de Fevereiro de 1992. No entanto, devido a atrasos no processo de ratificação, o Tratado só entrou em vigor em 1 de Novembro de 1993.

## A Segunda Fase da UEM: instituição do IME e do BCE

A entrada em funcionamento do Instituto Monetário Europeu (IME) em 1 de Janeiro de 1994 marcou o início da Segunda Fase da UEM. A partir desse momento, o Comité de Governadores deixou de existir. A existência transitória do IME reflectia igualmente o estado da integração monetária dentro da Comunidade. O IME não tinha qualquer responsabilidade pela condução da política monetária na UE (a qual continuava a ser da competência das autoridades nacionais) e não podia realizar intervenções cambiais.

As duas funções básicas do IME eram, primeiro, reforçar a cooperação entre os bancos centrais e a coordenação da política monetária e, segundo, tratar dos preparativos necessários para a criação do SEBC, a condução da política monetária única e a introdução de uma moeda única na Terceira Fase.

Em Dezembro de 1995, o Conselho Europeu de Madrid decidiu que a unidade monetária europeia a introduzir no início da Terceira Fase seria designada “euro” e confirmou que a Terceira Fase da UEM teria início em 1 de Janeiro de 1999, tendo sido pré-anunciada uma sequência cronológica dos eventos conducentes à transição para o euro. O cenário anunciado tinha por base sobretudo as propostas pormenorizadas elaboradas pelo IME. Ao mesmo tempo, foi atribuída ao IME a missão de levar a cabo os trabalhos preparatórios referentes às futuras relações cambiais e monetárias entre a área do euro e os outros países da UE. Em Dezembro de 1996, o IME apresentou um relatório ao Conselho Europeu que serviu de base à resolução do Conselho Europeu que estabelece os princípios e elementos fundamentais do novo mecanismo de taxas de câmbio (MTC II) e que foi adoptada em Junho de 1997.

Em Dezembro de 1996, o IME apresentou também ao Conselho Europeu e, subsequentemente, ao público as séries de desenhos seleccionadas para as notas de euro, que iam entrar em circulação em 1 de Janeiro de 2002.

Com vista a complementar e clarificar as disposições do Tratado quanto à UEM, o Conselho Europeu adoptou, em Junho de 1997, o Pacto de Estabilidade e Crescimento destinado a garantir a disciplina orçamental no que respeita à UEM. Em Maio de 1998, o Pacto foi complementado, e os respectivos compromissos reforçados, por uma Declaração do Conselho.

Em 2 de Maio de 1998, o Conselho da União Europeia, reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, confirmou que 11 Estados-Membros (a Alemanha, a Áustria, a Bélgica, a Espanha, a Finlândia, a França, a Irlanda, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos e Portugal) preenchiam os critérios para a adopção da moeda única em 1 de Janeiro de 1999.

Simultaneamente, os ministros das Finanças dos Estados-Membros que iam adoptar a moeda única, juntamente com os governadores dos BCN, a Comissão Europeia e o IME, acordaram que as taxas centrais no MTC das moedas dos Estados-Membros participantes seriam utilizadas para determinar as taxas de conversão irrevogáveis do euro.

Em 25 de Maio de 1998, os governos dos 11 Estados-Membros participantes nomearam, formalmente, o Presidente, o Vice-Presidente e os outros quatro membros da Comissão



Em Dezembro de 1996, foram apresentadas as séries de desenhos seleccionadas para as notas de euro.

Executiva do BCE. A nomeação passou a ter efeitos a partir de 1 de Junho de 1998 e assinalou a instituição do BCE.

O IME tinha cumprido a sua missão e, em conformidade com o artigo 123.º do Tratado que institui a Comunidade Europeia, entrou em liquidação. Todos os trabalhos preparatórios a cargo do IME foram concluídos a tempo, tendo o BCE dedicado os meses restantes de 1998 ao ensaio final de sistemas e procedimentos.

## A Terceira Fase da UEM: fixação irrevogável das taxas de câmbio

Em 1 de Janeiro de 1999, a terceira e última fase da UEM teve início com a fixação irrevogável das taxas de câmbio das moedas dos 11 Estados-Membros que inicialmente participariam na união monetária e com a condução de uma política monetária única sob a responsabilidade do BCE.

O número de Estados-Membros participantes aumentou para 13 em 1 de Janeiro de 2007, com a passagem da Eslovénia à Terceira Fase da UEM. A participação da Grécia veio no seguimento de uma decisão tomada em 1 de Julho de 2006 pelo Conselho da UE, reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, de que o país cumpria os critérios de convergência.

Em 1 de Janeiro de 2007, a Eslovénia aderiu à área do euro, na sequência de uma decisão adoptada pelo Conselho da UE em 11 de Julho de 2006, segundo a qual este país cumpria os critérios de convergência.

Chipre e Malta aderiram à área do euro em 1 de Janeiro de 2008, no seguimento da decisão de que cumpriam os critérios de convergência, tomada pelo Conselho da UE em 10 de Julho de 2007.

Em 1 de Janeiro de 2009, a Eslováquia tornou-se o 16.º Estado-Membro da UE a integrar a área do euro, após a decisão, tomada em 8 de Julho de 2008 pelo Conselho da UE, de que cumpria os critérios de convergência.

Em 1 de Janeiro de 2011, a Estónia passou a ser o 17.º Estado-Membro a aderir à área do euro, na sequência de uma decisão tomada em 13 de Julho de 2010 pelo Conselho da UE, segundo a qual o país cumpria os critérios de convergência.

## 5.2 O quadro institucional

### O Sistema Europeu de Bancos Centrais

Criado em 1 de Junho de 1998, o BCE é um dos bancos centrais mais jovens do mundo. Herdou, no entanto, a credibilidade e a experiência de todos os BCN da área do euro, que, juntamente com o BCE, implementam a política monetária da área do euro.

A base legal do BCE e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é o Tratado que institui a Comunidade Europeia. Segundo este Tratado, o SEBC é composto pelo BCE e pelos BCN de todos os Estados-Membros da UE (27, desde 1 de Janeiro de 2007). Os Estatutos do SEBC e do BCE encontram-se anexados ao Tratado sob a forma de um protocolo.



## O mandato do SEBC

O Tratado determina que “o objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços” e que “sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na Comunidade tendo em vista contribuir para a realização dos objectivos da Comunidade tal como se encontram definidos no artigo 2.º”. O artigo 2.º do Tratado refere como objectivos da Comunidade, nomeadamente, “um elevado nível de emprego (...), um crescimento sustentável e não inflacionista, um alto grau de competitividade e de convergência dos comportamentos das economias”. O Tratado estabelece, por conseguinte, uma hierarquia clara de objectivos, atribuindo a importância máxima à estabilidade de preços. Ao fazer a política monetária do BCE incidir sobre este objectivo primordial, o Tratado deixa claro que assegurar a 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 elevado de emprego.

## O Eurosistema

Os BCN da área do euro e o BCE, juntos, formam o Eurosistema. O termo foi escolhido pelo Conselho do BCE para descrever o modo como o SEBC exerce as suas funções no âmbito da área do euro. Enquanto existirem Estados-Membros da UE que não tenham adoptado o euro, será necessário fazer esta distinção entre o Eurosistema e o SEBC. Os BCN dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro não participam na tomada de decisões relativas à política monetária única da área do euro e continuam a ter a sua própria moeda e a conduzir a respectiva política monetária. Qualquer país da UE pode adoptar o euro numa fase posterior, mas só o poderá fazer quando cumprir os critérios de convergência (para mais informação, ver a caixa a seguir).

### Caixa 5.2 Critérios de convergência

As condições de adopção do euro encontram-se definidas no artigo 121.º do Tratado e no Protocolo relativo aos critérios de convergência, anexo ao Tratado e referido no artigo 121.º. Para avaliar se um Estado-Membro atingiu um grau elevado de convergência sustentável, são utilizados quatro critérios: estabilidade de preços, situação orçamental sólida, estabilidade da taxa de câmbio e convergência das taxas de juro.

O primeiro travessão do n.º 1 do artigo 121.º prevê “a realização de um elevado grau de estabilidade dos preços, que será expresso por uma taxa de inflação que esteja próxima da taxa, no máximo, dos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços”. O artigo 1.º do Protocolo estabelece, além disso, que, “por critério de estabilidade dos preços, (...) entende-se que cada Estado-Membro deve registar uma estabilidade dos preços sustentável e, no ano que antecede a análise, uma taxa média de inflação que não exceda em mais de 1½ pontos percentuais a verificada, no máximo, nos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços. A inflação será calculada com base no índice de preços no consumidor (IPC) numa base comparável, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.”

O segundo travessão do n.º 1 do artigo 121.º do Tratado prevê a “sustentabilidade das finanças públicas”, especificando que esta “será traduzida pelo facto de



[o Estado-Membro] ter alcançado uma situação orçamental sem défice excessivo, determinado nos termos do n.º 6 do artigo 104.º”. O artigo 2.º do Protocolo estipula, adicionalmente, que por este critério “entende-se que, aquando da análise, o Estado-Membro em causa não é objecto de uma decisão do Conselho ao abrigo do disposto no n.º 6 do artigo 104.º do presente Tratado que declare verificada a existência de um défice excessivo nesse Estado-Membro”. Nos termos do n.º 1 do artigo 104.º do Tratado, os Estados-Membros “devem evitar défices orçamentais excessivos”. A Comissão Europeia examina o cumprimento da disciplina orçamental com base, em particular, nos critérios seguintes:

“(a) se a relação entre o défice público programado ou verificado e o produto interno bruto [PIB] excede um valor de referência [definido no Protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos em 3 % do PIB], excepto:

- se essa relação tiver baixado de forma substancial e contínua e tiver atingido um nível que se aproxime do valor de referência,
- ou, em alternativa, se o excesso em relação ao valor de referência for meramente excepcional e temporário e se aquela relação continuar perto do valor de referência;

(b) se a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto [PIB] excede um valor de referência [definido no Protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos em 60 % do PIB], excepto se essa relação se encontrar em diminuição significativa e se estiver a aproximar, de forma satisfatória, do valor de referência.”

O terceiro travessão do n.º 1 do artigo 121.º do Tratado estipula “a observância, durante pelo menos dois anos, das margens normais de flutuação previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado-Membro”. O artigo 3.º do Protocolo adiciona que, “por critério de participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, (...) entende-se que cada Estado-Membro respeitou as margens de flutuação normais previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem tensões graves durante pelo menos os últimos dois anos anteriores à análise, e, nomeadamente não desvalorizou por iniciativa própria a taxa de câmbio central bilateral da sua moeda em relação à moeda de qualquer outro Estado-Membro durante o mesmo período.”

O quarto travessão do n.º 1 do artigo 121.º do Tratado prevê que “o carácter duradouro da convergência alcançada pelo Estado-Membro e da sua participação no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu deve igualmente reflectir-se nos níveis das taxas de juro a longo prazo.” O artigo 4.º do Protocolo acrescenta que, “por critério de convergência das taxas de juro, (...) entende-se que, durante o ano que antecede a análise, cada Estado-Membro deve ter registado uma taxa de juro nominal média de longo prazo que não exceda em mais de 2 pontos percentuais a verificada, no máximo, nos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade dos preços. As taxas de juro serão calculadas com base em obrigações do Estado de longo prazo ou outros títulos semelhantes, tomando em consideração as diferenças nas definições nacionais.”

Além destes requisitos económicos, os critérios de convergência também estipulam que deve haver convergência jurídica para assegurar a compatibilidade da legislação nacional, incluindo os estatutos dos bancos centrais nacionais, com o Tratado e os Estatutos do SEBC e do BCE. O Tratado estipula que, pelo menos

de dois em dois anos ou a pedido de um Estado-Membro que beneficie de uma derrogação, o BCE e a Comissão Europeia apresentarão relatórios ao Conselho da União Europeia sobre os progressos alcançados pelos Estados-Membros no cumprimento dos critérios de convergência. Com base nos relatórios de convergência, apresentados separadamente pelo BCE e pela Comissão e com base numa proposta da Comissão, o Conselho, reunido a nível de Chefes de Estado ou de Governo, pode, após consulta ao Parlamento Europeu, decidir sobre o cumprimento dos critérios pelo(s) Estado(s)-Membro(s) e sobre a sua entrada para a área do euro. Desde o início da Terceira Fase, o BCE preparou vários relatórios de convergência.

## ...e as suas funções básicas...

As atribuições básicas do Eurosistema são:

- a definição e execução da política monetária da área do euro;
- a realização de operações cambiais e a detenção e gestão das reservas externas oficiais dos países da área do euro;
- a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

Outras das suas atribuições são:

- autorizar a emissão de notas de banco na área do euro;
- apresentar pareceres sobre projectos de actos comunitários e projectos de lei nacionais;
- recolher a informação estatística necessária junto das autoridades nacionais ou directamente junto dos agentes económicos, por exemplo, junto das instituições financeiras;
- contribuir 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.

## O Conselho do BCE

O órgão de decisão supremo do BCE é o Conselho. É constituído pelos seis membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos BCN da área do euro. Tanto o Conselho como a Comissão Executiva são presididos pelo Presidente do BCE (ver o gráfico a seguir).

A principal função do Conselho do BCE é a formulação da política monetária da área do euro. Mais especificamente, tem o poder de fixar as taxas de juro às quais as instituições de crédito podem obter liquidez (moeda) do Eurosistema. Assim, o Conselho do BCE influencia indirectamente as taxas de juro do conjunto da economia da área do euro, incluindo as taxas que as instituições de crédito cobram aos seus clientes pelos empréstimos e as que os detentores de poupança recebem pelos seus depósitos. O Conselho do BCE cumpre as suas responsabilidades adoptando orientações e tomando decisões.

## A Comissão Executiva

A Comissão Executiva do BCE é composta pelo Presidente, pelo Vice-Presidente e por mais quatro membros. Todos os seus membros são nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos países da área do euro. A Comissão Executiva é responsável pela implementação da política monetária formulada pelo Conselho do BCE

e fornece, para o efeito, as instruções necessárias aos BCN. Prepara também as reuniões do Conselho e gere a actividade diária do BCE.

55

A política  
monetária  
do BCE

## O Conselho Geral

O terceiro órgão de decisão do BCE é o Conselho Geral. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores dos BCN dos 27 Estados-Membros da UE. O Conselho Geral não tem qualquer responsabilidade nas decisões de política monetária da área do euro. Contribui para a coordenação das políticas monetárias dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro e para os preparativos para o possível alargamento da área do euro.

### Gráfico: Os órgãos de decisão do BCE



## Independência

Existem boas razões para atribuir a responsabilidade pela estabilidade de preços a um banco central independente, que não esteja sujeito a potenciais pressões políticas. De acordo com as provisões do Tratado que institui a Comunidade Europeia, o Eurosistema goza de independência total no desempenho das suas funções: nem o BCE, nem os BCN do Eurosistema, nem qualquer um dos membros dos seus órgãos de decisão deve procurar ou receber instruções de qualquer outro organismo. As instituições e organismos comunitários, bem como os governos dos Estados-Membros, são obrigados a respeitar este princípio e a não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE ou dos BCN. Além disso, o Eurosistema não pode conceder quaisquer empréstimos a organismos comunitários ou a entidades governamentais nacionais, o que o protege ainda mais de qualquer interferência política. O Eurosistema possui todos os instrumentos e competências que precisa para conduzir uma política monetária eficaz. Os membros dos órgãos de decisão do BCE têm mandatos de longa duração e apenas podem ser demitidos se tiverem cometido uma falta grave ou se forem incapazes de exercer devidamente as suas funções. O BCE tem o seu próprio orçamento, independente do da Comunidade Europeia, o que mantém a administração do BCE separada dos interesses financeiros da Comunidade.



## O capital do BCE

O capital do BCE não provém da Comunidade Europeia; foi subscrito e pago pelos BCN. A parcela de cada Estado-Membro em termos do produto interno bruto e da população da UE determina o montante a subscrever por cada BCN.

### 5.3 A estratégia de política monetária do BCE

#### *Princípios gerais*

#### O mandato e a função da política monetária

Como já mencionado, o Tratado que institui a Comunidade Europeia atribui ao Eurosistema o mandato de manter a estabilidade de preços na área do euro. Mais especificamente, refere que “o objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços”.

O desafio para o BCE pode ser descrito do seguinte modo: o Conselho do BCE tem de influenciar as condições no mercado monetário e, por conseguinte, o nível das taxas de juro de curto prazo, para assegurar a manutenção da estabilidade de preços no médio prazo. A seguir são explicados alguns dos princípios fundamentais de uma política monetária bem-sucedida.

#### A política monetária deve ancorar firmemente as expectativas quanto à inflação...

Primeiro, a política monetária é consideravelmente mais eficaz quando ancora com firmeza as expectativas relativas à inflação (ver também a secção 3.3). Assim, os bancos centrais devem especificar e desenvolver os seus objectivos e seguir um método consistente e sistemático de condução da política monetária, devendo igualmente comunicar de uma forma clara e aberta. Estes são elementos fundamentais para se adquirir um elevado nível de credibilidade, condição prévia necessária para influenciar as expectativas dos agentes económicos.

#### ...deve ser prospectiva...

Segundo, devido aos desfasamentos no processo de transmissão (ver a secção 4.3), alterações à política monetária realizadas hoje só afectarão o nível de preços depois de decorridos vários trimestres ou anos. Isso significa que os bancos centrais precisam de determinar a orientação de política necessária para manter a estabilidade de preços no futuro, após os desfasamentos na transmissão. Para o efeito, a política monetária tem de ser prospectiva.

#### ...incidir no médio prazo...

Dado que os desfasamentos na transmissão tornam impossível para a política monetária compensar, no curto prazo, choques inesperados no nível de preços (por exemplo,



A política  
monetária tem de  
ser prospectiva...

gerados por variações nos preços internacionais de matérias-primas ou nos impostos indirectos), é inevitável que se verifique alguma volatilidade de curto prazo nas taxas de inflação (ver também a secção 4.4). Além disso, devido à complexidade do processo de transmissão da política monetária, existe sempre um elevado grau de incerteza relativamente aos efeitos de choques económicos e da política monetária. Por estas razões, a política monetária deve ter uma orientação a médio prazo a fim de evitar um activismo excessivo e a introdução desnecessária de volatilidade na economia real.

## ...e basear-se num conjunto abrangente de indicadores

Por último, tal como qualquer outro banco central, o BCE enfrenta uma incerteza considerável quanto à fiabilidade dos indicadores económicos, à estrutura da economia da área do euro e ao mecanismo de transmissão da política monetária, entre outros factores. Uma política monetária bem-sucedida tem, por conseguinte, de ser abrangente e ter em consideração toda a informação relevante que permita compreender os factores subjacentes à evolução económica, não podendo depender apenas de um pequeno conjunto de indicadores ou de um único modelo da economia.

## O papel da estratégia: um quadro abrangente para as decisões de política monetária

O Conselho do BCE adoptou e anunciou uma estratégia de política monetária para assegurar uma abordagem consistente e sistemática no que respeita às decisões de política monetária. Essa estratégia de política monetária incorpora os princípios gerais atrás referidos, de modo a fazer face aos desafios que o banco central tem de enfrentar. Visa fornecer um enquadramento abrangente no âmbito do qual sejam tomadas e comunicadas ao público as decisões relativas ao nível adequado das taxas de juro de curto prazo.

## Os principais elementos da estratégia de política monetária do BCE

O primeiro elemento da estratégia de política monetária do BCE é uma definição quantitativa de estabilidade de preços. Além disso, a estratégia estabelece um quadro para assegurar que o Conselho do BCE avalia toda a informação e análises relevantes, necessárias para a tomada de decisões de política monetária, de forma a garantir que a estabilidade de preços seja mantida a médio prazo. As restantes secções deste capítulo descrevem estes elementos em pormenor.

### *A definição quantitativa de estabilidade de preços*

## O objectivo primordial

O objectivo primordial do Eurosistema é manter a estabilidade de preços na área do euro, protegendo assim o poder de compra do euro. Como atrás exposto, a manutenção



de preços estáveis é o contributo mais importante que a política monetária pode dar para uma conjuntura económica favorável e para um nível elevado de emprego. Tanto a inflação como a deflação podem ter custos muito elevados, em termos económicos e sociais, para a sociedade (ver, em particular, a secção 3.3). Sem prejuízo do seu objectivo primordial de manutenção da estabilidade de preços, o Eurosistema apoia também as políticas económicas gerais na Comunidade. Além disso, age de acordo com os princípios de uma economia de mercado aberta, como estipulado pelo Tratado que institui a Comunidade Europeia.

## O BCE definiu a estabilidade de preços em termos quantitativos

Apesar de o Tratado definir claramente a manutenção da estabilidade de preços como o objectivo primordial do BCE, não fornece uma definição concreta. Para especificar esse objectivo de forma mais precisa, o Conselho do BCE anunciou, em 1998, a seguinte definição quantitativa: *“A estabilidade de preços será definida como um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2 %. A estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo.”* Em 2003, o Conselho do BCE clarificou também que, nos termos da sua definição, visa manter a taxa de inflação num nível inferior mas *“próximo de 2 % no médio prazo”*.

## A definição proporciona uma âncora para as expectativas de inflação, contribuindo também para a transparência e a responsabilização do BCE

O Conselho do BCE decidiu anunciar publicamente uma definição quantitativa de estabilidade de preços por diversas razões. Primeiro, ao esclarecer como o Conselho do BCE interpreta o objectivo que lhe foi atribuído pelo Tratado, a definição facilita a compreensão do quadro de política monetária (ou seja, torna a política monetária mais transparente). Segundo, a definição de estabilidade de preços fornece um ponto de referência claro e mensurável em relação ao qual o público pode responsabilizar o BCE. No caso de desvios da evolução dos preços em relação à definição de estabilidade de preços, o BCE é obrigado a apresentar uma explicação para esses desvios e esclarecer como pretende restabelecer a estabilidade de preços num espaço de tempo aceitável. Por último, a definição serve de orientação para o público, permitindo-lhe formar as suas próprias expectativas quanto à evolução futura dos preços (ver também a caixa 3.2).

A definição serve de orientação para o público, permitindo-lhe formar as suas próprias expectativas quanto à evolução futura dos preços.

## Características da definição: incidência no conjunto da área do euro

A definição de estabilidade de preços tem diversas características assinaláveis. O mandato do BCE abrange toda a área do euro. Assim, as decisões relativas à política monetária única visam a estabilidade de preços no conjunto da área do euro. Esta incidência sobre a totalidade da área do euro é a consequência natural do facto de, numa união monetária, a política monetária poder apenas orientar o nível médio das taxas de juro do mercado



monetário nesse espaço, ou seja, não pode fixar taxas de juro distintas para as diferentes regiões da área do euro.

## O IHPC

A definição identifica também um índice de preços específico – designadamente, o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro – que deve ser o utilizado para avaliar se a estabilidade de preços foi atingida. A utilização de um índice de preços alargado garante a transparência do compromisso do BCE quanto a uma protecção integral e eficaz contra perdas de poder de compra da moeda (ver também a secção 3.2).

O IHPC, publicado pelo serviço de estatística da UE, o Eurostat, é a principal medida da evolução dos preços na área do euro. Foi harmonizado nos vários países que constituem a área do euro para permitir uma medição da evolução dos preços numa base comparável. O IHPC é o índice que melhor permite aproximar as variações, ao longo do tempo, do preço de um cabaz representativo de despesas de consumo da área do euro (ver a caixa 5.3).

### Caixa 5.3 Compilação e características do IHPC

O trabalho conceptual relacionado com a compilação do IHPC para a área do euro é levado a cabo pela Comissão Europeia (Eurostat) em estreita colaboração com os institutos nacionais de estatística. Como principal utilizador e à semelhança do seu antecessor, o IME, o BCE está directamente envolvido nesse trabalho. Os dados sobre o IHPC divulgados pelo Eurostat são disponibilizados desde Janeiro de 1995.

Com base nos pesos das despesas de consumo aplicáveis em 2010, os bens representam 58% e os serviços 42% do IHPC (ver o quadro a seguir). Uma desagregação do IHPC global em componentes específicas torna mais fácil identificar os vários factores económicos que têm um impacto na evolução dos preços no consumidor. Por exemplo, a evolução da componente relativa aos preços dos produtos energéticos está estreitamente associada a movimentos nos preços do petróleo. Os preços dos bens alimentares dividem-se em produtos alimentares transformados e não transformados, dado que os preços destes últimos são fortemente influenciados por factores como as condições meteorológicas e os padrões sazonais, que têm um menor impacto nos preços dos produtos alimentares transformados. Os preços dos serviços estão divididos em cinco componentes que, devido às distintas condições do mercado, apresentam normalmente diferenças na respectiva evolução.

Em resultado da sua harmonização e de melhorias estatísticas com vista a aumentar o seu rigor, fiabilidade e actualidade, o IHPC tornou-se num índice de preços de elevada qualidade, que constitui um padrão internacional, sendo um indicador globalmente comparável entre países. No entanto, continuam a ser feitas melhorias em vários domínios.

**Quadro: Pesos das principais componentes do IHPC da área do euro aplicáveis em 2010**

<b>Índice global</b>	<b>100,0</b>
<b>Preços dos bens</b>	<b>58,0*</b>
Produtos alimentares não transformados	7,3
Produtos alimentares transformados	11,9
Produtos industriais não energéticos	29,3
Produtos energéticos	9,6
<b>Serviços</b>	<b>42,0</b>
Serviços de habitação	10,2
Transporte	6,6
Comunicação	3,3
Serviços recreativos e de natureza pessoal	14,9
Diversos	7,1

\* Devido a arredondamentos, a soma dos valores poderá não corresponder exactamente ao total.

Fonte: Eurostat

## Razões para se visar um nível de inflação inferior mas próximo de 2 %

Ao referir-se a “um aumento do IHPC inferior a 2%”, a definição deixa claro que uma inflação superior a 2%, bem como a deflação (ou seja, decréscimos do nível dos preços), são incompatíveis com a estabilidade de preços. Assim, a indicação explícita do BCE de que visa manter a taxa de inflação num nível inferior mas próximo de 2% sinaliza o seu compromisso de proporcionar uma margem adequada para evitar riscos de deflação (ver a secção 3.1 e também a caixa 5.4).

### Caixa 5.4 Uma margem de segurança contra a deflação

A referência a um “aumento do IHPC inferior mas próximo de 2%” proporciona uma margem de segurança contra a deflação.

Embora a deflação implique custos para a economia semelhantes à inflação, é especialmente importante que a deflação seja evitada porque, quando ocorre, pode perpetuar-se pelo simples facto de as taxas de juro nominais não poderem ser inferiores a zero, já que, normalmente, ninguém estaria disposto a emprestar dinheiro se, após um determinado período, esperasse receber uma quantia inferior ao empréstimo concedido. Por conseguinte, numa conjuntura deflacionista, a política monetária pode não ter capacidade para estimular o suficiente a procura agregada através do seu instrumento de taxas de juro. Qualquer tentativa de reduzir as taxas de juro nominais para valores abaixo de zero fracassaria, já que o público

preferiria a detenção de numerário a conceder empréstimos ou deter depósitos a uma taxa negativa. Se bem que algumas medidas de política monetária possam ser tomadas mesmo quando o nível das taxas de juro nominais é zero, a eficácia dessas políticas alternativas não é totalmente segura. Assim, é preferível que a política monetária inclua uma margem de segurança contra a deflação.

Ao se visar “um aumento do IHPC inferior mas próximo de 2%”, têm-se também em linha de conta um possível enviesamento de medida no IHPC e as potenciais implicações dos diferenciais de inflação na área do euro.

## A orientação de médio prazo

Por último, um aspecto fundamental da política monetária do BCE é o facto de visar manter a estabilidade de preços “no médio prazo”. Como descrito atrás, tal reflecte o consenso de que a política monetária não pode e, por conseguinte, não deve, procurar ajustar a evolução dos preços ou a inflação em horizontes curtos de algumas semanas ou meses (ver também a secção 4.4). As alterações na política monetária apenas afectam os preços com um desfasamento, sendo a magnitude do seu impacto final incerta, o que implica que a política monetária não pode compensar todos os movimentos inesperados do nível de preços. É, portanto, inevitável certa volatilidade de curto prazo na inflação.

### Caixa 5.5 A orientação de médio prazo da política monetária do BCE

Uma economia está continuamente sujeita a choques em grande medida imprevisíveis que também afectam a evolução dos preços. Simultaneamente, a política monetária pode apenas influenciar a evolução dos preços com desfasamentos temporais significativos, os quais são variáveis e, à semelhança da maioria das relações económicas, altamente incertos. Neste contexto, seria impossível para qualquer banco central manter a inflação sempre num ponto-alvo específico ou fazê-la regressar a determinado nível num espaço de tempo muito curto. Consequentemente, a política monetária precisa de actuar de uma forma prospectiva e só pode manter a estabilidade de preços ao longo de períodos de tempo mais alargados. É este o raciocínio fulcral da orientação de médio prazo do BCE.

A noção de “médio prazo” retém deliberadamente alguma flexibilidade em relação a um espaço de tempo exacto, o que reflecte o facto de não ser aconselhável especificar *ex ante* um horizonte preciso para a condução da política monetária, visto que o mecanismo de transmissão se estende por um período incerto e variável. Uma resposta excessivamente agressiva da política monetária para restabelecer a estabilidade de preços num espaço de tempo muito curto pode, nestas circunstâncias, acarretar custos significativos em termos de volatilidade do produto e do emprego, o que, a mais longo prazo, pode igualmente afectar a evolução dos preços. Nesses casos, é geralmente aceite que uma resposta gradual

da política monetária é adequada, quer para evitar uma desnecessária volatilidade elevada da actividade real, quer para manter a estabilidade de preços durante um horizonte mais alargado. Assim, a orientação de médio prazo também proporciona ao BCE a flexibilidade necessária para responder de modo apropriado aos diferentes choques económicos que possam ocorrer. Ao mesmo tempo, deve ficar claro que, numa perspectiva *ex post*, o BCE apenas pode ser responsabilizado pelas tendências da inflação.

## Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE

### O enquadramento de dois pilares é uma ferramenta de organização da informação...

A abordagem do BCE para a organização, análise e comparação da informação relevante na avaliação dos riscos para a estabilidade de preços baseia-se em duas perspectivas analíticas, referidas como os dois “pilares”.

### ...assente em duas perspectivas analíticas...

De acordo com a estratégia do BCE, as decisões de política monetária fundamentam-se numa análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços. Essa análise tem por base duas perspectivas complementares em termos da determinação da evolução dos preços. A primeira perspectiva visa avaliar os determinantes de curto a médio prazo da evolução dos preços, centrando-se na actividade real e nas condições financeiras da economia. Tem em conta o facto de, nos referidos horizontes, a evolução dos preços ser em grande medida influenciada pela interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores (ver também a secção 4.4). O BCE refere-se a esta perspectiva como a “análise económica”. A segunda perspectiva, designada “análise monetária”, incide sobre um horizonte a mais longo prazo, explorando a relação de longo prazo entre moeda e preços (ver também a secção 4.5). A análise monetária destina-se principalmente a, numa perspectiva de médio a longo prazo, servir de meio de cruzamento das informações de curto a médio prazo importantes para a política monetária proporcionadas pela análise económica.

A evolução dos preços é, em grande medida, influenciada pela interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores.

### ...para garantir que nenhum dado relevante seja omitido

A abordagem de dois pilares está concebida para assegurar que toda a informação relevante seja utilizada na análise dos riscos para a estabilidade de preços e que as diferentes perspectivas e o cruzamento dos resultados recebam a atenção devida, com



vista a obter-se uma avaliação global dos riscos para a estabilidade de preços. Representa, e transmite ao público, a noção de uma análise diversificada e garante decisões sólidas, fundadas em diferentes perspectivas analíticas.

## A análise económica

### Análise dos riscos de curto a médio prazo para a estabilidade de preços...

A análise económica incide principalmente sobre a avaliação da evolução económica e financeira correntes e os riscos implícitos de curto a médio prazo para a estabilidade de preços. As variáveis económicas e financeiras que constituem o objecto desta análise incluem, por exemplo, a evolução do produto global, a procura agregada e as suas componentes, a política orçamental, as condições dos mercados de capitais e de trabalho, uma grande variedade de indicadores de preços e custos, a evolução da taxa de câmbio, a economia mundial e a balança de pagamentos, os mercados financeiros e as posições do balanço dos sectores da área do euro. Todos estes factores facilitam a avaliação da dinâmica da actividade real e a eventual evolução dos preços em termos da interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores de produção em horizontes mais curtos (ver também a secção 4.4).

#### Caixa 5.6 Indicadores económicos e financeiros reais

No quadro da sua análise económica, o BCE centra-se sobretudo na avaliação da evolução económica e financeira corrente e nos riscos de curto a médio prazo implícitos para a estabilidade de preços.

Quanto aos indicadores da economia real, o BCE analisa regularmente a evolução do produto global, da procura e das condições do mercado de trabalho, bem como um vasto conjunto de indicadores de preços e de custos, as políticas orçamentais e a balança de pagamentos da área do euro.

Por exemplo, em termos da evolução de *preços e custos*, a par do IHPC e das suas componentes, analisa-se também a evolução dos preços no sector industrial, medida pelos preços no produtor, dado que as variações nos custos de produção se podem repercutir nos preços no consumidor. Os custos do trabalho, que são um elemento importante dos custos de produção globais, podem ter um impacto significativo na formação dos preços. As estatísticas dos custos do trabalho fornecem igualmente informação sobre a competitividade da economia da área do euro.

Os indicadores do *produto e da procura* (contas nacionais, estatísticas conjunturais sobre a actividade na indústria e nos serviços e sobre encomendas, bem como dados qualitativos de inquéritos) proporcionam informação sobre a posição cíclica da economia, que, por seu lado, é importante para a análise das perspectivas para a evolução dos preços. Além disso, os dados do *mercado de trabalho* (relativos ao emprego, desemprego, postos por preencher e participação no mercado de

trabalho) são importantes para o acompanhamento da evolução conjuntural e para a avaliação de alterações estruturais no funcionamento da economia da área do euro. Acresce ainda que, como o sector das administrações públicas representa uma parte substancial da actividade económica, a informação relativa às contas financeiras e não-financeiras do *sector público* é essencial.

As *estatísticas da balança de pagamentos*, juntamente com estatísticas sobre o comércio externo, fornecem informação sobre a evolução das exportações e das importações, que pode afectar as pressões inflacionistas através do seu impacto nas condições da procura. Estes dados permitem também que se acompanhe de perto os preços do comércio externo – actualmente aproximados pelos índices de valor unitário das exportações e importações. Estes índices contribuem para a avaliação, em particular, do impacto potencial nos preços das importações de movimentos na taxa de câmbio e de variações dos preços de matérias-primas (como o petróleo). Resumindo, estes indicadores facilitam a avaliação dos movimentos na procura e oferta agregadas e do grau de utilização da capacidade produtiva.

A evolução dos indicadores dos mercados financeiros e dos preços dos activos é também acompanhada de perto. Os movimentos nos preços dos activos podem afectar a evolução dos preços através de efeitos de rendimento e de riqueza. Por exemplo, quando os preços das acções sobem, as famílias que detêm esse tipo de títulos enriquecem, podendo optar por aumentar o consumo. Tal contribuirá para uma subida da procura por parte dos consumidores, podendo fomentar pressões inflacionistas internas. Pelo contrário, quando se registam quedas nos preços das acções, as famílias poderão reduzir o consumo. Outra forma de os preços dos activos poderem ter um impacto na procura agregada é através do valor das garantias, permitindo aos mutuários obterem mais empréstimos e/ou reduzirem os prémios de risco exigidos pelos mutuantes/bancos. As decisões de crédito são, em larga medida, frequentemente influenciadas pelo montante de garantias. Se o valor das garantias baixa, os empréstimos tornam-se mais caros e possivelmente até mais difíceis de obter, o que faz com que o consumo e, por conseguinte, a procura baixem.

Os preços dos activos e as taxas de rendibilidade podem ser também analisados para a obtenção de informação sobre as expectativas dos mercados financeiros, incluindo a evolução esperada dos preços no futuro. Por exemplo, quando compram e vendem obrigações, os participantes no mercado financeiro expressam, implicitamente, as suas expectativas quanto à evolução futura das taxas de juro reais e à inflação (ver a caixa 3.2). Utilizando uma variedade de técnicas, o BCE pode analisar os preços financeiros para determinar as expectativas implícitas dos mercados quanto aos desenvolvimentos futuros. Os mercados de activos e, por conseguinte, os preços dos activos são por natureza prospectivos. Consequentemente, as variações dos preços dos activos reflectem, em grande medida, “dados novos”, ou seja, informação recente sobre desenvolvimentos que os mercados financeiros não esperavam. Assim, o acompanhamento dos preços dos activos poderá ajudar a identificar os choques que afectam a economia no presente, particularmente os choques nas expectativas relativas à evolução económica no futuro. Analisando os mercados financeiros, pode-se igualmente avaliar informação estatística sobre os preços dos activos financeiros proveniente de várias fontes. Além disso, o próprio BCE recolhe determinada informação estatística.

A evolução da taxa de câmbio é também analisada cuidadosamente devido às suas implicações para a estabilidade de preços. Os movimentos na taxa de câmbio têm um efeito directo na evolução dos preços através do seu impacto nos preços das importações. Apesar de, em comparação com os diferentes países que a constituem, a área do euro ser uma economia relativamente fechada, os preços das importações afectam a evolução a nível interno dos preços no consumidor e no produtor. Variações da taxa de câmbio podem também alterar a competitividade, nos mercados internacionais, dos preços dos bens produzidos internamente, influenciando assim as condições da procura e, potencialmente, as perspectivas de evolução dos preços.

## ...ajuda a revelar a natureza dos choques...

Na análise económica, é prestada devida atenção à necessidade de identificar a origem e a natureza dos choques que afectam a economia, os seus efeitos sobre os custos e o comportamento de fixação de preços e as perspectivas de curto a médio prazo quanto à sua propagação na economia. Por exemplo, a resposta adequada da política monetária às consequências inflacionistas de uma subida temporária do preço internacional do petróleo poderá ser diferente da reacção adequada a uma inflação mais elevada resultante das implicações, em termos de custos do trabalho, de aumentos salariais não acompanhados por um crescimento equivalente da produtividade. A primeira pode, eventualmente, resultar num aumento transitório e de curta duração da inflação, passível de ser rapidamente invertido. Como tal, se esse choque não conduzir a expectativas de inflação mais elevadas, poderá não constituir uma ameaça significativa para a estabilidade de preços a médio prazo. No caso de aumentos salariais excessivos, existe o perigo de se poder criar uma espiral auto-sustentada de custos e preços mais altos e de reivindicações salariais mais elevadas. Para evitar essa espiral, a melhor resposta poderá ser a tomada de uma medida de política monetária firme com vista a reiterar o compromisso do banco central de manter a estabilidade de preços, ajudando assim a estabilizar as expectativas de inflação.

Para tomar as decisões adequadas, o Conselho do BCE precisa de ter um conhecimento abrangente da situação económica vigente e terá de estar ciente da natureza e magnitude específicas de quaisquer perturbações económicas que ameacem a estabilidade de preços.

## ...e inclui projecções macroeconómicas

No contexto da análise económica, as projecções elaboradas pelos especialistas do Eurosistema desempenham um papel importante. Ajudam a estruturar e a sintetizar uma grande quantidade de dados económicos, assegurando a consistência entre as diferentes fontes de evidência económica. São, portanto, um elemento fundamental no aperfeiçoamento da avaliação das perspectivas económicas e das flutuações de curto a médio prazo da inflação em torno da sua tendência.

## Caixa 5.7 Projeções macroeconómicas para a área do euro

A palavra “projeção” é utilizada para sublinhar que os resultados das projeções publicadas partem de um conjunto de pressupostos técnicos subjacentes, incluindo o pressuposto de que as taxas de juro de curto prazo permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção, o qual foi alterado em 2006, pressupondo-se agora que evoluem em linha com as expectativas do mercado. É nesta base que as previsões são produzidas em muitos bancos centrais para melhor informar os decisores de política monetária sobre o que pode acontecer se as taxas directoras não forem alteradas. Portanto, é natural que a projeção não seja, em geral, o melhor predictor de resultados futuros, particularmente em horizontes um pouco mais longos. De facto, representa um cenário que, na prática, tem pouca probabilidade de se concretizar, dado que a política monetária actuará sempre de forma a fazer face a quaisquer ameaças à estabilidade de preços. Por conseguinte, em circunstância alguma se deve considerar que as projeções macroeconómicas para a inflação elaboradas pelos especialistas do Eurosistema põem em causa o compromisso do Conselho do BCE de manter a estabilidade de preços no médio prazo. Os responsáveis pela fixação dos salários e dos preços (isto é, administrações públicas, empresas e famílias) devem guiar-se pela definição quantitativa de estabilidade de preços do BCE e, em especial, pelo propósito deste último de manter a inflação num nível inferior mas próximo de 2%, como a melhor previsão da evolução dos preços a médio e longo prazo.

Apesar de úteis, as projeções macroeconómicas dos especialistas têm as suas limitações. Primeiro, a projeção final depende, em larga medida, do enquadramento conceptual subjacente e das técnicas empregues. Qualquer enquadramento deste tipo constitui uma simplificação da realidade, podendo ocasionalmente negligenciar aspectos fundamentais importantes para a política monetária. Segundo, as projeções económicas podem apenas fazer uma descrição sintética da economia, não incorporando, assim, toda a informação relevante. Em particular, informação importante, como a contida nos agregados monetários, não é facilmente integrada no enquadramento utilizado para produzir as projeções, ou a informação pode mudar depois de as projeções estarem finalizadas. Terceiro, nas projeções estão inevitavelmente incorporadas opiniões dos especialistas, podendo haver bons motivos para não se concordar com algumas delas. Quarto, as projeções baseiam-se sempre em pressupostos específicos – tais como os relativos aos preços do petróleo ou às taxas de câmbio – que podem mudar rapidamente, fazendo com que as projeções passem a estar desatualizadas.

Por todas estas razões, as projeções macroeconómicas elaboradas pelos especialistas desempenham um papel importante, mas não dominante, na estratégia de política monetária do BCE. O Conselho do BCE avalia-as juntamente com muitas outras informações e formas de análise estruturadas em conformidade com o enquadramento de dois pilares, incluindo nomeadamente a análise monetária e as análises dos preços financeiros e de indicadores individuais, bem como as previsões de outras instituições. O Conselho do BCE não assume a responsabilidade pelas projeções, nem utiliza as projeções dos especialistas como a única ferramenta para organizar e comunicar a sua avaliação.

### A moeda fornece uma âncora nominal

O BCE destaca a moeda de entre uma selecção de indicadores-chave que acompanha e analisa cuidadosamente. Esta decisão foi tomada em reconhecimento do facto de o crescimento monetário e a inflação estarem estreitamente relacionados no médio a longo prazo (ver também a secção 4.5). Esta relação generalizadamente aceite proporciona à política monetária uma âncora nominal firme e fiável para além dos horizontes convencionalmente adoptados para a elaboração de previsões sobre a inflação. Por conseguinte, a atribuição de um papel proeminente à moeda no âmbito da estratégia constituiu também um instrumento que reforça a orientação a médio prazo. De facto, tomar decisões de política monetária e avaliar as suas consequências – com base não só em indicações de curto prazo resultantes da análise das condições económicas e financeiras, mas também em considerações relativas à moeda e à liquidez – permite a um banco central ver mais além do impacto transitório dos vários choques e não ser tentado a optar por uma via excessivamente activista.

#### Caixa 5.8 Agregados monetários

Dado que muitos activos financeiros diferentes são substitutos próximos e que a natureza e as características dos activos financeiros, das transacções e dos meios de pagamento variam com o tempo, nem sempre é clara a forma como a moeda deve ser definida e que activos financeiros pertencem a que definição de moeda. Os bancos centrais normalmente definem e acompanham vários agregados monetários.

As definições do BCE dos agregados monetários da área do euro baseiam-se em definições harmonizadas do sector emitente de moeda e do sector detentor de moeda, bem como das categorias de responsabilidades das instituições financeiras monetárias (IFM). O sector emitente de moeda engloba as IFM residentes na área do euro. O sector detentor de moeda inclui o sector não monetário residente na área do euro, excluindo o sector da administração central.

Com base em considerações conceptuais e estudos empíricos, e em linha com a prática internacional, o Eurosistema definiu um agregado monetário estreito (M1), um “intermédio” (M2) e um largo (M3). Estes agregados diferem relativamente ao grau de liquidez dos activos que incluem.

O M1 inclui moeda, ou seja, notas de banco e moedas metálicas, assim como saldos que podem ser imediatamente convertidos em moeda ou utilizados para pagamentos escriturais, tais como depósitos à ordem.

O M2 engloba o M1 e ainda depósitos com prazo acordado até dois anos ou reembolsáveis com pré-aviso até três meses. Estes depósitos podem ser convertidos em componentes do agregado monetário estreito, podendo aplicar-se, no entanto, algumas restrições, tais como a necessidade de notificação antecipada, sanções e comissões.

O M3 engloba o M2 e certos instrumentos negociáveis emitidos pelo sector das IFM residentes na área do euro. Estes instrumentos negociáveis são acordos de recompra, acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos de



dívida com prazo até dois anos (incluindo títulos do mercado monetário). Um elevado grau de liquidez e certeza quanto ao preço fazem destes instrumentos substitutos próximos dos depósitos. Como resultado da inclusão destes instrumentos, o agregado monetário largo é menos afectado por substituições entre diversas categorias de activos líquidos do que os agregados mais estreitos, sendo assim mais estável.

As detenções por residentes na área do euro de activos líquidos denominados em moedas estrangeiras podem ser substitutos próximos de activos denominados em euros. Por conseguinte, os agregados monetários incluem estes activos se forem detidos por IFM localizadas na área do euro.

## O valor de referência para o crescimento monetário

Para sinalizar o seu compromisso de análise monetária e fornecer um referencial para a avaliação da evolução monetária, o BCE anunciou um valor de referência para o agregado monetário largo M3 (ver a caixa 5.9).

Esse valor de referência (fixado em 4½% em 1998) diz respeito à taxa anual do crescimento do M3 considerada compatível com a estabilidade de preços no médio prazo. O valor de referência representa, por conseguinte, um referencial para a análise da informação fornecida pela evolução monetária na área do euro. Contudo, devido à natureza de médio e longo prazo da perspectiva monetária, não existe qualquer ligação directa entre a evolução monetária a curto prazo e as decisões de política monetária. Por conseguinte, a política monetária não reage mecanicamente a desvios do crescimento do M3 em relação ao valor de referência.

### Caixa 5.9 O valor de referência do BCE para o crescimento monetário

O papel proeminente atribuído à moeda na estratégia do BCE é sinalizado pelo anúncio de um valor de referência para o crescimento do agregado monetário largo M3. A escolha do M3 baseia-se na evidência, corroborada por vários estudos empíricos, de que este agregado possui as propriedades desejadas de uma procura estável de moeda e de indicador avançado da evolução futura dos preços na área do euro. O valor de referência para o crescimento do M3 foi calculado de forma a ser consistente com a concretização da estabilidade de preços. Desvios substanciais ou prolongados do crescimento monetário em relação ao valor de referência sinalizariam, em circunstâncias normais, riscos para a estabilidade de preços a médio prazo.

O cálculo do valor de referência tem por base a relação entre (as variações do) crescimento monetário ( $\Delta M$ ), inflação ( $\Delta P$ ), crescimento real do PIB ( $\Delta YR$ )

e velocidade ( $\Delta V$ ). De acordo com esta identidade, geralmente designada por “equação quantitativa”, a variação do *stock* de moeda de uma economia é igual à variação das transacções nominais (aproximada pela variação do PIB real mais a variação da inflação) menos a variação da velocidade (ver também a caixa 4.3). Esta última variável pode ser definida como a velocidade à qual a moeda é transferida entre diferentes detentores de moeda, determinando, assim, a quantidade de moeda necessária para servir um determinado nível de transacções nominais.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

O valor de referência incorpora a definição de estabilidade de preços como um aumento do IHPC para a área do euro inferior a 2 % por ano. Além disso, o cálculo do valor de referência tem por base pressupostos de médio prazo relativamente ao crescimento do produto potencial e à tendência da velocidade de circulação do M3. Em 1998, partiu-se de um pressuposto de 2–2½ % por ano para a tendência de médio prazo do crescimento real do PIB potencial da área do euro, reflectindo estimativas de organizações internacionais e do BCE. Foram empregues diversas abordagens para o cálculo do pressuposto para a velocidade de circulação, tendo em consideração tendências simples (univariadas), bem como informação disponibilizada por modelos de procura de moeda mais complexos. No conjunto, os resultados destas abordagens apontaram para uma redução da velocidade do M3 no intervalo de ½–1 % por ano. Com base nestes pressupostos, o valor de referência do BCE foi fixado em 4½ % por ano pelo Conselho do BCE em Dezembro de 1998, não tendo sido alterado desde então. O Conselho do BCE acompanha a validade das condições e pressupostos subjacentes ao valor de referência e comunica quaisquer alterações a esses pressupostos, logo que se torna necessário.

## Análise de factores especiais

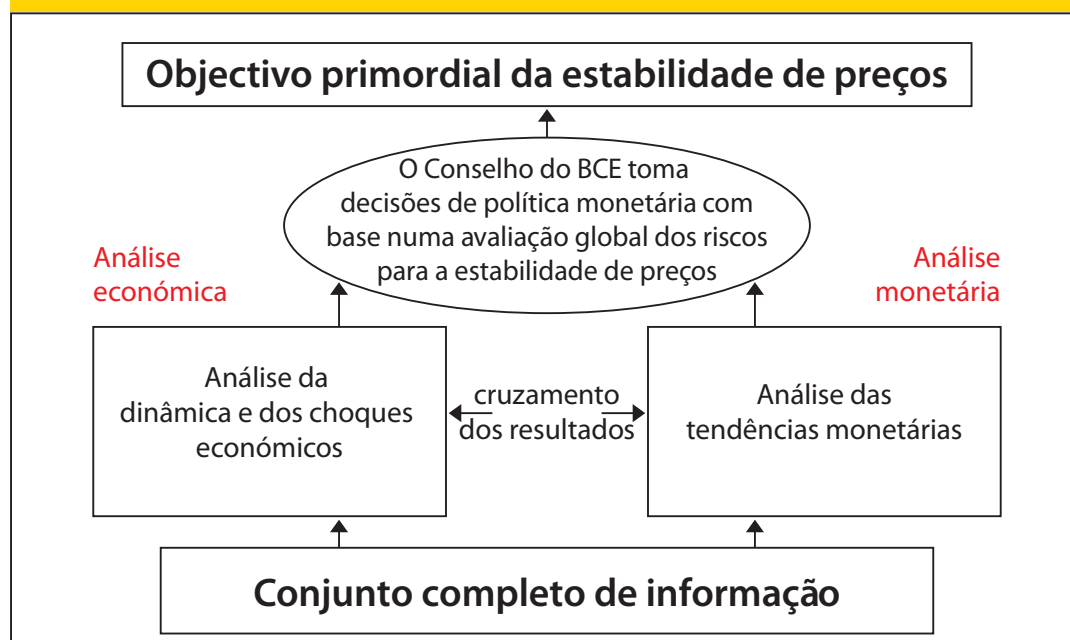
Uma das razões subjacentes é que, por vezes, a evolução monetária pode também ser influenciada por factores “especiais” causados por alterações institucionais, tais como modificações do tratamento fiscal das receitas provenientes de juros ou das mais-valias. Estes factores especiais podem dar origem a variações nas detenções de moeda, dado que haverá reacções por parte das empresas e das famílias a alterações na atractividade dos depósitos bancários incluídos na definição do agregado monetário M3 face a instrumentos financeiros alternativos. No entanto, a evolução monetária originada por estes factores especiais pode não ser muito informativa quanto à evolução dos preços a mais longo prazo. Consequentemente, a análise monetária efectuada pelo BCE procura centrar-se nas tendências monetárias subjacentes, ao incluir uma avaliação pormenorizada de factores especiais e outros choques que influenciem a procura de moeda.

## Cruzamento da informação fornecida pelos dois pilares

No que diz respeito às decisões do Conselho do BCE sobre a orientação adequada da política monetária, a abordagem de dois pilares permite o cruzamento dos resultados da análise económica a mais curto prazo com os da análise monetária orientada a mais

longo prazo. Como já explicado em pormenor, o cruzamento dos resultados assegura que a política monetária não ignore informação pertinente para a avaliação de tendências futuras dos preços. São exploradas todas as complementaridades entre os dois pilares, já que esta é a melhor maneira de assegurar que toda a informação relevante para a avaliação das perspectivas para a evolução dos preços seja utilizada de forma coerente e eficiente, facilitando quer o processo de tomada de decisões, quer a comunicação destas últimas (ver o gráfico abaixo). Esta abordagem reduz o risco de um erro de política causado pela confiança excessiva num único indicador, previsão ou modelo. Ao seguir uma abordagem diversificada na interpretação das condições económicas, a estratégia do BCE visa a adopção de uma política monetária firme numa conjuntura incerta.

### Gráfico: A estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade



Fonte: Banco Central Europeu (2004), A Política Monetária do BCE, p. 66.

## Transparência e responsabilização

### Requisitos de prestação de informação impostos pelo Tratado

Para manter a credibilidade, um banco central independente deve ser aberto e claro quanto às razões subjacentes às suas acções. Deve também ser responsável perante as instituições democráticas. Sem prejuízo da sua independência, o Tratado que institui a Comunidade Europeia impõe ao BCE obrigações precisas de prestação de informação.

O BCE é obrigado a elaborar um relatório anual sobre as suas actividades e a política monetária do ano anterior e corrente e apresentá-lo ao Parlamento Europeu, ao Conselho da UE, à Comissão Europeia e ao Conselho Europeu. O Parlamento Europeu pode então proceder a um debate geral do relatório anual do BCE. O Presidente do BCE e os outros membros da Comissão Executiva podem, a pedido do Parlamento Europeu ou por iniciativa própria, ser ouvidos pelas comissões competentes do Parlamento Europeu. Essas audiências têm normalmente lugar todos os trimestres.

Além disso, o BCE tem de publicar relatórios sobre as actividades do SEBC, pelo menos, todos os trimestres. Por último, tem de publicar um comunicado sobre a situação financeira semanal consolidada do Eurosistema, que reflecta as operações monetárias e financeiras do Eurosistema durante a semana precedente.

## Actividades de comunicação do BCE

Na realidade, o BCE comprometeu-se a ir além dos requisitos de prestação de informação previstos no Tratado. Um exemplo deste compromisso é o facto de o Presidente do BCE explicar as razões subjacentes às decisões do Conselho do BCE numa conferência de imprensa realizada imediatamente a seguir à primeira reunião mensal desse órgão. São publicados mais pormenores relativos às conclusões do Conselho do BCE sobre a situação económica e as perspectivas para a estabilidade de preços no Boletim Mensal do BCE <sup>12</sup>.

## Relações com organismos da UE

Um membro da Comissão Europeia tem o direito de participar nas reuniões do Conselho do BCE e do Conselho Geral, mas não tem direito de voto. Regra geral, a Comissão é representada pelo comissário responsável pelos assuntos económicos e financeiros.

A relação existente entre o BCE e o Conselho da UE é recíproca. Por um lado, o Presidente do Conselho da UE é convidado a participar nas reuniões do Conselho do BCE e do Conselho Geral. Pode submeter moções à deliberação do Conselho do BCE, mas não tem direito de voto. Por outro lado, o Presidente do BCE é convidado a participar nas reuniões do Conselho da UE, quando este discute matérias relacionadas com os objectivos e as atribuições do SEBC. Para além das reuniões oficiais e informais do Conselho ECOFIN (que reúne o ministros das Finanças e dos Assuntos Económicos da UE), o Presidente do BCE participa igualmente nas reuniões do Eurogrupo (reuniões dos ministros das Finanças e dos Assuntos Económicos dos países da área do euro). O BCE está também representado no Comité Económico e Financeiro, um órgão consultivo comunitário que se debruça sobre uma ampla variedade de questões de política económica a nível da UE.



O BCE comprometeu-se a ir além dos requisitos de prestação de informação previstos no Tratado.

<sup>12</sup> As publicações do BCE são disponibilizadas gratuitamente quando solicitadas e podem ser consultadas no sítio do BCE na Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), que também fornece ligações aos sítios dos bancos centrais nacionais da UE.

## 5.4 Panorâmica do quadro operacional do Eurosistema

### Quadro operacional

Como já mencionado, o Conselho do BCE decide sobre o nível das taxas de juro directoras do BCE. Para que essas taxas de juro tenham efeitos junto das empresas e dos consumidores, o BCE depende da intermediação do sistema bancário. Quando o BCE altera as condições a que pede ou cede liquidez aos bancos, as condições impostas pelos bancos aos seus clientes (empresas e particulares) eventualmente também se alteram. O conjunto de instrumentos e procedimentos utilizados pelo Eurosistema nas transacções com o sistema bancário, iniciando desse modo o processo através do qual as variações nas referidas condições (ou seja, nas taxas directoras) são transmitidas às famílias e empresas, é designado de “quadro operacional”.

### Principais categorias de instrumentos

Em termos gerais, o sistema bancário da área do euro – devido, por um lado, à sua necessidade de notas e, por outro, ao facto de o BCE exigir que mantenha um mínimo de reservas em contas junto dos BCN – precisa de liquidez e de refinanciamento por parte do Eurosistema. Neste contexto, o Eurosistema actua como fornecedor de liquidez e – através do seu quadro operacional – ajuda os bancos a satisfazerem as suas necessidades de liquidez de forma regular e bem organizada.

O quadro operacional do Eurosistema compreende três elementos fundamentais. Primeiro, o BCE gere as condições das reservas do mercado monetário e orienta as taxas de juro do mercado ao fornecer, através de *operações de mercado aberto*, reservas aos bancos para estes satisfazerem as suas necessidades de liquidez. Segundo, duas *facilidades permanentes*, a facilidade permanente de cedência de liquidez e a facilidade permanente de depósito, são disponibilizadas aos bancos a fim de possibilitar empréstimos ou depósitos pelo prazo *overnight* em circunstâncias excepcionais. Estas facilidades estão ao dispor dos bancos como e quando eles desejam, se bem que a cedência de empréstimos ao abrigo da facilidade permanente de cedência de liquidez esteja sujeita à apresentação de activos de garantia elegíveis. Terceiro, as *reservas mínimas* obrigatórias aumentam as necessidades de liquidez dos bancos e, além disso, dado poder ser aplicada uma média de um período de um mês, podem também servir para atenuar choques temporários de liquidez no mercado monetário, reduzindo desse modo a volatilidade das taxas de juro de curto prazo.

### Operações de mercado aberto

As operações de mercado aberto – o primeiro elemento do quadro operacional – são conduzidas de modo descentralizado. Embora o BCE coordene as operações, as transacções são levadas a cabo pelos BCN. A operação principal de refinanciamento semanal é um elemento-chave da implementação da política monetária do BCE. A taxa de juro oficial aplicável a essas operações sinaliza a orientação da política monetária do Conselho do BCE. As operações de refinanciamento de prazo alargado são também operações de cedência de liquidez, mas têm uma frequência mensal e um prazo de três meses. As operações ocasionais de regularização são realizadas numa base *ad hoc* para regularizar os efeitos, sobre as taxas de juro, de flutuações inesperadas de liquidez ou de acontecimentos extraordinários.

Quando o BCE altera as condições para os bancos, as condições que estes estabelecem para as empresas e particulares eventualmente também se alteram.





Os critérios de elegibilidade das contrapartes aplicáveis nas operações do Eurosistema são muito abrangentes: em princípio, todas as instituições de crédito localizadas na área do euro são potencialmente elegíveis. Qualquer banco pode optar por se tornar uma contraparte se cumprir os requisitos de reservas mínimas do Eurosistema, se tiver uma situação financeira sólida e se satisfizer determinados critérios operacionais, que lhe permitam transaccionar com o Eurosistema. Tanto os critérios abrangentes de elegibilidade das contrapartes como as operações descentralizadas são formulados de modo a garantirem a igualdade de condições a todas as instituições no conjunto da área do euro – permitindo-lhes participar nas operações realizadas pelo Eurosistema – e contribuem para a integração do mercado monetário primário.

As operações de mercado aberto do Eurosistema são conduzidas como acordos de recompra ou empréstimos garantidos. Em ambos os casos, empréstimos de curto prazo são concedidos pelo Eurosistema mediante a apresentação de suficientes garantias. Os activos de garantia elegíveis são extremamente variados, incluindo títulos de dívida do sector público e privado, para assegurar uma base de garantias abundante às contrapartes de todos os países da área do euro. Além disso, os activos elegíveis podem ser utilizados além-fronteiras. As operações de mercado aberto do Eurosistema são organizadas sob a forma de leilões para garantir uma distribuição transparente e eficiente de liquidez no mercado primário.

Uma característica fundamental do quadro operacional é o facto de assentar na auto-regulação do mercado, onde a presença do banco central é pouco frequente. As intervenções do banco central no mercado monetário limitam-se geralmente às operações principais de refinanciamento, que têm lugar uma vez por semana, e às operações de refinanciamento de prazo alargado, de menor montante, que têm lugar uma vez por mês. As operações ocasionais de regularização foram muito raras nos primeiros anos do BCE.

## As facilidades permanentes e as reservas mínimas obrigatórias

Os dois principais instrumentos que complementam as operações de mercado aberto – as facilidades permanentes e as reservas mínimas obrigatórias – são aplicados sobretudo para conter a volatilidade das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário.

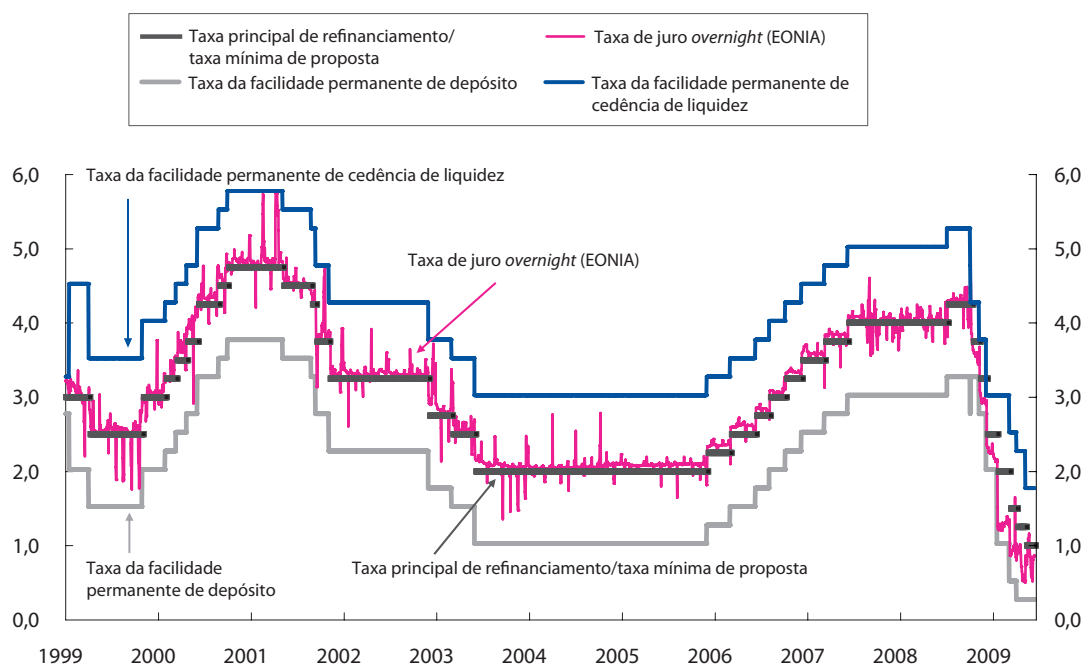
As taxas aplicáveis às facilidades permanentes são normalmente muito menos atractivas do que as taxas do mercado interbancário (+/- um ponto percentual de diferença em relação à taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento). Tal constitui um incentivo importante para os bancos recorrerem ao mercado e apenas utilizarem as facilidades permanentes quando se tiverem esgotado todas as outras alternativas oferecidas pelo mercado. Dado que os bancos têm sempre acesso às facilidades permanentes, as taxas das duas facilidades fornecem um limite máximo e mínimo, por arbitragem do mercado, para a taxa de juro *overnight* do mercado (a designada “taxa EONIA”). Por conseguinte, as duas taxas determinam a margem de flutuação da EONIA. Neste contexto, a amplitude dessa margem deve encorajar o recurso ao mercado, o que adiciona uma estrutura importante ao mercado monetário que limita a volatilidade das taxas de muito curto prazo do mercado (ver o gráfico a seguir).

As reservas mínimas de um banco são determinadas como sendo uma fracção da sua base de incidência, que corresponde a um conjunto de responsabilidades do seu balanço (depósitos, títulos de dívida e títulos do mercado monetário com um prazo de maturidade inferior a dois anos).



Uma característica importante do quadro operacional é o facto de assentar na auto-regulação do mercado, onde a presença do banco central é pouco frequente.

## Gráfico: As taxas de juro do BCE e as taxas do mercado monetário



O sistema de reservas obrigatórias especifica o valor mínimo dos depósitos à ordem dos bancos junto do seu BCN. O cumprimento é determinado com base na média dos saldos diários ao longo de um período de cerca de um mês (o chamado “período de manutenção”). O mecanismo de cláusulas de média proporciona flexibilidade intertemporal aos bancos em termos da gestão das reservas ao longo do período de manutenção. Não é necessário cobrir imediatamente desequilíbrios de liquidez temporários e, consequentemente, é possível regularizar alguma da volatilidade das taxas de juro *overnight*. Se, por exemplo, a taxa *overnight* for mais elevada do que a taxa esperada mais tarde no período de manutenção de reservas, os bancos podem obter lucros com a concessão de empréstimos no mercado e com o adiamento do cumprimento das reservas mínimas para mais tarde dentro do mesmo período (“substituição intertemporal”). Este ajustamento da procura diária de reservas ajuda a estabilizar as taxas de juro.

As reservas mínimas são remuneradas à taxa média de leilão das operações principais de refinanciamento ao longo do período de manutenção. Essa taxa é praticamente idêntica à taxa média do mercado interbancário para a mesma maturidade. As reservas detidas nas contas à ordem dos bancos que ultrapassem os requisitos mensais não são remuneradas, o que encoraja os bancos a gerirem activamente as suas reservas no mercado. Ao mesmo tempo, a remuneração das reservas mínimas obrigatórias evita que as mesmas se tornem numa sobrecarga para os bancos ou que prejudiquem a afectação eficiente dos recursos financeiros.

As reservas mínimas servem para atenuar os choques de liquidez. As flutuações das reservas em torno do nível exigido absorvem os choques de liquidez, afectando muito pouco as taxas de juro do mercado. Assim, a necessidade de intervenções de carácter extraordinário pelo banco central no mercado monetário destinadas a estabilizar as taxas de juro é muito reduzida.

**Área do euro**

Área constituída pelos Estados-Membros da União Europeia que adoptaram o euro como moeda única.

**Banco Central Europeu (BCE)**

Criado em 1 de Junho de 1998 e localizado em Frankfurt am Main (na Alemanha), constitui o núcleo do Eurosistema.

**Base monetária**

Na área do euro, consiste em moeda (notas de banco e moedas metálicas) em circulação, reservas detidas pelas contrapartes junto do Eurosistema e os fundos depositados no âmbito da facilidade permanente de depósito do Eurosistema. Estas rubricas correspondem a responsabilidades do balanço do Eurosistema. As reservas podem ser ainda desagregadas em reservas mínimas e excedentárias. No sistema de reservas mínimas do Eurosistema, as contrapartes são obrigadas a deter reservas nos bancos centrais nacionais. Para além destas reservas mínimas, as instituições de crédito detêm, geralmente, apenas uma quantidade reduzida de reservas excedentárias (voluntárias) no Eurosistema.

**Comissão Executiva**

Um dos órgãos de decisão do BCE. É composta pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e por quatro outros membros, nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos Estados-Membros que adoptaram o euro.

**Conselho do BCE**

O órgão de decisão supremo do BCE. É composto por todos os membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos bancos centrais nacionais dos países que adoptaram o euro.

**Conselho Geral**

Um dos órgãos de decisão do BCE. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores de todos os bancos centrais nacionais da União Europeia.

**Deflação**

Decréscimo sustentado do nível geral de preços, por exemplo, do índice de preços no consumidor, durante um período prolongado.

**Estabilidade de preços**

A manutenção da estabilidade de preços é o objectivo primordial do Eurosistema. O Conselho do BCE definiu a estabilidade de preços como um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor para a área do euro inferior a 2%. Além disso, clarificou que, nos termos dessa definição, visa manter a taxa de inflação anual num nível inferior mas próximo de 2% no médio prazo.

**Estratégia de política monetária**

Abordagem geral à condução da política monetária. As principais características da estratégia de política monetária do BCE são a definição quantitativa do objectivo primordial da estabilidade de preços e um enquadramento analítico com base em dois pilares – a análise económica e a análise monetária. Além disso, inclui princípios gerais para a condução da política monetária, como, por exemplo, a orientação a médio prazo. A estratégia constitui a base da avaliação global dos riscos para a estabilidade de preços



e das decisões de política monetária do Conselho do BCE. Determina igualmente o quadro segundo o qual as decisões de política monetária são explicadas ao público.

**Eurosistema**

O BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros que já adoptaram o euro.

**Índices de Preços no Consumidor**

É compilado uma vez por mês com base no que se designa “um cabaz de compras”. Para a área do euro é utilizado o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), cuja metodologia estatística foi harmonizada nos vários países.

**Inflação**

Aumento do nível geral de preços, por exemplo, do índice de preços no consumidor, durante um período prolongado.

**Mecanismo de transmissão da política monetária**

Trata-se do processo através do qual as decisões de política monetária afectam a economia em geral e o nível de preços em particular.

**Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)**

O BCE e os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da União Europeia, independentemente de terem ou não adoptado o euro.

**Taxa de juro**

Percentagem de dinheiro que se recebe a mais quando se empresta dinheiro a alguém (ou quando se deposita dinheiro num banco) ou percentagem de dinheiro que se paga (para além do montante do empréstimo) quando se pede dinheiro emprestado.

**Troca directa**

Troca mútua de bens e serviços por outros bens e serviços sem a utilização de dinheiro como meio de troca. Exige geralmente uma necessidade mútua do que se pretende transaccionar.



## O impacto da inflação – alguns exemplos quantitativos

A tabela da inflação abaixo ilustra, em termos quantitativos, como o preço de um bem que, actualmente, custa 10 euros varia com o tempo.

A fórmula a utilizar nos cálculos é:

$$\text{Preço ao fim de } n \text{ anos} = € 10 (1 + \pi)^n$$

em que  $\pi$  e  $n$  denotam, respectivamente, a taxa de inflação pressuposta (em decimais) e o número de anos.

Se, por exemplo, a taxa de inflação pressuposta é 30% e o número de anos 10 (ver a célula inferior direita no quadro abaixo), o preço é calculado como se segue:

$$\text{Preço ao fim de 10 anos} = € 10 \times (1+0,30)^{10} = € 137,86$$

### Tabela de inflação

O impacto da inflação sobre o preço de dois CD-singles que, actualmente, custam 10 euros ( $n$  anos mais tarde)

Taxa de inflação anual:	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Preços estáveis		Conjuntura inflacionista		
1 ano mais tarde	10,10	10,20	10,50	11,00	13,00
2 anos mais tarde	10,20	10,40	11,03	12,10	16,90
3 anos mais tarde	10,30	10,61	11,58	13,31	21,97
4 anos mais tarde	10,41	10,82	12,16	14,64	28,56
5 anos mais tarde	10,51	11,04	12,76	16,11	37,13
6 anos mais tarde	10,62	11,26	13,40	17,72	48,27
7 anos mais tarde	10,72	11,49	14,07	19,49	62,75
8 anos mais tarde	10,83	11,72	14,77	21,44	81,57
9 anos mais tarde	10,94	11,95	15,51	23,58	106,04
10 anos mais tarde	11,05	12,19	16,29	25,94	137,86



O impacto da inflação sobre o poder de compra da moeda (ano-base = 100,  $n$  anos mais tarde, a determinada taxa de inflação, em percentagem)

Taxa de inflação anual:	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Preços estáveis		Conjuntura inflacionista		
1 ano mais tarde	99,0	98,0	95,2	90,9	76,9
2 anos mais tarde	98,0	96,1	90,7	82,6	59,2
3 anos mais tarde	97,1	94,2	86,4	75,1	45,5
4 anos mais tarde	96,1	92,4	82,3	68,3	35,0
5 anos mais tarde	95,1	90,6	78,4	62,1	26,9
6 anos mais tarde	94,2	88,8	74,6	56,4	20,7
7 anos mais tarde	93,3	87,1	71,1	51,3	15,9
8 anos mais tarde	92,3	85,3	67,7	46,7	12,3
9 anos mais tarde	91,4	83,7	64,5	42,4	9,4
10 anos mais tarde	90,5	82,0	61,4	38,6	7,3

### Exercícios

#### Exercícios relativos ao capítulo 2:

1. Quais são as funções básicas da moeda?
2. Que formas gerais de moeda conhece?

#### Soluções dos exercícios relativos ao capítulo 2:

1. A moeda funciona como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.
2. As formas gerais de moeda são: a moeda-mercadoria, a moeda metálica, o papel-moeda, os depósitos líquidos (responsabilidades bancárias), os títulos de curto prazo líquidos e a moeda electrónica.

#### Exercícios relativos ao capítulo 3:

1. Como definiria o termo “inflação”? Qual é a relação entre a inflação e o poder de compra da moeda?
2. O que significa “deflação”?
3. Como se pode medir a inflação?
4. Suponha-se, por uma questão de simplicidade, que um cabaz de compras representativo é composto por 50 sandes e dois pares de sapatilhas. Em 2003, o preço de uma sandes é €1 e o de um par de sapatilhas €80. Em 2004, o preço de uma sandes é €1,20 e o de um par de sapatilhas €85. Quanto é que o custo deste cabaz de compras aumentou?
5. Ilustre os problemas associados à medição da variação global dos preços através de um exemplo.
6. Refira alguns dos benefícios de uma estabilidade de preços sustentada.

#### Soluções dos exercícios relativos ao capítulo 3:

1. Basicamente, a inflação define-se como sendo um aumento geral, ou abrangente, dos preços dos bens e dos serviços ao longo de um período de tempo prolongado que resulta num decréscimo do valor da moeda e, consequentemente, do seu poder de compra.
2. A deflação é frequentemente definida como sendo o oposto da inflação, mais especificamente, uma situação em que o nível geral de preços desce ao longo de um período prolongado.



A inflação é geralmente medida pela variação do índice de preços no consumidor.



As variações da qualidade são bastante comuns em períodos de tempo prolongados.

3. A inflação é geralmente medida pela variação do índice de preços no consumidor. Para o efeito, os padrões de compra dos consumidores são analisados com vista a determinar quais são os bens e serviços adquiridos que, de certo modo, podem ser considerados representativos em relação aos consumidores de uma economia. A elaboração desta “lista de compras” e a ponderação do peso de cada uma das suas componentes segundo a sua importância em termos da despesa dos consumidores resulta no que se designa como um “cabaz de compras”. Todos os meses, um grupo de “auditores de preços” visita vários estabelecimentos e verifica os preços dos elementos desse cabaz. Em seguida, os custos do cabaz são comparados ao longo do tempo, sendo determinada então a série do índice de preços. A taxa de inflação anual pode ser calculada apresentando a variação nos custos do cabaz de compras actual como uma percentagem dos custos, no ano anterior, de um cabaz de compras idêntico.
4. Em 2003:  $(50 \times 1,00) + (2 \times 80) = € 210$ . Em 2004:  $(50 \times 1,20) + (2 \times 85,00) = € 230$ . Em termos absolutos, o custo do cabaz de compras aumentou € 20. Em termos relativos, aumentou  $((230 - 210)/210) \times 100 =$  cerca de 9,5 %.
5. Por exemplo, variações da qualidade são por vezes difíceis de incorporar no IPC. Se a qualidade de um produto aumenta com o tempo e o preço também sobe, parte da alteração do preço deve-se à melhoria da qualidade. Aumentos de preços resultantes de alterações na qualidade não podem ser considerados como geradores de inflação, uma vez que não reduzem o poder de compra da moeda. Por essa razão, os institutos de estatística procuram levar em conta as variações de qualidade. Se, por exemplo, o aumento de preços medido é cerca de 3 %, mas estima-se que o aumento de preços devido a alterações na qualidade é cerca de 2 %, então este valor será deduzido do aumento geral de preços e o resultado é um aumento geral de preços “corrigido” igual a, aproximadamente, 1 %. As variações da qualidade são bastante comuns em períodos de tempo prolongados.
6. A estabilidade de preços contribui para um aumento dos níveis de vida ao ajudar a reduzir a incerteza quanto à evolução geral dos preços, que, por seu lado, melhora a transparência dos preços relativos ao reduzir os prémios de risco de inflação das taxas de juro, ao tornar desnecessárias actividades de cobertura de risco, ao reduzir as distorções dos sistemas fiscais e de segurança social, ao aumentar os benefícios de deter numerário e ao evitar a distribuição arbitrária da riqueza e dos rendimentos. Por outras palavras, ao manterem a estabilidade de preços, os bancos centrais contribuem para a concretização de objectivos económicos mais amplos.

#### Exercícios relativos ao capítulo 4:

1. O que significa a expressão “mecanismo de transmissão” em termos de política monetária?
2. Como podem os bancos centrais influenciar as taxas de juro?
3. O que é a taxa de juro real? Qual é a diferença entre a taxa de juro real *ex ante* e a taxa de juro real *ex post*?
4. Supondo que um investidor adquira uma obrigação com um prazo de maturidade de 10 anos e um cupão fixo nominal de 4 %, e que espera uma inflação média de 1,8 % ao longo dos próximos 10 anos, qual é o rendimento real *ex ante* (ou esperado) do seu investimento?

5. Qual seria o rendimento real *ex post* se, depois de o investidor ter comprado a obrigação, as autoridades decidissem aplicar uma política inflacionista, gerando uma inflação média de 5 % ao longo do prazo de maturidade da obrigação?
6. Qual seria o rendimento real *ex ante* e *ex post* depois de deduzidos os impostos, se os rendimentos nominais estivessem sujeitos a uma taxa de imposto de 25 %?
7. Quais são os efeitos de alterações nas taxas de juro sobre a despesa das famílias e das empresas? Quanto tempo duram esses efeitos?
8. Quais são os factores que determinam a inflação no curto prazo?
9. Quais são os factores que determinam a inflação a mais longo prazo?

#### Soluções dos exercícios relativos ao capítulo 4:

1. O processo através do qual as medidas do banco central são “transmitidas” à economia e, em última instância, aos preços é geralmente descrito como o “mecanismo de transmissão”.
2. Dado que o banco central é a única instituição que pode emitir notas (e reservas bancárias) ou, por outras palavras, é o único fornecedor da base monetária, pode determinar as taxas de juro nominais dos empréstimos de curto prazo que concede aos bancos. As taxas de juro em vigor e esperadas que os bancos têm de pagar aos bancos centrais, por seu lado, influenciam uma variedade de outras taxas de juro bancárias e de mercado.
3. Os economistas designam a taxa de juro que um banco paga (ou que uma obrigação normal rende) como a “taxa de juro *nominal*”. A taxa de juro real é definida como sendo o aumento do poder de compra resultante do rendimento global de um investimento ou, por outras palavras, a diferença entre a taxa de juro nominal e a taxa de inflação.  
Quanto a este aspecto, é importante distinguir entre dois conceitos da taxa de juro real: a taxa de juro real que o mutuário e o mutuante esperam aquando do empréstimo, a designada “taxa de juro real *ex ante*”, e a taxa de juro real efectivamente observada, designada “taxa de juro real *ex post*”.
4. O rendimento médio real *ex ante* esperado seria aproximadamente  $4,0\% - 1,8\% = 2,2\%$  ou  $((1,04/1,018)-1) \times 100 = 2,2\%$ .
5. Segundo estes pressupostos, o rendimento real *ex post* passaria a ser aproximadamente  $4,0\% - 5,0\% = -1,0\%$ . Por outras palavras: o rendimento *ex post* seria negativo.
6. Uma taxa de imposto sobre os rendimentos de 25% alteraria o rendimento real *ex ante* (depois dos impostos) para  $4,0 - 1,0\% - 1,8\% = 1,2\%$ . Com uma política inflacionista, o rendimento real *ex post* (depois dos impostos) passaria a ser  $4,0\% - 1,0\% - 5,0\% = -2,0\%$ .
7. Na perspectiva de uma família específica, uma taxa de juro real mais elevada torna a poupança mais atractiva, uma vez que o rendimento em termos de consumo futuro é mais elevado. Assim, taxas de juro reais mais elevadas reduzem, normalmente, o consumo corrente e aumentam a poupança. Na perspectiva de uma empresa específica, uma taxa de juro real mais elevada irá, com tudo o resto constante, desencorajar o investimento, visto que serão menos os projectos de investimento disponíveis com um rendimento suficiente para cobrir os custos mais elevados do capital.



**Taxas de juro reais mais elevadas reduzem, normalmente, o consumo corrente e aumentam a poupança.**

É importante compreender que existem desfasamentos temporais no processo. Poderá, facilmente, levar meses até que um novo plano de investimento das empresas passe a ser aplicado; investimentos envolvendo a construção de novas fábricas ou a encomenda de equipamento especial chegam mesmo a levar anos. O investimento residencial também demora algum tempo a reagir a alterações nas taxas de juro. Além disso, muitos consumidores podem não modificar imediatamente os seus planos de consumo. Resumindo, taxas de juro mais elevadas terão tendência a reduzir as despesas correntes das empresas e das famílias, mas os efeitos poderão demorar algum tempo a manifestar-se.

8. O nível de preços no curto prazo pode ser influenciado por uma variedade de factores e choques, como, por exemplo, a evolução da procura agregada e das suas diferentes componentes, incluindo a evolução da política orçamental. Outras variações poderão estar relacionadas com alterações nos preços dos factores de produção, nos custos e na produtividade, bem como na taxa de câmbio e na economia mundial. Todos estes factores podem afectar a actividade real e os preços no curto prazo.
9. No longo prazo, um aumento sustentado do nível geral de preços pode apenas ser gerado por uma política monetária expansionista contínua e sustentada. Este ponto é frequentemente reforçado pela afirmação de que “a inflação é sempre, e em qualquer lugar, um fenómeno monetário”.

#### Exercícios relativos ao capítulo 5:

1. Visite o sítio do BCE na Internet e procure o nome do Presidente do BCE.
2. Visite o sítio do seu banco central nacional e procure o nome do respectivo governador.
3. Quem faz parte do Conselho do BCE? Quais são as principais funções deste órgão?
4. Quem faz parte da Comissão Executiva do BCE? Quais são as principais funções deste órgão?
5. Quem faz parte do Conselho Geral do BCE? Quais são as principais funções deste órgão?
6. Resuma a definição do BCE de estabilidade de preços.
7. Quais são as razões subjacentes à divulgação de uma definição quantitativa de estabilidade de preços pelo Conselho do BCE?
8. Descreva sucintamente as duas perspectivas utilizadas pelo BCE na análise dos riscos para a estabilidade de preços. Quais são os horizontes temporais relevantes?
9. Descreva sucintamente os principais elementos do quadro operacional do Eurosistema. Quais são as suas características mais importantes?
10. Imagine que o BCE anuncia um leilão de taxa fixa e decide que o montante de colocação é 100 milhões de euros. Durante o processo, os bancos apresentam as propostas indicadas abaixo. Como é que o BCE irá distribuir os 100 milhões de euros aos bancos?



	Proposta	Colocação
Banco 1	30	?
Banco 2	30	?
Banco 3	50	?
Banco 4	40	?
Banco 5	50	?
Total	200	100

### Soluções dos exercícios relativos ao capítulo 5:

1. Jean-Claude Trichet.
2. A resposta depende, obviamente, do país.
3. O Conselho do BCE é o órgão de decisão supremo do BCE. É constituído pelos seis membros da Comissão Executiva e pelos governadores dos bancos centrais nacionais da área do euro e é presidido pelo Presidente do BCE. A principal função do Conselho do BCE é a formulação da política monetária da área do euro. Mais especificamente, tem o poder para fixar as taxas de juro às quais os bancos comerciais podem obter liquidez (moeda) do respectivo banco central. Assim, o Conselho do BCE influencia indirectamente as taxas de juro do conjunto da economia da área do euro, incluindo as taxas que os bancos comerciais cobram aos seus clientes pelos empréstimos e as que os detentores de poupança recebem pelos seus depósitos.
4. A Comissão Executiva do BCE é composta pelo Presidente, pelo Vice-Presidente e por mais quatro membros. Todos os membros são nomeados de comum acordo pelos Chefes de Estado ou de Governo dos países que formam a área do euro. A Comissão Executiva é responsável pela implementação da política monetária formulada pelo Conselho do BCE e fornece, para o efeito, as instruções necessárias aos bancos centrais nacionais. Prepara também as reuniões do Conselho e gere a actividade diária do BCE.
5. O Conselho Geral é o terceiro órgão de decisão do BCE. É composto pelo Presidente e pelo Vice-Presidente do BCE e pelos governadores de todos os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da União Europeia. O Conselho Geral não tem qualquer responsabilidade pelas decisões de política monetária da área do euro, mas contribui para a coordenação das políticas monetárias dos Estados-Membros que ainda não adoptaram o euro e para os preparativos com vista ao possível alargamento da área do euro.
6. Embora o Tratado estabeleça claramente que a manutenção da estabilidade de preços é o objectivo primordial do BCE, não fornece uma definição concreta de estabilidade de preços. Para especificar esse objectivo de forma mais precisa, o Conselho do BCE anunciou a seguinte definição quantitativa em 1998: *"A estabilidade de preços será definida como um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2 %. A estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo."* Em 2003, no seguimento de uma avaliação aprofundada



O objectivo primordial do BCE é a manutenção da estabilidade de preços.

da sua estratégia de política monetária, o Conselho do BCE confirmou a sua definição e clarificou que, nos termos da mesma, visa manter a taxa de inflação num *“nível inferior mas próximo de 2 % no médio prazo”*.

7. O Conselho do BCE decidiu anunciar publicamente uma definição quantitativa de estabilidade de preços por diversas razões. Em primeiro lugar, ao esclarecer como o Conselho do BCE interpreta o mandato que lhe foi atribuído pelo Tratado, a definição facilita a compreensão do quadro de política monetária (ou seja, torna a política monetária mais transparente), fornecendo assim orientações ao público que permitem a este último formar as suas próprias expectativas quanto à futura evolução dos preços. Em segundo lugar, a definição de estabilidade de preços fornece um ponto de referência claro e mensurável em relação ao qual o público pode responsabilizar o BCE. Podem ser identificados desvios da evolução dos preços face à definição de estabilidade de preços, pelo que o BCE tem então de explicar esses desvios e esclarecer de que forma pretende restabelecer a estabilidade de preços num período de tempo aceitável.
8. Na estratégia do BCE, as decisões de política monetária têm por base uma análise abrangente dos riscos para a estabilidade de preços. Essa análise é levada a cabo recorrendo a duas perspectivas complementares para determinar a evolução dos preços. A primeira perspectiva destina-se a avaliar os determinantes de curto a médio prazo da evolução dos preços, centrando-se na actividade real e nas condições financeiras da economia. Tem em conta o facto de, nos referidos horizontes, a evolução dos preços ser em grande medida influenciada pela interacção entre a oferta e a procura nos mercados de bens, serviços e factores. O BCE refere-se a esta perspectiva como *“a análise económica”*. A segunda perspectiva, designada *“a análise monetária”*, incide sobre um horizonte a mais longo prazo, explorando a relação de longo prazo entre a moeda e os preços. A análise monetária destina-se principalmente a, numa perspectiva de médio a longo prazo, servir de meio de cruzamento das informações de curto a médio prazo importantes para a política monetária proporcionadas pela análise económica.
9. O quadro operacional do Eurosistema compreende três elementos básicos. O primeiro elemento consiste nas reservas mínimas obrigatórias, com cláusulas de média aplicáveis a um período de manutenção de cerca de um mês. Trata-se da obrigação de as instituições de crédito manterem reservas mínimas numa conta à ordem junto do seu banco central nacional. Este instrumento desempenha a importante função de criar uma procura adicional de liquidez do banco central por parte do sistema bancário, atenuando assim choques de liquidez temporários no mercado monetário, o que reduz a volatilidade das taxas de juro de curto prazo. Torna também mais fácil para o BCE implementar a sua política monetária. Outro elemento básico é o facto de o Eurosistema poder gerir as condições das reservas do mercado monetário e orientar as taxas de juro do mercado ao fornecer regularmente refinanciamento aos bancos através de operações de mercado aberto. O refinanciamento regular ajuda os bancos a satisfazerem as suas necessidades de liquidez. A operação principal de refinanciamento semanal e com um prazo de uma semana é um elemento-chave da implementação da política monetária do BCE. A taxa aplicável às operações principais de refinanciamento sinaliza a orientação da política monetária do Conselho do BCE. As operações principais de refinanciamento disponibilizam a maior parte do refinanciamento que o sector bancário necessita. As operações de refinanciamento de prazo alargado são também operações de cedência de liquidez, mas têm uma frequência mensal e um prazo de três meses. As operações ocasionais de regularização são realizadas numa base *ad hoc* para regularizar os efeitos sobre as taxas de juro de flutuações inesperadas de liquidez ou de acontecimentos extraordinários. Por último, duas facilidades permanentes, uma facilidade permanente de cedência de

liquidez e uma facilidade permanente de depósito, são oferecidas aos bancos no sentido de lhes permitir obter empréstimos ou proceder a depósitos pelo prazo *overnight* junto do seu banco central, para gerirem as suas necessidades de liquidez. Os bancos recorrem às facilidades permanentes por sua própria iniciativa.

10. A colocação total é 50% do total de propostas, pelo que cada banco obtém 50% da sua proposta.

	Proposta	Colocação
Banco 1	30	15
Banco 2	30	15
Banco 3	50	25
Banco 4	40	20
Banco 5	50	25
Total	200	100

### Exercícios adicionais

- Supondo que um banco central distribui equitativamente uma certa quantidade de moeda por toda a gente, aumentando assim a quantidade de moeda em circulação na economia, quais seriam as consequências no curto prazo? E, quais seriam os efeitos de longo prazo?
- Se o índice de preços no consumidor aumenta, o poder de compra da moeda
  - ☐ diminui?
  - ☐ permanece igual?
  - ☐ aumenta?
- Uma deslocação para a esquerda da curva da oferta agregada pode dever-se a
  - ☐ um aumento dos salários reais (pressupondo que a produtividade permanece constante)?
  - ☐ uma redução da produtividade?
  - ☐ um aumento da procura de moeda?

### Soluções:

- No curto prazo, as pessoas sentem-se mais ricas e, por conseguinte, aumentam a sua despesa. Assim, o crescimento real poderá aumentar no curto prazo, mas regressará ao seu nível inicial algum tempo depois. No longo prazo, verifica-se um aumento de um para um no nível de preços.
- Se o índice de preços aumenta, o poder de compra da moeda diminui.
- Uma deslocação para a esquerda da curva da oferta agregada pode dever-se a um aumento dos salários reais ou a uma redução da produtividade.





## Bibliografia

**Banco Central Europeu** (1998), *"A stability-oriented monetary policy for the ESCB"*, Comunicado do BCE de 13 de Outubro, <http://www.ecb.europa.eu>. ("Uma estratégia de política monetária para o SEBC orientada no sentido da estabilidade", versão portuguesa disponível em <http://www.bportugal.pt>).

**Banco Central Europeu** (1998), *"The quantitative reference value for monetary growth"*, Comunicado do BCE de 1 de Dezembro, <http://www.ecb.europa.eu>. ("Valor de referência para o crescimento monetário", versão portuguesa disponível em <http://www.bportugal.pt>).

**Banco Central Europeu** (1999), *"A aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento"*, Boletim Mensal, Maio.

**Banco Central Europeu** (1999), *"Agregados monetários da área do euro e o seu papel na estratégia de política monetária do Eurosistema"*, Boletim Mensal, Fevereiro.

**Banco Central Europeu** (1999), *"O enquadramento operacional do Eurosistema: descrição e primeira avaliação"*, Boletim Mensal, Maio.

**Banco Central Europeu** (1999), *"O quadro institucional do Sistema Europeu de Bancos Centrais"*, Boletim Mensal, Julho.

**Banco Central Europeu** (1999), *"Uma estratégia de política monetária para o SEBC orientada no sentido da estabilidade"*, Boletim Mensal, Janeiro.

**Banco Central Europeu** (2000), *"O Eurosistema e o processo de alargamento da UE"*, Boletim Mensal, Fevereiro.

**Banco Central Europeu** (2000), *"Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE"*, Boletim Mensal, Novembro.

**Banco Central Europeu** (2000), *"Questões decorrentes do aparecimento da moeda electrónica"*, Boletim Mensal, Novembro.

**Banco Central Europeu** (2000), *"Transmissão da política monetária na área do euro"*, Boletim Mensal, Julho.

**Banco Central Europeu** (2001), *"Decisões de política monetária em contexto de incerteza"*, Boletim Mensal, Janeiro.

**Banco Central Europeu** (2001), *"Enquadramento e ferramentas de análise monetária"*, Boletim Mensal, Maio.

**Banco Central Europeu** (2001), *"Medidas de inflação subjacente na área do euro"*, Boletim Mensal, Julho.

**Banco Central Europeu** (2001), *"Questões relacionadas com regras de política monetária"*, Boletim Mensal, Outubro.

**Banco Central Europeu** (2001), *A Política Monetária do BCE*, <http://www.ecb.europa.eu>.





**Banco Central Europeu** (2001), *Monetary analysis: tools and applications*, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banco Central Europeu** (2002), "A responsabilização do BCE", Boletim Mensal, Novembro.

**Banco Central Europeu** (2002), "List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves", <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banco Central Europeu** (2002), "Melhorias a introduzir nas estatísticas dos balanços das IFM e das taxas de juro", Boletim Mensal, Abril.

**Banco Central Europeu** (2002), "O diálogo do Eurosistema com os países candidatos à UE", Boletim Mensal, Julho.

**Banco Central Europeu** (2002), "Transparência na política monetária do BCE", Boletim Mensal, Novembro.

**Banco Central Europeu** (2003), "Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy", <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banco Central Europeu** (2003), "Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications", Setembro, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banco Central Europeu** (2003), "Medidas destinadas a melhorar a eficiência do quadro operacional de política monetária", Comunicado do BCE de 23 Janeiro.

**Banco Central Europeu** (2003), "Medidas destinadas a melhorar o quadro de activos de garantia das operações de crédito do Eurosistema", Consulta Pública de 11 de Junho, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banco Central Europeu** (2003), "Resultado da avaliação do BCE da sua estratégia de política monetária", Boletim Mensal, Junho.

**Banco Central Europeu** (2004), *A Política Monetária do BCE*, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Banco Central Europeu** (2006), *Relatório de Convergência Maio 2006*, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Bordo, M.D. e B. Eichengreen** (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, The University of Chicago Press.

**Davies, G.** (1994), *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, University of Wales Press, Cardiff.

**Instituto Monetário Europeu** (1997), *The single monetary policy in Stage Three: Specification of the operational framework*, Janeiro.

**Instituto Monetário Europeu** (1998), *A Política Monetária Única na Terceira Fase: Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do SEBC*, Setembro, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Issing, O.** (1994), *Geschichte der Nationalökonomie*, Vahlen Verlag.



**Issing, O.** (2003), *Einführung in die Geldtheorie*, 13. Auflage, Vahlen Verlag.

**Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni e O. Tristani** (2001), *Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank*, Cambridge University Press.

**McCandless, G.T. e W.E. Weber** (1995), "Some Monetary Facts", *Federal Reserve of Minneapolis Review*, Vol. 19, N.º 3, pp. 2-11.

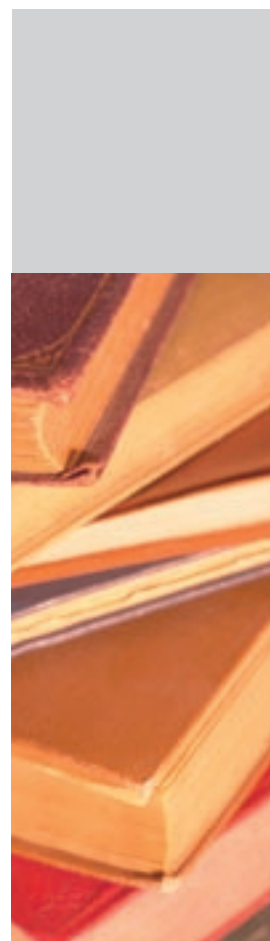
**Papademos, L.** (2003), "The contribution of monetary policy to economic growth", discurso de 12 de Junho, proferido por ocasião da 31.ª Conferência sobre Economia, realizada em Viena, Áustria, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Papademos, L.** (2004), "Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion", discurso de 19 de Abril, proferido no Banco de España, em Madrid, Espanha, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Scheller, H.K.** (2004), *O Banco Central Europeu – História, papel e funções*, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Trichet, J.-C.** (2004), "A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth", discurso de 9 de Dezembro, proferido por ocasião do "UNICE Competitiveness Day", em Bruxelas, Bélgica, <http://www.ecb.europa.eu>.

**Trichet, J.-C.** (2004), "Key issues for monetary policy: an ECB view", discurso de 5 de Outubro, proferido na National Association of Business Economics, em Filadélfia, Estados Unidos, <http://www.ecb.europa.eu>.



Banco Central Europeu  
Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Alemanha  
[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

