



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Contra-ciclo: Política Monetária Convencional vs Política Monetária Não Convencional

Maria de Gomes Viana e Marques da Costa do Casal

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Orientadora:

Doutora Sofia de Sousa Vale, Professora associada com agregação,
ISCTE-IUL

Outubro, 2024



CIÊNCIAS SOCIAIS
E HUMANAS

Departamento de Economia Política

Contra-ciclo: Política Monetária Convencional vs Política Monetária Não Convencional

Maria de Gomes Viana e Marques da Costa do Casal

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Orientadora:

Doutora Sofia de Sousa Vale, Professora associada com agregação,
ISCTE-IUL

Outubro, 2024

Ao Miguel,

Agradecimentos

Apesar de serem as primeiras palavras lidas, são as últimas a serem escritas. Por isso, trazem consigo uma carga de sentimentos contraditórios e ambíguos. Por um lado, de alívio por o trabalho estar a terminar, por outro, a sensação de que melhor poderia ter sido feito.

A conclusão desta dissertação só foi possível com o incansável apoio da minha orientadora, Professora Doutora Sofia Vale, a quem agradeço a intemporal disponibilidade e ajuda. Todas as vezes em que demonstrei dificuldades, a professora surgiu sempre com palavras motivadoras para a conclusão deste trabalho, apresentando-me sempre contributos que permitiram valorizar e concluir a dissertação.

Ao Miguel, a quem dedico esta dissertação, pelo apoio incondicional em todas as etapas e por não me ter deixado desistir. Foi um desafio que realizámos juntos e só com a paciência e amor demonstrados nos meus momentos menos bons permitiram que este trabalho ganhasse forma e se concretizasse.

Aos meus pais, avós e irmãos, pelo apoio que me deram em todas as fases da minha vida, agradeço a compreensão e a habitual motivação com que pude contar ao longo deste trabalho.

Ao Francisco Maria, que nasceu a meio deste projeto, pelas noites e manhãs bem dormidas que permitiram a conclusão desta dissertação e por me ter dado o incentivo, que espero que sirva de estímulo, para nunca desistir e querer fazer sempre “mais e melhor”.

Resumo

As recentes vicissitudes financeiras e económicas vivenciadas na Zona Euro exigiram respostas sem precedentes por parte do Banco Central Europeu. Os tradicionais instrumentos de política monetária convencional, como é o caso da taxa de juro, mostraram-se ineficientes para combater os longos períodos de inflação baixa, obrigando o Banco Central a adotar medidas de cariz não convencional. A presente dissertação tem como objetivo retratar o funcionamento e a implementação das medidas de política monetária convencional e não convencional. Para esse propósito abordam-se os mecanismos de transmissão das políticas monetárias convencionais e não convencionais e as medidas adotadas pelo Banco Central Europeu em resposta à recente crise pandémica e ao controlo da escala de inflação em 2022. Numa perspetiva mais crítica, é analisada a atuação do BCE e os resultados dessa atuação. Conclui-se que embora a utilização de políticas monetárias não convencionais e expansionistas esteja associada a alguns riscos, é necessário salvaguardar que se revelaram fundamentais para promover o crescimento do PIB da Zona Euro e para estabilizar o setor financeiro como um todo.

Palavras-chave: Zona Euro, Banco Central Europeu, Política Monetária Convencional, Inflação, Política Monetária Não Convencional.

Abstract

The recent financial and economic upheavals experienced in the Eurozone have required unprecedented responses from the European Central Bank. Traditional conventional monetary policy instruments, such as interest rates, have proved ineffective in combating long periods of low inflation, forcing the Central Bank to adopt unconventional measures. The aim of this dissertation is to describe how conventional and unconventional monetary policy measures work and how they are implemented. To this end, it addresses the transmission mechanisms of conventional and unconventional monetary policies, and the measures adopted by the European Central Bank in response to the recent pandemic crisis and to control the scale of inflation in 2022. From a more critical perspective, the ECB's actions and the results of these actions are analyzed. The conclusion is that although the use of unconventional and expansionary monetary policies is associated with some risks, it is necessary to safeguard that they have proved fundamental in promoting GDP growth in the Eurozone and in stabilizing the financial sector as a whole.

Key-Words: Eurozone, European Central Bank, Conventional Monetary Policy, Inflation, Unconventional Monetary Policy.

Glossário

ABSPP - Asset-Backed Securities Purchase Programme (Programa de Compra de Instrumentos de Dívida Titularizada)

BCE - Banco Central Europeu

CBPP - Covered Bond Purchase Programme (Programa de Compra de Obrigações)

CSPP - Corporate Sector Purchase Programme (Programa de Aquisição de Títulos de Dívida de Empresas)

EAPP - Expanded Asset Purchase Programme (Programa Alargado de Compra de Ativos)

EUA - Estados Unidos da América

FED – United States Federal Reserve (Reserva Federal dos Estados Unidos)

IHPC – Índice Harmonizado Preços do Consumidor

NIRP – Negative Interest Rate Policy (Política de taxas de juro negativas)

PIB - Produto Interno Bruto

PPP – Purchasing Power Parity (Paridade de Poder de Compra)

PSPP - Public Sector Purchase Programme (Programa de compra de títulos de dívida do setor público)

QE - Quantitative Easing

ZE - Zona Euro

ZLB - Zero Lower Bound (Limite Mínimo de Zero)

Índice

Agradecimentos.....	iii
Resumo.....	v
Abstract	vii
Glossário.....	ix
Índice de Figuras	xii
Introdução.....	1
CAPÍTULO 1	3
Revisão de literatura.....	3
1.1. Mecanismos tradicionais de oferta de moeda	4
1.2. Política Monetária Convencional e Não Convencional	6
CAPÍTULO 2	11
Canais de Transmissão da Política Monetária Convencional	11
2.1. Taxa de juro	11
2.2. Preço dos Ativos	12
2.2.1. Taxa de Câmbio	13
2.2.2. Q de Tobin	14
2.2.3. Efeitos Riqueza	15
2.3. Crédito	16
2.4. Expetativas e incerteza	17
CAPÍTULO 3	19
Canais de Transmissão da Política Monetária Não Convencional.....	19
3.1. <i>Signalling Channel</i>	19
3.2. <i>Exchange Rate Channel</i>	20
3.3. <i>Portfolio Rebalacing Channel</i>	20
CAPÍTULO 4	21
Análise Empírica	21
4.1. Postura adotada pelo FED.....	31
Conclusões	33
Referências Bibliográficas	35

Índice de Figuras

Figura 1: Taxa de Crescimento do PIB da Zona Euro 2019-2020.....	24
Figura 2: Taxa de Crescimento do PIB da Zona Euro 2020-2023.....	25
Figura 3: Taxa de Inflação da Zona Euro 2020-2023.....	26
Figura 4: Taxa de Juro do BCE 2020-2023.....	27
Figura 5: Relação entre o PIB da Zona de Euro com a taxa de inflação e a taxa de juro.....	28
Figura 6: Principais componentes do balanço do BCE.....	29
Figura 7: Evolução do <i>Industrial Production Index</i> com os programas APP e PEPP.....	30
Figura 8: Evolução dos programas de compra de ativos do BCE com a taxa de inflação e a taxa de juro.....	30

Introdução

Sendo a Zona Euro formada por um alargado número de Estados independentes e heterogéneos, a política monetária do Banco Central Europeu reflete um elevado nível de incerteza, tornando as suas decisões de política monetária um desafio constante.

A recente crise financeira global exigiu respostas sem precedentes por parte das autoridades fiscais e monetárias de todo o mundo. Após a crise financeira de 2008, os Bancos Centrais das principais economias mundiais viram-se forçados a diminuir as taxas de juros diretores, tendo em vista a manutenção dos objetivos de inflação e estimular o crescimento. Contudo, as medidas de política monetária convencional rapidamente deixaram de ser eficazes num contexto de pressões deflacionistas e fraco crescimento económico, obrigando os Bancos Centrais a repensar o seu modo de atuação, vendo-se forçados a aplicar medidas de teor não convencional.

No legado pós-crise financeira, a situação económica e financeira recessiva dos diferentes países levou o BCE a reagir com políticas expansionistas, introduzindo instrumentos de política monetária não convencional, tornando possível retirar valiosas informações acerca das experiências efetuadas com esses instrumentos. Muitas das novas políticas monetárias não convencionais estão ainda ativas, afetando as economias.

Atualmente, com a crise pandémica e a guerra entre a Rússia e a Ucrânia, o padrão de consumo das famílias sofreu grandes alterações o que, por sua vez, fez com que as empresas procurassem ajustar o seu negócio através da diversificação ou modificação da produção ou alterando os seus canais de distribuição. Na mesma medida, o Banco Central Europeu viu-se forçado a adotar os mecanismos de transmissão da política monetária para fazer face às diferentes realidades vivenciadas.

A presente dissertação aborda de forma sucinta a política monetária convencional da Zona Euro (ZE) e os instrumentos que o Banco Central Europeu tem à disposição para atingir os seus objetivos. O primeiro capítulo é dedicado à revisão da literatura referente aos mecanismos tradicionais de oferta de moeda e à política monetária convencional e não convencional. Nos capítulos 3 e 4 são abordados os canais pelos quais a política monetária convencional e não convencional, respetivamente, são transmitidas à economia. O capítulo 5 foca o estudo empírico da política monetária do Banco Central Europeu desde que se começaram a sentir alterações na condução da política monetária, derivadas do período pós-pandemia.

Uma vez que os mecanismos de política monetária não convencional se assemelham aos de política fiscal e efeitos redistributivos mais fortes do que os associados à política monetária convencional, é pertinente realizar esta investigação para averiguar o impacto da política monetária convencional e não convencional nos períodos subsequentes à pandemia e à escala de inflação vivida no período seguinte ao despoletar da guerra na Ucrânia. Tendo em consideração que existe pouca evidência empírica sobre esta temática, esta dissertação terá como contributo o aprofundar deste tema.

Este estudo contribui teórica e empiricamente para o aprofundamento do impacto das políticas monetárias convencional e não convencional defendido por Driffil (2016), Fausch e Sigonius (2018) e Borio e Disyatat (2009, 2016).

CAPÍTULO 1

Revisão de literatura

O Banco Central Europeu é o responsável pela implementação da política monetária da Zona Euro (BCE, 2011a), enquadrando-se no Eurosistema, que inclui os bancos centrais nacionais de todos os países pertencentes à União Económica Monetária (BCE, 2011a). Estruturalmente, os seus órgãos decisores são: Conselho do BCE, Comité Executivo e Conselho Geral (BCE, 2011d). O Banco Central Europeu é a instituição responsável pela condução da política monetária da União Europeia. Alesina e Grilli (1991) apresentam-no como sendo um “banco independente capaz de escolher os objetivos da política económica sem o constrangimento ou a influência dos outros governos, bem como a capacidade de usar instrumentos de política monetária para prosseguir os objetivos da política monetária”.

A política monetária é constituída por um conjunto de decisões tomadas pelas autoridades monetárias, em especial, pelo BCE, tendo em vista o objetivo principal desta instituição: a estabilidade de preços, quer isto dizer, uma taxa de inflação abaixo, mas próxima de 2%, no médio prazo, sendo que a medida da taxa de inflação utilizada pelo BCE é o Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor¹. (BCE, 2011d). Contudo, importa referir que o objetivo da estabilidade de preços se refere ao nível geral de preços praticados na economia, o que implica que se evitem períodos de inflação prolongada, ou, por contrário, períodos de deflação. Com esta intenção fulcral, segundo o BCE (2018a), são várias as vantagens que se destacam para as economias: contribui para a estabilidade financeira e para a promoção do bem-estar social; reduz os prémios do risco da inflação na taxa de juro, aumentando os incentivos ao investimento; melhora a transparência do mecanismo dos preços, através da partilha clara das mudanças associadas ao nível geral de preços; e, evita atividades improdutivas como reposta de proteção do impacto negativo da inflação ou deflação.

Para atingir tal propósito, o BCE recorre a diversos instrumentos que permitem, entre outras coisas, influenciar o mercado financeiro, monetário e bancário. O instrumento principal que

¹ O IHPC, sendo calculado de forma harmonizada e com base num conjunto único de definições da União Europeia, permite comparar a inflação de vários países, uma vez que mede as variações nos preços dos bens de consumo e serviços que as famílias adquirem (Eurostat, 2018).

tem ao seu dispor é a taxa de juro, a qual consegue diretamente afetar a disponibilidade de moeda em circulação e, conseqüentemente, o consumo e o investimento. Para atingir o objetivo, pode proceder à execução de políticas monetárias de cariz convencional e não convencional, tendo em conta que, como diz Pacheco (2006), é através do mecanismo de transmissão da política monetária que essas decisões afetam a economia e, em particular, o nível de preços.

1.1. Mecanismos tradicionais de oferta de moeda

A oferta de moeda é gerada através da criação e emissão de moeda, estes são processos distintos e de responsabilidades díspares. A criação de moeda é responsabilidade dos Bancos Comerciais, ao invés da emissão que é função dos Bancos Centrais.

A maioria da moeda existente nas economias é criada através da cedência de empréstimos pelos Bancos Comerciais. Andrade (2004) afirma que “Nas nossas economias de papel-moeda o princípio da criação de moeda resume-se a uma troca: são trocados ativos não-monetários por dívidas que as instituições bancárias reconhecem sobre elas próprias”. Assim, a moeda existe maioritariamente sob a forma de depósitos bancários: sempre que um empréstimo é concedido, é criado um depósito correspondente na conta bancária do mutuário, criando assim, moeda. Porém, existem limites estabelecidos e limitados pela regulamentação prudencial dos Bancos Centrais.

A quantidade de moeda criada numa economia depende da política monetária de cada banco central. Habitualmente, este processo realiza-se através do instrumento primordial do Banco Central: a fixação das taxas de juro. Contudo, quando este processo não se revela eficaz, os bancos centrais recorrem a medidas extraordinárias, que afetam diretamente a quantidade de moeda, através da compra de ativos, como é o caso do *Quantitative Easing*. (McLeay et al., 2014).

De forma a emitir moeda, os três principais instrumentos que o BCE tem ao seu dispor são as operações de *open-market*, as facilidades permanentes e as reservas mínimas obrigatórias, com vista a atuar sobre a base monetária.

As operações de *open-market*, sendo iniciadas pelo Banco Central, consistem em compra e venda de títulos de dívida pública, de forma a aumentar ou reduzir a base monetária, injetando ou absorvendo liquidez da economia (Lagoa et al., 2023). Sendo estas operações as mais frequentemente utilizadas na União Europeia, representam um papel fundamental para o desenvolvimento da política monetária do Banco Central, uma vez que permitem controlar as

taxas de juro praticadas e, com isso, gerir a situação de liquidez existente no mercado e, consequentemente, influenciar o comportamento de poupança ou investimento dos agentes económicos, afetando assim toda a atividade económica.

As facilidades permanentes, por contrário, são iniciativa dos bancos comerciais e têm como objetivo “ceder e absorver liquidez pelo prazo *overnight*, sinalizar a orientação geral da política monetária e delimitar as taxas de juro de mercado *overnight*. Duas facilidades permanentes estão à disposição das contrapartes elegíveis², por sua iniciativa, sujeitas ao cumprimento de algumas condições operacionais de acesso.” (Banco Central Europeu, 1998). Facilidades permanentes de depósito, ou seja, os bancos comerciais constituem depósitos junto dos bancos centrais nacionais pelo prazo *overnight*, objetivando a absorção de liquidez. Habitualmente, a taxa de juro desta facilidade é fixada pelo BCE tendo em vista um limite mínimo para a taxa de juro *overnight* de mercado. Contrariamente, as facilidades permanentes de cedência de liquidez resumem-se na disponibilização, também pelo prazo *overnight*, por parte dos bancos centrais aos bancos comerciais de mecanismos de refinanciamento, para que estes contornem eventuais défices de liquidez. Esta taxa de juro fixada pelo BCE estabelece, normalmente, um limite máximo para a taxa de juro *overnight* de mercado. Habitualmente, não há limites de crédito nem quaisquer outras restrições ao acesso a esta facilidade, à exceção da exigência de um colateral suficiente (Lagoa et al., 2023).

Finalmente, as reservas mínimas obrigatórias³ consistem nos montantes de fundos que os bancos comerciais da Zona Euro são obrigados a deter nas suas contas correntes junto do seu banco central nacional e sendo remunerados a uma taxa de juro igual à das operações principais de refinanciamento. (Banco Central Europeu, 2009). Dado que este instrumento do banco central é exigido a todos os bancos comerciais, isto permite a estabilização das taxas de juro do mercado monetário e influencia diretamente a liquidez disponível dos bancos comerciais.

² “O enquadramento de política monetária do SEBC é formulado com vista a assegurar a participação de um vasto conjunto de contrapartes. As instituições sujeitas a reservas mínimas, nos termos do artigo 19º.1 dos Estatutos do SEBC/BCE, podem aceder às facilidades permanentes e participar nas operações de mercado aberto baseadas em leilões normais. O SEBC pode selecionar um número limitado de contrapartes para participar em operações ocasionais de regularização. Quanto às transações definitivas, nenhuma restrição é colocada à priori ao conjunto de contrapartes.” (Banco Central Europeu, 1998).

³ “O cumprimento das reservas obrigatórias é determinado com base na média de valores diários das reservas detidas pela instituição ao longo de um período de constituição de reservas de um mês. As reservas obrigatórias detidas pelas instituições são remuneradas à taxa das operações principais de refinanciamento do SEBC.” (Banco Central Europeu, 1998).

1.2. Política Monetária Convencional e Não Convencional

Os Bancos Centrais são os responsáveis pela condução da política económica e monetária e têm um papel fundamental no que respeita ao incentivo ao crescimento económico e à criação de emprego. O Banco Central Europeu é a instituição incumbida desta função e tem como objetivo crucial a estabilidade de preços na Zona Euro. Para atingir este objetivo, o BCE criou a sua estrutura operacional convencional. Contudo, devido às crises económico-financeiras recentes e devido ao facto das taxas de juro de referência dos bancos centrais alcançarem o *Zero Lower Bound* (ZLB), as ferramentas tradicionais mostraram-se ineficientes e o BCE viu-se forçado a implementar uma vasta gama de medidas de política monetária não convencionais.

Fausch & Sigonius (2018) referem que a política monetária tem vindo a tornar-se na principal ferramenta para estabilizar a economia. Uma mudança na política monetária não tem apenas efeitos relevantes na economia real, como também é transmitida aos mercados financeiros. Portanto, os formuladores de políticas dos bancos centrais e os investidores do mercado financeiro têm um grande interesse em entender esse mecanismo de transmissão (Fausch & Sigonius, 2018).

Correia (2018) afirma que desde há uns anos que se tem passado da ideia de que a política monetária deveria abster-se de fazer danos na economia, ou seja, deviam evitar-se os choques monetários, de forma a evitar economias voláteis e introduzir incerteza nas economias, para a ideia de que uma política monetária bem conduzida deveria ter uma papel estabilizador nas economias. Assim, ao longo dos tempos, a política monetária tornou-se expansionista quando comparada com a evidência histórica: a taxa de juro da política monetária diminuiu até ao limite mínimo de zero (*zero lower bound*). Quando se atingiu esta taxa de juro, os Bancos Centrais perderam o seu mecanismo “tradicional” de suporte e tiveram que optar por introduzir instrumentos da política monetária não convencional.

Depois da crise financeira global de 2008, a complexidade da condução da política monetária aumentou consideravelmente. Quando a taxa de juro de referência atinge o limite de zero, os Bancos Centrais de todo o mundo perdem o seu principal instrumento de estímulo da economia. De facto, o Banco Central Europeu, como vários outros bancos de referência, adotaram uma série de medidas de política monetária não convencional, com forte destaque para as políticas de *Quantitative Easing* (QE) (Dell’Ariccia et al., 2018), com o intuito de recuar a inflação para o seu objetivo de médio-longo prazo, no entanto, como é sabido, a inflação manteve-se muito abaixo dos dois pontos percentuais (Ashoof et al., 2021).

A política monetária convencional e a política monetária não convencional não são de utilização exclusiva, podem ser utilizadas em simultâneo de forma a atingir o objetivo fulcral do Banco Central Europeu: a estabilidade de preços. Geralmente, os mecanismos de estabilização de preços são iniciados pela introdução da política monetária convencional e complementado com um ou mais mecanismos da política monetária não convencional.

O instrumento de política monetária mais habitual é a taxa de juro de curto prazo, sendo estabelecida através de operações *open-market* e dos outros procedimentos anteriormente referidos que fazem parte do quadro operacional de atuação do banco central. Em situações normais de mercado, a gestão de liquidez do banco central não faz parte da orientação da política monetária, e a taxa de juro é o instrumento único.

Segundo Smaghi (2009) a aplicação de medidas de política monetária não convencional pode ocorrer em duas situações distintas: em primeiro lugar, quando em virtude de um forte choque económico, seja necessário injetar elevados volumes de liquidez no sistema financeiro e, eventualmente, proceder-se a uma redução das taxas de juro de referência. Ou ainda, quando o mecanismo de transmissão da política monetária não se encontra a funcionar corretamente (ainda que as taxas de juro se situem acima de zero). Segundo, o Banco Central vê-se na necessidade de aplicar medidas não convencionais na situação de *Zero Lower Bound*.

Contrariamente às medidas de política monetária convencionais, a política monetária não convencional não é direcionada para influenciar as taxas de juro de curto prazo (BIS, 2019). Segundo Smaghi (2009), “*Unconventional measures can be defined as those policies that directly target the cost and availability of external finance to banks, households and nonfinancial companies*”. As medidas de política monetária não convencionais estão geralmente focadas em dois principais objetivos: resolver problemas do mecanismo de transmissão de política monetária e fornecer um estímulo monetário adicional quando as taxas de juro não possam ser mais reduzidas (BIS, 2019).

Borio e Disyatat (2009) referem que este tipo de medidas pode ser totalmente dissociado do instrumento taxa de juro. Isto significa que o Banco Central pode implementar medidas não convencionais, independentemente do nível das taxas de juro. Bernanke et al. (2004) sugerem que as medidas de política monetária não convencional, suscetíveis de serem aplicadas na situação de *Zero Lower Bound* podem ser agrupadas em três categorias:

- i) uso de políticas de comunicação não convencionais para moldar as expectativas do público acerca do futuro das taxas de juro (*forward guidance*);
- ii) aumento do balanço do Banco Central através de programas de compra de ativos a título definitivo (*quantitative easing*);
- iii) alteração da composição do balanço do Banco Central (*qualitative easing*).

Adicionalmente, também se incluem no domínio das medidas não convencionais “*Negative Interest Rate Policy*” (NIRP), que consiste na fixação de taxas de juro nominais negativas aplicáveis aos depósitos dos bancos comerciais no Banco Central (Borio e Zabai, 2016).

Para que existam reflexos claros na economia, para além dos efeitos via taxa de juro, os bancos centrais podem usar ativamente a gestão de liquidez através dos instrumentos de política monetária não convencional que têm ao seu dispor: *forward guidance*, *quantitative and qualitative easing* e políticas de taxa de juro negativas.

Na primeira, o banco central providencia informação fidedigna aos mercados sobre as suas intenções das medidas a serem tomadas com a taxa de juro de referência, tendo como objetivo gerir as expectativas dos agentes económicos e tem sido usada pelo banco central como uma forma de clarificar as suas intenções sobre o curso futuro da política monetária e reforçar a sua determinação em atingir certos objetivos (Borio e Zabai, 2016).

O *quantitative easing* é uma medida agressiva através da qual o banco central injecta directamente dinheiro na economia, para além do que é necessário para manter a taxa de juro interbancária de muito curto prazo em zero, comprando activos financeiros de forma a aumentar as reservas dos bancos, provocando um aumento da base monetária (circulação monetária e reservas bancárias), na tentativa de estimular a economia.

Por outro lado, no que respeita à maturidade dos títulos e na tentativa de provocar uma alteração à composição do balanço do banco central, são utilizadas medidas de *qualitative easing*. Neste caso, o balanço permanece inalterado, havendo apenas a alteração dos ativos que o compõe (Lenza et al., 2010). Através da compra e venda diversificada de ativos com maturidades ou outras características diferentes, o banco central influencia a procura relativa desses ativos financeiros e, assim, a sua taxa de juro. A viabilidade deste tipo de medidas está intrinsecamente ligada ao princípio da imperfeita substituíbilidade dos ativos (Bernanke et. al., 2004), a ideia por trás desta medida é que ativos diferentes têm diferentes riscos associados, então não são perfeitos substitutos entre si, ainda que, como seja esperado, tenham o mesmo retorno.

Finalmente, a política de taxas de juro negativas. Recentemente, existia o consenso de que este instrumento apresentava uma limitação: as taxas de juro nominais não poderiam atingir valores inferiores iguais ou inferiores a zero, dado que é preferível os agentes económicos terem as notas e moedas em sua posse (que apresenta uma rendibilidade nominal nula), do que possuírem ativos menos líquidos que oferecessem uma rendibilidade nominal negativa e, para este exemplo, os depósitos bancários seriam substituídos por circulação de moeda. Porém, em termos práticos, possuir grandes quantidades de moeda comporta custos elevados (por exemplo, custo de armazenagem, transporte, etc...), e seria impraticável a realização de transações em moeda física de montantes muito elevados. Considera-se que o custo de oportunidade de reter dinheiro é negativo para valores superiores ao necessário para o propósito de serem transacionados (Panizza e Wyplosz, 2016). Assim, esta medida implica necessariamente que o banco central cobre aos bancos comerciais uma taxa pelo excedente das suas reservas, tendo como finalidade que estes reduzam esses excedentes, quer através da compra de outros ativos financeiros, ou através da concessão de empréstimos (Lagoa et al., 2023). A aplicação de taxas de juro negativas gera preocupações sobre a lucratividade dos bancos. Quando as taxas atingem valores negativos, os bancos podem ficar relutantes em passar as taxas de juro negativas aos seus depositantes, uma vez que a certo ponto, estes prefeririam a circulação monetária. Esta situação poderia, hipoteticamente, tornar o *spread* dos empréstimos negativo, pondo em causa a lucratividade dos bancos e a estabilidade do sistema financeiro. Na prática, os bancos podem cobrar outras taxas e comissões de forma a compensar os custos associados às taxas de juro negativas aplicadas pelo Banco Central (Haksar e Kopp, 2020).

É importante referir que a avaliação do impacto de medidas de política monetária não convencional é mais complexa do que de medidas de política monetária convencional. No entanto, as políticas monetárias não convencionais podem contribuir para a estabilidade financeira, caso as taxas de juro mais baixas ajudem a estimular a economia e a melhorar a capacidade de os mutuários manterem os empréstimos. Por outro lado, foram manifestadas preocupações acerca dos efeitos secundários que podem pôr em perigo a estabilidade financeira, mesmo quando uma política monetária não convencional consegue estimular a economia.

Como as economias dos países tendem a confiar nas decisões tomadas pelos Bancos Centrais, a credibilidade destes na tomada de decisões é fulcral para a gestão das expectativas no que se refere aos objetivos por estes estabelecidos. Uma vez que isto é ainda mais válido em tempos de elevada incerteza, o recente período de política monetária não convencional tornou os efeitos de sinalização e reputação o instrumento mais importante para todos os envolvidos nas decisões de política monetária (Drazen e Masson, 1994). Além de que a discussão sobre

eficiência e eficácia, riscos e consequências negativas a longo prazo da política monetária não convencional são já conhecidos na literatura. Como os efeitos secundários negativos devem aumentar desproporcionalmente ao longo do tempo, a medição da eficiência destas políticas é crucial para avaliar a sua eficácia, porque todas as ações, quer de política monetária convencional, como não convencional, devem ser avaliadas numa perspetiva de custo-benefício (Ashoof et al., 2021).

CAPÍTULO 2

Canais de Transmissão da Política Monetária Convencional

Ao longo das últimas décadas tem-se assistido a um aumento das trocas internacionais e a uma maior integração financeira das economias globais. O fenómeno da globalização influencia a política monetária para além do contexto doméstico em que está inserido, fruto do elevado nível de integração entre países, facto explicado pelo comércio de bens e/ou ativos financeiros entre as economias. Assim, a literatura dedicada a este tema tem crescido recentemente, uma vez que as decisões de política monetária domésticas se podem espalhar para o resto do mundo (Ca'Zorzi et al., 2020).

A utilização dos instrumentos de política monetária pretende produzir efeitos nos mecanismos de transmissão da política monetária. Estes mecanismos de transmissão consistem numa complexidade de interações económicas, que envolvem diferentes métodos e atuações dos vários agentes económicos, em variadas etapas do processo (BCE, 2004). As medidas de política monetária não são transmitidas à economia de uma única forma exclusiva e a relevância depende das medidas adotadas e da estabilidade financeira da economia (Banco de Portugal, 2015). Assim, os canais de transmissão podem ser difíceis de identificar.

O mecanismo de transmissão, que se inicia com uma alteração de um dos instrumentos, normalmente, a taxa de juro de curto prazo, manipulada pelas conhecidas operações de *open-market*, irão determinar a oferta de moeda, pode ser dividida em quatro canais.

2.1. Taxa de juro

Na literatura, este é o canal tradicional de transmissão monetária que funciona através do passivo do balanço dos bancos. Genericamente, uma política monetária expansionista provoca uma diminuição das taxas de juro reais, o que provoca necessariamente alterações nas decisões de consumo e investimento, conhecidos na literatura como efeito substituição e efeito rendimento⁴.

⁴ O efeito rendimento é o efeito de uma variação do preço na quantidade procurada resultante do facto de o consumidor ficar com mais ou menos rendimento real provocado pela alteração do preço do bem.

A diminuição das taxas de juro provoca uma queda no custo do capital e, conseqüentemente, o aumento nas despesas de investimento que conduzem ao aumento da procura agregada e aumento do produto. Ao estarmos perante um cenário de taxas de juro mais baixas, reduz-se o custo do capital, afetando o custo de oportunidade das decisões de despesa, favorecendo o investimento. Para além disto, a despesa em consumo aumenta, dado que taxas mais baixas promovem o consumo hoje ao invés do consumo amanhã, pois o custo de oportunidade de consumir hoje decresce ao diminuir o valor de bens que no futuro podem ser consumidos por uma unidade adicional de poupança.

Sendo a taxa de juro real a responsável por alterações da despesa, existe então um instrumento para a política monetária poder afetar a economia, mesmo que, perante cenários deflacionistas, as taxas de juro nominais atinjam valores próximos de zero. Com este exemplo, uma expansão monetária irá provocar um aumento do nível de preços esperado e daí, a inflação esperada, o que contribuirá para a descida da taxa de juro real (mesmo com a taxa de juro nominal em zero). Este mecanismo indica que a política monetária poderá ser eficaz, mesmo numa situação em que as taxas de juro nominais estejam muito perto de zero⁵.

2.2. Preço dos Ativos

Para além das conhecidas alterações na quantidade de moeda em circulação e das taxas de juro, as decisões de política monetária são também transmitidas para a economia pelos preços de diferentes ativos, tais como a taxa de câmbio, os preços de ações e obrigações, os preços da habitação, etc. Um choque sobre os preços dos ativos afeta a rentabilidade de um conjunto de ativos imperfeitamente substituíveis.

O efeito substituição verifica-se quando a variação do preço relativo de um bem se altera, levando os consumidores a variarem a composição da procura dos bens a fim de maximizarem a sua utilidade.

⁵ Barata (2002, p. 49): “*The liquidity trap case would occur only in this straight line. Thus, monetary policy on the basis of open market operations is always efficient for interest rate manipulations*”.

2.2.1. Taxa de Câmbio

A taxa de câmbio define-se como sendo o preço relativo de uma moeda face a outra e, portanto, esse preço depende tanto das condições domésticas como das condições externas. Nos mercados financeiros atuais, o valor de uma moeda é fixado através da procura e oferta dessa moeda em relação a outra, ou seja, a taxa de câmbio representa o preço de equilíbrio entre essas duas moedas.

Numa economia onde existe livre circulação de bens e capitais, não existem custos de transporte nem barreiras alfandegárias, qualquer produto (mercadoria ou ativo financeiro) deve ter o mesmo preço, independentemente do país onde é transacionado.⁶ Este conceito é explicado da seguinte forma: pressupondo que existem dois países, que comercializam o mesmo produto a preços distintos, os produtores desse bem procurariam vender a sua produção no país que oferece um preço superior e, por outro lado, os consumidores prefeririam comprar o bem no país que oferece um preço inferior. O país que pratica um preço mais elevado terá consequentemente um excesso de oferta, forçando a descida do preço do bem. No país com o preço mais baixo há um excesso de procura, fazendo com que o preço do bem suba. O desfaseamento entre oferta e procura iria forçar a que existisse um ajustamento progressivo do preço do produto nos dois países, até que fosse alcançado um ponto de equilíbrio.

Esta teoria é a base da teoria da paridade do poder de compra (*PPP – Purchasing Power Parity*) de formação das taxas de câmbio. Na versão absoluta do PPP, num mercado que funciona com livre circulação de bens, serviços e capital, o nível de preços deverá ser semelhante em todos os países. Em termos práticos, significa que o preço doméstico de um produto tem de ser semelhante ao preço externo, após aplicação da taxa de câmbio. Isto significa que em mercados livres, diferentes moedas devem conferir o mesmo poder de compra. Na versão relativa do PPP, a taxa de câmbio reflete a desigualdade de inflação entre países.

⁶ Por definição, diz respeito à lei de um só preço que “*states that in the absence of friction costs (such as transport costs or trade barriers), identical goods traded in different locations or markets will have the same price when expressed in a common currency*”

Com base no exemplo anterior, dois países que praticam preços diferentes para um mesmo produto (um dos países apresenta uma taxa de inflação mais elevada), o aumento da procura por importações do país que pratica o preço baixo, aliado à diminuição da procura por importações do país que pratica o preço mais alto, reflete-se na alteração entre oferta e procura das moedas dos dois países. Uma diminuição das importações provenientes de um determinado país, pressupõe a diminuição da procura da moeda desse país, assim como um aumento da procura por importações, provoca o efeito inverso na oferta da moeda.

Assim, resultará um ajustamento da taxa de câmbio, que vai refletir o diferencial de inflação entre os países – o país que tem uma maior inflação relativa assistirá à depreciação da sua moeda e a apreciação da moeda do país com menor inflação relativa. A relação que se estabelece entre o diferencial de inflação e a variação da taxa de câmbio garante que o poder de compra relativo de cada moeda se mantém constante.

Assim, uma política monetária expansionista irá provocar o aumento do preço dos bens importados e, conseqüentemente, o aumento da inflação. Além disto, os preços mais elevados dos fatores de produção importados vão retrair a oferta agregada, aumentando a inflação.

2.2.2. Q de Tobin

O q de Tobin é um mecanismo importante através do qual a política monetária afeta a economia pelos seus efeitos sobre a valorização dos títulos, dado que existe uma ligação entre os preços dos títulos e as despesas de investimento⁷. O rácio q de Tobin relaciona a valorização da empresa no mercado com o seu custo de instalação:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado do capital instalado}}{\text{Custo de reposição do capital instalado}}$$

⁷ Tal relação já era referida por Keynes (1936, p. 151) na Teoria Geral: “...*The daily revaluations of the Stock Exchange, though they are primarily made to facilitate transfers of old investments between one individual and another, inevitably exert a decisive influence on the rate of current investment. For there is no sense in building up a new enterprise at a cost greater than that at which a similar existing enterprise can be purchased; whilst there is an inducement to spend on a new project what may seem an extravagant sum, if it can be floated off on the Stock Exchange at an immediate profit*”.

Caso q seja elevado, o capital instalado na empresa tem mais valor face ao custo de substituição desse capital, pelo que novas fábricas e equipamentos de capital serão baratos relativamente ao valor de mercado da empresa. Isto implica que a empresa pode emitir ações para financiar o investimento, a um preço favorável. Portanto, o investimento irá aumentar, pois a empresa tem a possibilidade de adquirir uma grande quantidade de novos bens de investimento, recorrendo apenas a uma pequena emissão de ações. Por outro lado, quando o q é menor, vender equipamento ao custo de reposição é lucrativo e, por isso, desejável do ponto de vista dos acionistas, o que significa que os custos de ajustamento são elevados, pelo que o investimento não responderá aos desvios dos preços dos ativos face ao custo do capital. A empresa não irá adquirir novos bens de investimento, uma vez que o valor de mercado da empresa é baixo relativamente ao custo do capital.

Quando a oferta de moeda aumenta, os indivíduos irão tentar diminuir as suas reservas de moeda, aumentando a sua despesa. Através do mercado bolsista é possível aumentar a despesa, aumentando a procura de títulos e, conseqüentemente, aumentando as cotações das ações. O aumento dos preços das ações conduz a um q de Tobin mais elevado, e, conseqüentemente a maiores despesas de investimento, como visto anteriormente. Mais, perante uma política monetária expansionista, uma queda das taxas de juro é responsável por tornar as obrigações menos atrativas face às ações, provocando o aumento do preço das últimas. Repare-se que ao aumentar o preço dos títulos, aumenta-se o investimento através da diminuição do custo do capital e, por conseguinte, o aumento do produto.

2.2.3. Efeitos Riqueza

Outro canal para a transmissão monetária pelos preços dos ativos é através dos efeitos da riqueza sobre o consumo. Os efeitos riqueza derivam das escolhas que os diferentes agentes económicos realizam, motivados pelas alterações que ocorrem ao longo do tempo no seu património. O consumo é determinado pelos recursos que possuem ao longo do ciclo de vida dos consumidores ou das famílias. Por exemplo, perante uma política monetária expansionista, o aumento da cotação das ações provoca um aumento da riqueza financeira das famílias, provocando necessariamente o aumento do seu consumo. No entanto, surge a questão da sobrevalorização da relação entre o consumo e os efeitos riqueza, uma vez que esta relação só se verifica quando estamos perante uma alteração permanente nos preços dos ativos.

2.3. Crédito

Como referido anteriormente, a política monetária tem efeitos sobre a economia real, através da taxa de juro e pelo efeito do preço dos ativos. Contudo, recentemente, a literatura argumenta que, na realidade, os efeitos da política monetária, em particular os derivados de uma contração monetária, são mais fortes e de um diferente padrão daqueles que seriam de esperar se a taxa de juro e os preços dos ativos fossem os únicos mecanismos relevantes. Através da taxa de juro e do preço dos ativos pressupõem-se que os agentes na economia se comportam de um modo mecanicista, falhando no tratamento da questão de como o sector financeiro, e em particular as instituições bancárias, reagem aos impulsos da política monetária.

Para este canal, as questões de informação assimétrica e dos custos de contratação entre credores e devedores, que resultam em problemas de agente e principal, serão um factor essencial na propagação e amplificação de um choque inicial de política monetária. Como resultado dos problemas de aplicação e verificação dos contratos financeiros, surgem dois canais básicos de transmissão monetária: o canal do balanço (*balance-sheet channel*) e o canal dos empréstimos bancários (*bank lending channel*)⁸. O primeiro baseia-se no papel que o colateral pode ter na diminuição dos problemas de informação assimétrica, através dos efeitos sobre as garantias dos empréstimos e a riqueza das empresas. Isto é, atendendo ao impacto que as alterações da política monetária poderão ter sobre os balanços e as situações financeiras daqueles que pedem emprestado. Finalmente, o canal dos empréstimos bancários foca diretamente os possíveis efeitos das ações de política monetária sobre a oferta de empréstimos por parte das instituições financeiras, salientando o papel de correção da informação assimétrica desempenhado pelos bancos junto do sistema financeiro.

O crédito como mecanismo de transmissão da política monetária sugere que os bancos têm um papel fundamental no sistema financeiro, dado que estão capacitados para resolver os problemas de informação assimétrica existentes no mercado do crédito, que o diferenciam de um qualquer mercado tradicional.

⁸ Destaque-se o trabalho de Gurley e Shaw (1955) que, baseando-se na interacção entre a esfera financeira e a actividade real, sublinhou o papel dos intermediários financeiros no processo de oferta de crédito e a importância da capacidade financeira das empresas em suportar restrições nos empréstimos. O outro canal de transmissão, o canal do “balanço”, poderá também ser designado por “canal alargado do crédito” (*broad credit channel*) ou “canal da riqueza líquida” (*net-worth channel*).

2.4. Expectativas e incerteza

Este canal de transmissão da política monetária está presente em todos os canais anteriormente descritos, dado que este canal é uma versão intemporal dos canais taxa de juro, preço dos ativos e crédito. As condições monetárias existentes na economia são determinadas pela capacidade que as autoridades monetárias têm em influenciar expectativas, de um modo especial, as relativas à inflação. Assim, a formação de expectativas depende de modo crucial da credibilidade da política monetária. Os agentes económicos, ao perceberem de uma forma mais clara a consistência e a probabilidade de manutenção de uma determinada mudança de política, são capazes de adiar ou antecipar decisões de consumo e investimento mais favoráveis ao seu portfólio. Através de uma política monetária mais transparente e credível, os agentes conhecerão com maior credibilidade e certeza as determinantes do comportamento do banco central. É por esta razão que além de se utilizar exclusivamente o canal taxa de juro, se opta por formas de comunicação, tais como os anúncios ou os objetivos de política. Deste modo, a forma de determinação das expectativas poderá vir a ser alterada, contribuindo para a realização dos efeitos desejados da política monetária.

Para além disto, o facto de o sistema financeiro estar cada vez mais globalizado, perante qualquer cenário de contração ou expansão de uma dada economia, implica fortes impactos nas restantes economias do sistema financeiro. Saliente-se, por exemplo, quando perante uma crise financeira se observam cenários de contágio astronómicos. Portanto, as crises financeiras fornecem informação das políticas monetárias a adotar de forma a afetar diretamente as economias.

CAPÍTULO 3

Canais de Transmissão da Política Monetária Não Convencional

No que respeita à política monetária não convencional, os dois canais com maior relevância são o i) *Signalling Channel* (Borio e Disyatat, 2009), o ii) *Exchange Rate Channel* (Bluwstein e Canova, 2016) e o iii) *Portfolio Rebalancing Channel* (Borio e Disyatat, 2009, Bluwstein e Canova, 2016).

3.1. *Signalling Channel*

Através das suas intenções futuras no que respeita às decisões de política monetária (*forward guidance*), o banco central ativa este canal de comunicação. Os anúncios feitos pelo banco central incluem programas de compra de ativos financeiros ou outras medidas que tenham como objetivo combater anomalias de mercado e as expectativas do banco central relativas à evolução futura das taxas de juro.

Com a ativação deste canal, o banco central não só influencia as expectativas dos agentes económicos sobre as suas intenções futuras de decisões de política monetária e, por sua vez, as taxas de juro, como pretende também restaurar a confiança no sistema financeiro. A credibilidade do banco central é o ponto fulcral para a eficácia deste canal de transmissão e a capacidade das expectativas e confiança dos agentes económicos afetarem a situação financeira e económica dos mercados (Cecioni et al.,2011).

A utilização de medidas como o *Quantitative* e *Qualitative Easing*, pressupondo a alteração da composição do balanço do Banco Central, influencia os fatores que determinam o preço dos ativos financeiros. Por exemplo, quando o Banco Central anuncia programas de compra de ativos em grande escala é uma forma de se comprometer em como vai manter as taxas de juro baixas, dado que se se proceder ao aumento das taxas, terá perdas significativas decorrentes da desvalorização dos ativos comprados. Ou então, por exemplo, o anúncio de operações que envolvem ativos ilíquidos reforça a confiança dos investidores nesses ativos (Borio e Disyatat, 2009).

3.2. Exchange Rate Channel

Decorrente da entrada e saída de fluxos financeiros, este canal é ativado. O aumento dos fluxos de capital de um dado país pressupõe que exista maior procura pela moeda desse país, o que provoca uma apreciação da moeda. Por outro lado, quando existem fluxos financeiros de saída de capital, a procura da moeda desse país diminui, levando à depreciação da moeda. Quando o Banco Central compra ativos em larga escala que estão em posse de investidores estrangeiros, pode conduzir a uma depreciação da taxa de câmbio. Caso os investidores queiram reequilibrar o seu portfólio (*portfolio rebalancing*) para terem maior rentabilidade ou possuírem ativos com menor risco, irão substituir os ativos nacionais por ativos em moeda estrangeira, o que pode provocar uma depreciação da taxa de câmbio.

3.3. Portfolio Rebalancing Channel

O principal mecanismo de transmissão das políticas de *quantitative easing* é este canal, uma vez que provoca alterações na composição do balanço do Banco Central. Este canal assenta na ideia de que os diferentes ativos não são substitutos perfeitos uns dos outros, devido às fricções existentes nos mercados financeiros. Assim, alterações na oferta de ativos, estimulados pelo Banco Central, levarão a que existam modificações nos portfólios e no comportamento dos investidores (Borio e Disyatat 2009).

Quando são adquiridos ativos em larga escala, através das políticas de QE, o Banco Central reduz a oferta desses mesmos ativos, provocando necessariamente um aumento do preço e uma redução da rentabilidade. Simultaneamente, os investidores vão querer substituir os ativos vendidos, de forma a equilibrar a sua carteira. Com o aumento da procura, gera-se pressão no preço de todos os ativos financeiros e, de um modo geral, nas taxas de juro de mercado.

CAPÍTULO 4

Análise Empírica

No capítulo anterior foram abordados teoricamente os conceitos inerentes ao presente estudo, com base nas referências bibliográficas mencionadas. O objeto desta dissertação prende-se com o estudo do comportamento da taxa de inflação, focando-nos na política monetária adotada pelo BCE e nas medidas não convencionais adotadas durante o período pré e pós-pandemia e no seguimento do início da guerra na Ucrânia e Rússia.

O estudo empírico de medidas de política monetária não convencional integra desafios quando comparado com a política monetária convencional, uma vez que as taxas de juro diretas não refletem as medidas não convencionais utilizadas pelas autoridades monetárias (Moder, 2017). A literatura académica utiliza os valores do balanço dos bancos centrais como medida da política monetária. No entanto, este critério pode ser falacioso, uma vez que, como explicado anteriormente, o simples anúncio de uma medida monetária não convencional, por exemplo o anúncio de programas de compra de ativos, começa a surtir efeito, mesmo antes de ser efetivamente colocado em prática. Assim, isto pode tornar dúbida a quantificação das medidas de políticas monetárias não convencionais adotadas porque conduz a estimações enviesadas.

Para este estudo empírico, foram utilizadas, para a Zona Euro, quatro variáveis para o período compreendido entre Janeiro de 2020 e Dezembro de 2023: taxa de inflação, taxa de juro, ativos do BCE, ao abrigo dos programas PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme* e APP – *Asset Purchase Programme* e o PIB da Zona Euro.

Devido à crise financeira vivida em 2007-2008, o BCE iniciou um processo de redução das suas taxas de juro diretas: taxa de facilidade permanente de cedência de liquidez, taxa de facilidade permanente de depósito e a taxa de juro das operações de refinanciamento. Antes da crise financeira, era raro existirem taxas de juro negativas no mundo (Carney, 2016). Com este fenómeno, surgiram preocupações relativas à estabilidade bancária, visto ser colocada em causa a rentabilidade dos bancos.

Dada esta conjuntura, perspetivava-se a manutenção de taxas de juro e inflação baixas, o que era um desafio para a condução da política monetária por parte das autoridades reguladoras. Para agravar a situação, a pandemia surgiu na Zona Euro num clima de inflação baixa e com as taxas de juro com valores mínimos, atingindo recordes. Todo este cenário, levou o BCE a adotar

medidas determinantes com vista à cedência de liquidez ao sistema bancário, de forma a apoiar a atividade económica e a garantir uma estabilização do sistema financeiro através da transmissão da política monetária.

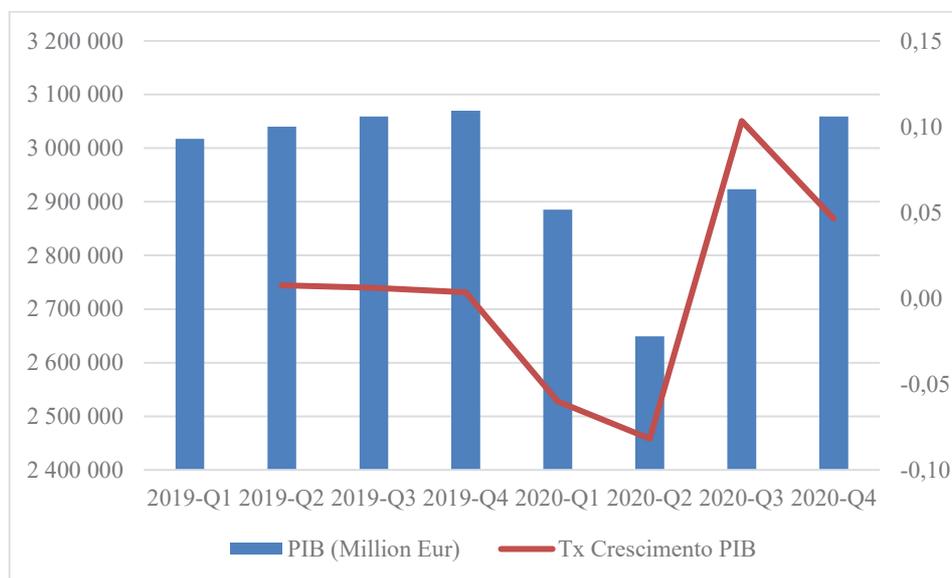


Figura 1 – Taxa de Crescimento do PIB da Zona Euro 2019-2020

Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat

Recorde-se que no primeiro semestre de 2020, a generalidade dos países do mundo enfrentou quedas significativas da atividade económica, devido aos severos *lockdowns* vivenciados. Em 2020, o PIB da zona euro caiu por 2 trimestres consecutivos, recuperando na segunda metade do ano com a reabertura das economias e com os incentivos ao consumo e investimento por parte das autoridades reguladoras.

Desde o primeiro trimestre de 2020, que a maioria dos países da Zona Euro adotou medidas de contenção para controlar a pandemia, o que levou a que os mercados financeiros apresentassem sinais de volatilidade, provocada pela diminuição das expectativas de inflação e pelo aumento das restrições das condições de financiamento, como se observa pelo gráfico 1, a pandemia provocou uma contração do PIB da Zona Euro.

No gráfico 2 é possível verificar que durante o período em análise, o PIB apresentou em 2020 um crescimento negativo, apresentando consecutivamente períodos de crescimento, ainda que pouco uniformes entre 2021 e 2023.

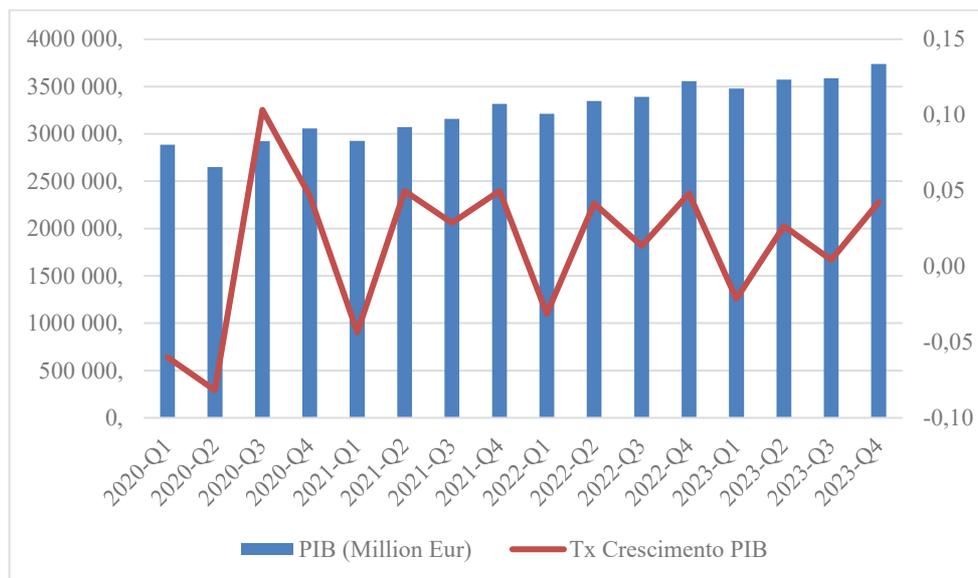


Figura 2 – Taxa de Crescimento do PIB da Zona Euro 2020-2023

Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat

Em 2022, o crescimento continuou, mas a um ritmo mais moderado, devido a fatores como a inflação crescente e a incerteza geopolítica, fruto da guerra na Ucrânia. Assim, o nível de inflação da Zona Euro atingiu valores históricos, pondo em causa a robustez do sistema financeiro europeu, não sendo possível antever com certeza um cenário de contração ou expansão da atividade económica.

O aumento dos preços da energia, nomeadamente fruto do descontrolo no preço do gás e do petróleo fez pressão quanto ao aumento generalizado dos custos de produção, que se refletiu no aumento do custo das matérias-primas e do transporte. Além disto, no pós-pandemia, com a reabertura dos mercados, surgiram pressões sobre os preços. Todo isto contribuiu para o aumento da inflação, o que faz com que o preço dos produtos no mercado interno aumente, fazendo com que os produtos domésticos se tornem menos competitivos no mercado internacional, e os produtos importados mais competitivos. Além disto, com a expectativa de níveis altos de inflação no futuro, verifica-se um menor incentivo à abstenção do consumo no momento presente, em favor do consumo futuro e desincentivando a poupança.

Mais, após a pandemia, as economias começaram a recuperar lentamente a sua atividade e, consequentemente, a procura de bens e serviços aumentou, o que resultou no afastamento da meta de inflação do BCE, situada nos 2%, a partir do 2º Semestre de 2021, como se observa na figura 3. A partir de Fevereiro de 2022, dada a guerra na Ucrânia, assistimos a um agravamento dos problemas nas cadeias de abastecimento, que já tinham começado em 2021, no pós-pandemia, quando a procura se intensificou e a oferta de bens e serviços tardou em chegar. Isto provocou o aumento do preço da energia e, em consequência, um aumento generalizado do preço dos alimentos, o que resultou em pressões inflacionistas globais, sendo atingindo o pico em outubro de 2022, com uma taxa de inflação de 10,6%.

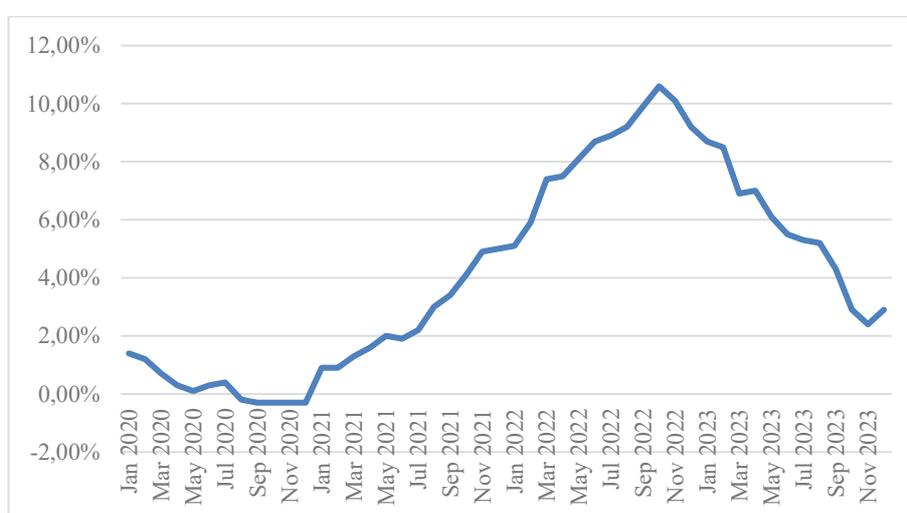


Figura 3 – Taxa de Inflação da Zona Euro 2020-2023

Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat

Como se verifica na figura 2, em 2020, a pandemia provocou uma contração do PIB na Zona Euro, provocando uma recessão, com isto, dado que existiu uma queda na procura, a taxa de inflação manteve-se baixa, como mostra a figura 3, atingindo valores abaixo de zero na segunda metade do ano. Em 2021, assistiu-se a uma melhoria da atividade económica, porém, devido aos problemas associados aos custos da energia, a taxa de inflação começou a subir. Em 2022, continuou-se a assistir ao crescimento moderado do PIB, mas a inflação disparou, atingindo o pico em outubro, justificada pelo conflito na Ucrânia que impactou os preços da energia e dos alimentos. Finalmente, em 2023, ainda que o PIB tenha crescido ligeiramente, a inflação manteve-se alta, embora tenha começado a desacelerar com a atuação da política monetária adotada pelo BCE.

De um modo geral, existe uma correlação positiva entre o crescimento do PIB e a taxa de inflação, o que torna este tema um dos principais focos da política económica e monetária da Zona Euro. Perante o cenário de inflação persistente vivenciado, o BCE teve de adotar medidas de modo a não prejudicar o crescimento económico da Zona Euro. Para tal, utilizou em larga escala a política monetária mais tradicional, ou seja, recorreu ao aumento da taxa de juro diretora (vide figura 4) de modo a conter a inflação.

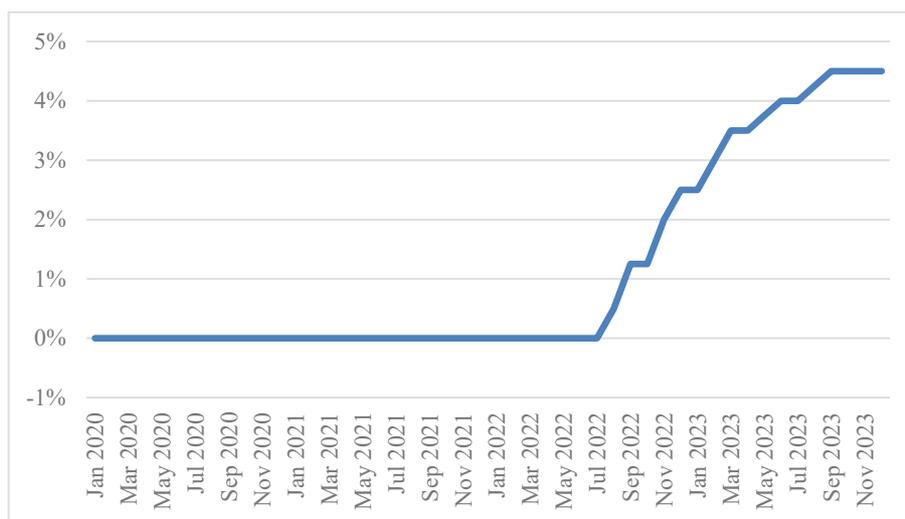


Figura 4 – Taxa de Juro do BCE 2020-2023

Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat

Uma vez que a inflação comporta incerteza quanto aos fluxos de rendimento futuros, a taxa de juro também desempenha um papel crucial quanto ao controlo da taxa de inflação. Em 2020, como se observa na figura 2, o PIB da Zona Euro sofreu uma queda significativa fruto do impacto da pandemia e, para tal, o BCE adotou a tradicional política monetária convencional, reduzindo as taxas de juro e recorreu à política monetária não convencional, implementando programas de compra de ativos. Durante este período de inflação descontrolada, o BCE aumentou a taxa de juro até aos 4,5%, de modo a controlar a taxa de inflação, o que promoveu a desaceleração do crescimento do PIB da Zona Euro, uma vez que o acesso ao crédito se tornou mais caro e os agentes económicos viram-se forçados a reduzir o consumo e os investimentos.

Assim, para este período, 2020 a 2023, existiu uma correlação inversa entre o crescimento do PIB e a taxa de juro. Quando o PIB apresentou sintomas de crescimento, o BCE tendeu a aumentar as taxas de juro para controlar a inflação. Contrariamente, quando o crescimento do PIB se tornou mais vulnerável, as taxas de juro foram mantidas baixas de forma a estimular a economia.

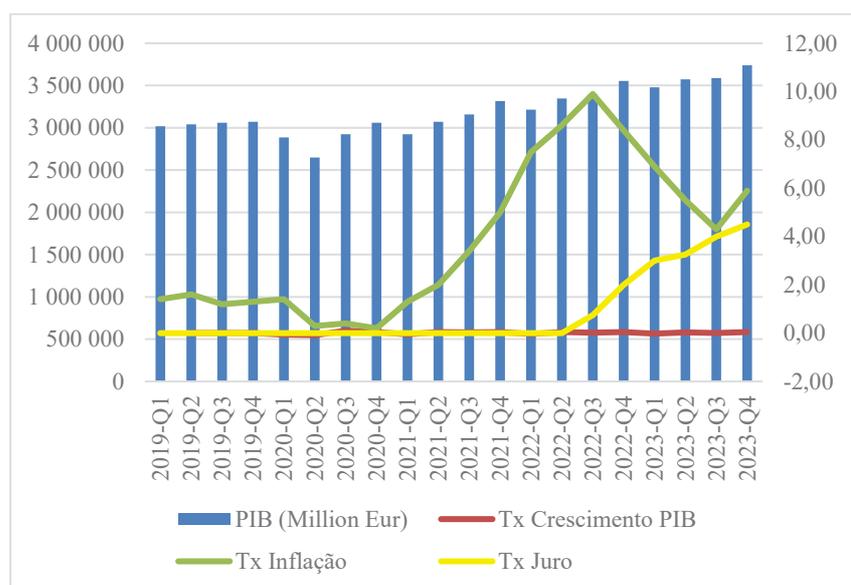


Figura 5 – Relação entre o PIB da Zona Euro com a taxa de inflação e a taxa de juro

Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat

Portanto, há, no nosso entender, um equilíbrio difícil de gerir quanto à utilização exclusiva deste instrumento para controlar a inflação e manter o estímulo necessário ao crescimento da economia. Quando o PIB cresceu, a taxa de inflação também teve tendência a subir ligeiramente dado o cenário pós-pandemia atravessado. Segundo a teoria, a taxa de juro deve aumentar se o PIB estiver acima do pleno-emprego e não se o PIB estiver a crescer. Contudo, no pós-pandemia, as taxas de juro subiram para diminuir a inflação (que estava acima dos 2%), independentemente da estabilidade da atividade económica.

Parece-nos ainda que os programas alargados de compra de ativos por parte do BCE podem ser uma ferramenta para enfrentar problemas quanto à estabilização económica e ao controlo da taxa de inflação. Por um lado, pretendem estabilizar os mercados financeiros através da concessão de crédito, garantindo a transmissão da política monetária, como explicado nos capítulos anteriores. Por outro, quando se pretende promover a recuperação económica, os programas de compra de ativos podem desde logo ajudar no controlo da inflação, começando pela gestão das expectativas da inflação transmitidas ao mercado.

De acordo com a figura 6, o balanço do BCE, no período 2019-2021, apresenta um crescimento devido ao lançamento dos programas de compra de ativos, nomeadamente ao abrigo do programa APP – *Asset Purchase Programme*. O APP é composto por quatro programas de compra de ativos: o terceiro programa de compra de obrigações com ativos subjacentes (*third covered bond purchase programme – CBPP3*), o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (*asset backed securities purchase programme – ABSPP*), o programa de compra de ativos do setor público (*public sector purchase programme – PSPP*) e o programa de compra de ativos do setor empresarial (*corporate sector purchase programme – CSPP*). Este programa resultou no aumento da rubrica “títulos detidos para fins de política monetária” que faz parte dos instrumentos de política monetária não convencional. De um modo geral, até 2022, o balanço do BCE cresceu devido às medidas de política monetária não convencional adotadas, que foram fundamentais para manter as taxas de juro baixas, estimulando o crescimento económico (conforme figura 6).

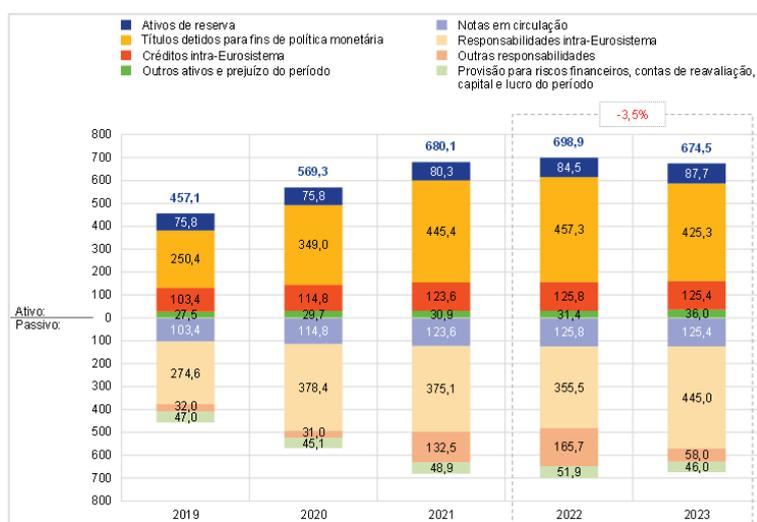


Figura 6 – Principais componentes do balanço do BCE

Fonte: Banco Central Europeu

Durante a pandemia, a manutenção da política monetária não convencional foi largamente adotada pelo BCE de forma a tentar estimular a economia e, com isso, não provocar recessões na atividade económica, conforme se verifica na figura 7.

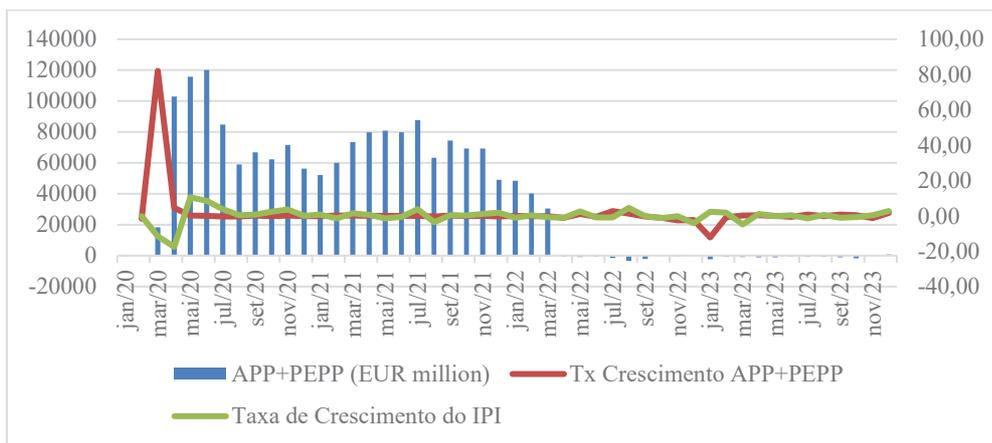


Figura 7 – Evolução do *Industrial Production Index* com os programas APP e PEPP

Fonte: Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat e no Banco Central Europeu

Contudo, com a recuperação económica no pós-pandemia e com o aumento da taxa de inflação a partir de 2021, o BCE viu-se forçado a gradualmente cessar os seus programas de compra de ativos e, como consequência, adotar uma política monetária mais restritiva, o que na prática se traduziu no aumento das taxas de juro. A partir de 2022, como visto na figura 4, o BCE não só deu início à subida das taxas de juro como também foi anunciando que iria manter uma política monetária restritiva, até atingir o seu objetivo fulcral de ter a taxa de inflação perto dos 2%.

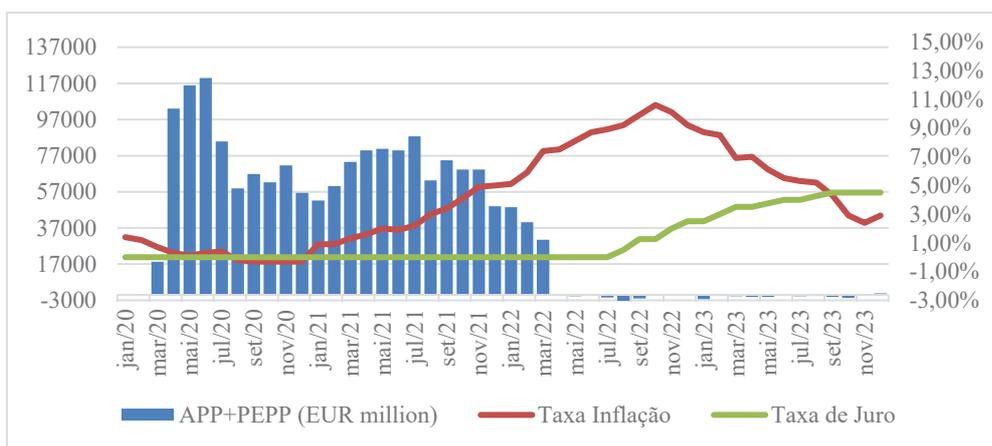


Figura 8 – Evolução dos programas de compra de ativos do BCE com a taxa de inflação e taxa de juro

Fonte: Fonte: Elaboração própria, com informação recolhida no Eurostat e no Banco Central Europeu

Com o aumento da inflação, o BCE viu-se forçado a reconsiderar a política de compra de ativos, uma vez que se viu obrigado a redirecionar os seus esforços para o controlo da inflação ao invés de injetar liquidez na economia para a estimular e promover o crescimento económico. Além disto, os programas de compra de ativos são usualmente estimulados quando se pretende evitar longos períodos de inflação abaixo do objetivo, uma vez que para o crescimento económico sustentável é desejável que exista uma taxa de inflação moderada, situada perto dos 2%. Além disto, os programas de compra de ativos parecem ter efeitos imediatos para o crescimento do PIB, no entanto, a sua dependência prolongada pode gerar desigualdades quanto ao acesso à liquidez, o que pode afetar o crescimento sustentável no futuro.

A transição de uma política monetária convencional assente em taxas de juro baixas para promover o crescimento, para uma política monetária convencional mais restritiva, isto é, aumento das taxas de juro, conforme figura 8, representa por si só um desafio à transmissão da política monetária por parte do BCE. Além disto, importa lembrar que o BCE tem como objetivo fundamental da sua atividade a manutenção da taxa de inflação perto dos 2%, o que se torna difícil de equilibrar quando conjugado com a necessidade de apoiar a recuperação económica, evitando períodos de recessão.

A partir de julho de 2022, o BCE viu-se forçado a subir as taxas de juro diretas de forma a controlar a inflação, por um lado isto poderia, no curto prazo, impactar negativamente o crescimento do PIB da Zona Euro, mas por outro, representou um “mal necessário” para evitar uma escala da inflação excessiva, o que, a longo prazo, tende a criar um crescimento económico mais sustentável.

Verifica-se, portanto, a existência de uma correlação positiva entre o PIB da Zona Euro e o programa de compra de ativos do BCE, especialmente perante situações de crise económica. Através da adoção de políticas monetárias expansionistas, o BCE estimula a recuperação do crescimento económico. Em sentido contrário, a adoção de políticas monetárias restritivas associa-se, no curto prazo, a uma diminuição do PIB, fruto da redução gradual da compra de ativos e do aumento nas taxas de juro. Nesta medida, estímulos monetários mais ligeiros podem provocar uma desaceleração do crescimento económico.

De um modo geral, durante a pandemia e nos meses que seguiram, o BCE adotou a política monetária que visou a manter o crescimento do PIB estável, fê-lo recorrendo aos seus alargados programas de compras de ativos, conforme figura 8, o que assenta no recurso à política monetária não convencional. Gradualmente, para fazer face aos problemas das cadeias de abastecimento que causaram problemas nos mercados pelo excesso de procura e pela oferta tardia, o BCE viu-se forçado a começar a diminuir a injeção de liquidez no mercado, pelo que reduziu sustentadamente os seus programas de compra de ativos. Também durante este período assistimos a uma taxa de inflação baixa, o que fez com que a taxa de juro fosse zero. Contudo, com o aumento da inflação, o BCE viu-se forçado a recorrer à política monetária convencional, aumentando progressivamente a taxa de juro diretora.

Surge, portanto, a questão da utilização da política monetária convencional menos restritiva. Se, por um lado, o BCE está preocupado em manter a taxa de inflação perto de zero, o instrumento taxa de juro não pode ser a única ferramenta, dado que acarreta problemas, no longo prazo, para o crescimento sustentado do PIB. Por outro, a utilização da política monetária não convencional tornou-se praticamente insignificante durante o clima de inflação alta vivido desde o 2º Semestre de 2022 e o ano de 2023, o que acabou por não ajudar a manter o crescimento sustentado do PIB. Políticas como o *Quantitative Easing* e o *Forward Guidance* são ferramentas essenciais em tempos de contração da economia, uma vez que evidenciam orientações futuras sobre o rumo da economia. Mais, a utilização desses instrumentos ajuda a reduzir os custos de financiamento dos agentes económicos, o que permite estabilizar os mercados financeiros e fomentar a recuperação do PIB quando a política monetária convencional não se mostra eficiente no imediato.

4.1. Postura adotada pelo FED

Contrariamente à postura adotada pelo BCE, durante a pandemia o FED atuou muito mais rápido quanto à redução da *federal funds rate*, dado espaço para manter em vigor a política monetária convencional. A diminuição da *federal funds rate* foi das primeiras medidas implementadas quando a pandemia se alastrou nos Estados Unidos. Ao contrário do que aconteceu quando se deu a crise financeira, o BCE reconheceu eficazmente a dimensão e a natureza dos choques que afetaram a economia e, tal como o FED, reagiu rapidamente reaproveitando algumas das facilidades desenvolvidas em crises anteriores, que permitiram agilizar a resposta a esta pandemia (Haas et al., 2020; Mosser, 2020). A pandemia mostrou que em condições de tensão global, a flexibilidade para a aquisição de ativos ajudou a resolver algumas das dificuldades vivenciadas pelo BCE quanto à transmissão da política monetária. Contrariamente a isto, para dar resposta à subida da inflação, o FED anunciou prontamente uma redução dos estímulos monetários, adotando uma política monetária contracionista ao invés de uma política monetária expansionista.

Conclusões

A presente dissertação teve como objetivo retratar a política monetária convencional e não convencional do Banco Central Europeu durante o período compreendido entre janeiro de 2020 e dezembro de 2023, marcada pelos programas de compra de ativos e intimamente relacionado com o instrumento taxa de juro. Outro ponto importante foi a análise dos canais de transmissão da política monetária, em que não sendo mutuamente exclusivos, têm o objetivo de desenvolver a compreensão acerca da forma como o mundo financeiro está globalmente interligado e como as decisões ou anúncios de decisões por parte do BCE podem afetar e ser afetados por choques monetários.

Na literatura, existe um consenso alargado sobre a eficácia mais imediata da política monetária convencional sobre a inflação e o nível da atividade económica. Existe também consenso na literatura sobre o impacto positivo da política monetária não convencional no que diz respeito à transmissão de estabilidade para o sistema financeiro. Portanto, é complexo avaliar a efetividade da política monetária convencional quando comparada com a política monetária não convencional, uma vez que os desafios e os efeitos secundários de cada uma delas são influenciados por diversos fatores, desde logo as expectativas do mercado face à situação económica.

Foi possível verificar a importância significativa das medidas convencionais e não convencionais da política monetária do BCE, conforme os períodos específicos de expansão ou contração da atividade económica. Por um lado, quando se deu a pandemia a política monetária não convencional estava em vigor para sustentar o crescimento do PIB e a taxa de juro estava a zero. Recorde-se que o simples facto de anunciar programas de compra de ativos, o BCE persuade de forma muito direta as expectativas dos agentes económicos e, com isso, mostra-se comprometido em aumentar a liquidez do sistema financeiro e, conseqüentemente, estimula o consumo e o investimento, o que sustentará o crescimento do PIB. A análise realizada mostra que, apesar de existirem efeitos colaterais negativos na adoção de uma política monetária expansionista, esta conseguiu evitar o aprofundamento das crises financeiras mais recentes.

A realização desta dissertação apresentou limitações, uma vez que a utilização das políticas monetárias convencional e não convencional se deparam com um problema fundamental: a simultaneidade. É difícil identificar os efeitos específicos de cada um dos instrumentos das políticas monetárias utilizadas, dado que estas não são isoladamente utilizadas. Além disto, a

implementação da política monetária é feita com base no acesso a informação imperfeita e/ou incompleta, uma vez que os mercados financeiros e a atividade económica são dinâmicos e os efeitos da adoção de determinada política no curto prazo podem ser díspares quando comparados com o efeito a longo prazo. Para além destas limitações, considera-se relevante para trabalhos futuros, que seja utilizado um modelo econométrico contra factual que meça com mais rigor o impacto da política monetária convencional e não convencional no contexto do período de inflação alta vivido entre 2022 e 2023.

Referências Bibliográficas

- Abadie, A., Diamond, A., Hainmueller, J. (2015). „Comparative Politics and the Synthetic Control Method. “ American Journal of Political Science, Vol. 59, No.2, April 2015, Pp. 495-510
- Alesina, A., & Grilli, V. (1991). “The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe”. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3860.
- Asshof, S.; Belke, A.; Osowski, T. (2021). „Unconventional monetary policy and inflation expectations in the Euro area.” Economic Modelling, 102 (2021) 105564
- Andrade, J. (2004). Apontamentos de Econometria.
- Banco Central Europeu (1998). A Política Monetária única na Terceira Fase. Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do SEBC.
- Banco Central Europeu (2005). A Execução da Política Monetária na área do euro.
- Banco Central Europeu (2018a). Benefits of price stability.
- Banco Central Europeu (2018b). Definition of price stability.
- Banco Central Europeu (2011a). The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area.
- Banco Central Europeu (2011b). The Monetary Policy of the ECB.
- BIS (2019), “Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis”, Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), Bank for International Settlements, CGFS Papers, No 63.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and Mauro, P. (2010). “Rethinking Macroeconomic Policy.” Journal of Money, Credit and Banking, 42, issue s1, 199- 215.
- Bluwstein, K. & Canova, F. (2016), “Beggars-Thy-Neighbor? The International Effects of ECB Unconventional Monetary Policy Measures”, International Journal of Central Banking, Vol 12, No 3, pp. 69-120.

Borio, C. & Disyatat, P. (2009), "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", BIS Working Papers, No 292.

Borio, C. & Zabai, A. (2016), "Unconventional Monetary Policies: A Re-Appraisal", BIS Working Papers, No 570.

Ca' Zorzi, M. & Dedola, L. & Georgiadis, G. & Jarociński, M. & Stracca, L. & Strasser, G. (2020), "Monetary Policy And Its Transmission In A Globalised World", European Central Bank, Working Paper N°2407.

Carney, M. (2016). A monetary policy package to support the UK economy. Bank of England Inflation Report, iii-viii.

Cecioni, M. & Ferrero, G & Secchi, A. (2011), "Unconventional monetary policy in theory and in practice", Banca D'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers, No 102.

Correia, I. (2018). "Da política monetária não convencional à política fiscal não convencional", Banco de Portugal.

Dell'Ariccia, G., Rabanal, P., & Sandri, D. (2018). Unconventional monetary policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, 32(4), 147–172.

Driffill, J. 2016. Unconventional monetary policy in the Euro Zone. *Open Economies Review*, 27, pp. 387- 404

Fausch, J., & Sigonius, M. (2018). "The impact of ECB monetary policy surprises on the German stock market." *Journal of Macroeconomics*, 55, 46–63

Friedman, M. (1968). "The role of monetary policy." *The American Economic Review*, 58-1, 1-17

Gurley, J.G. and Shaw, E.S. (1955). „Financial Aspects of Economic Development“. *The American Economic Review*, 515-538.

Haas, J., Neely, C.J., e Emmons, W.R. (2020). Responses of International Central Banks to the COVID-19 Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Fourth Quarter, 102(4), 339-384.

Haksar, V. & Kopp E. (2020), "How Can Interest Rates Be Negative?", *International Monetary Fund, Finance & Development*, Vol. 57, No. 1 . pp 50-51.

Hannoun, H., 2012, Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy, Speech at 47th SEACEN Governors' Conference Seoul, Korea, 13-14 February 2012.

Ireland, P. (1996). "The Role of Countercyclical Monetary Policy," *Journal of Political Economy*, 104(4), 704-723.

Laeven, L. (2014). "Monetary policy and financial stability: a happy marriage?". Keynote lecture at Hungarian National Bank and CEPR Workshop, Budapest, 16 October.

Lagoa, S.; Leão, E.; Leão, P. (2023), *Política Monetária e Mercados Financeiros*, Lisboa, Edições Sílabo.

Lenza, M. & Pill, H. & Reichlin, L. (2010), "Monetary Policy in Exceptional Times", ECB Working Paper N°1253, October.

Martinez-Miera, D., Repullo, R. (2019). „Monetary Policy, Macroprudential Policy and Financial Stability. “ *Annual Review of Economics*, 11:809-32.

McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). "Money creation in the modern economy." *Quarterly Bulletin*. Bank of England.

Moder, Isabella (2017), "Spillovers from the ECB's Non-standard Monetary Policy Measures on Southeastern Europe" ECB Working Paper No 2095, August.

Mosser, P.C. (2020). Central bank responses to COVID-19. *National Association for Business Economics*, 55, 191-201.

Pacheco, L. (2006), *O Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: o papel dos preços dos activos*, (Capítulo I), Tese de Doutoramento em Economia, Lisboa, Universidade Técnica de Lisboa – Instituto Superior de Economia e Gestão.

Panizza, U. & Wyplosz, C. (2016), "The Folk Theorem of Decreasing Effectiveness of Monetary Policy: What Do the Data Say?", Paper to be presented at the Annual Research Conference of the IMF on November 3.

Portes, R. (2014). "Macroprudential policy and monetary policy". Inaugural lecture for the Tommaso Padoa-Schioppa Chair, European University Institute, 19 November.

Sims, Christopher A., (1980). "Macroeconomics and Reality." *Econometrica Journal of the Econometric Society*, 1–48.

Smaghi, L. B. (2009), "Conventional and unconventional monetary policy", In Keynote lecture at the Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva. 28 April.

Svensson, L. (2018). „The future of monetary policy and macroprudential policy“. Speech at the „The Future of Central Banking: An ECB Colloquium“, Frankfurt am Main, May 16-17, 2018.