

É expressamente proibido reproduzir, no todo ou em parte, sob qualquer forma ou meio gráfico, eletrónico ou mecânico, inclusive fotocópia, este livro. As transgressões serão passíveis das penalizações previstas na legislação em vigor. Não participe ou encoraje a pirataria eletrónica de materiais protegidos. O seu apoio aos direitos dos autores será apreciado.

Visite a Sílabo na rede
www.silabo.pt

FICHA TÉCNICA:

Título: Política Monetária e Mercados Financeiros
Autores: Emanuel Reis Leão, Pedro Reis Leão, Sérgio Chilra Lagoa
© Edições Sílabo, Lda.
Capa: Pedro Mota
1ª Edição – Lisboa, setembro de 2009
3ª Edição – Lisboa, janeiro de 2019
Impressão e acabamentos: Europress, Lda.
Depósito Legal: 450462/18
ISBN: 978-972-618-990-9

 **EDIÇÕES SÍLABO, Lda.**
Publicamos conhecimento

Editor: Manuel Robalo

R. Cidade de Manchester, 2
1170-100 Lisboa
Tel.: 218130345
e-mail: silabo@silabo.pt
www.silabo.pt

Índice

Lista de símbolos	17
Prefácio	23
Introdução	25

Capítulo 1

O processo de criação de moeda

1. Conceitos básicos	31
1.1. Moeda e outros ativos de uma economia	31
1.2. Setor monetário de uma economia	32
1.3. Setor não monetário	33
1.4. A base monetária	33
1.5. A massa monetária	34
1.6. O balanço do banco central	35
1.7. O balanço de uma OIFM	35
1.8. A base de incidência	37
1.9. As reservas legais	37
1.10. O processo de criação de moeda	39
2. A criação de reservas bancárias	40
2.1. Concessão de crédito pelo BC às OIFM	40
2.2. BC comprar ativos aos bancos	43
2.3. O BC comprar ativos ao setor não monetário	45
2.4. Concessão de crédito pelo BC ao Estado	46

3. A criação de massa monetária	47
3.1. Concessão de crédito por um banco cria nova moeda na economia	47
3.2. Alternativas possíveis para obtenção de reservas pelas OIFM	52
3.3. <i>Stock</i> de moeda e operações de crédito bancário	53
3.4. Aquisição de ativos por um banco cria nova moeda	55
3.5. Exemplos de criação de nova moeda na economia	55
3.6. Os limites à concessão de crédito bancário e ao crescimento da moeda	58
3.7. Em resumo	59
4. A composição da massa monetária (agregados monetários e de liquidez)	60
4.1. Os agregados monetários <i>M1</i> , <i>M2</i> e <i>M3</i>	60
4.2. Caracterização e significado das rubricas do <i>M3</i>	61
5. Exercícios	68

Capítulo 2

O financiamento da economia

1. O sistema financeiro	73
2. Satisfação das necessidades de financiamento	75
2.1. Instrumentos financeiros	76
2.2. Vantagens e desvantagens do financiamento por ações em vez de obrigações	77
2.3. Vantagens do financiamento direto em relação ao crédito bancário	78
2.4. Vantagens do crédito bancário em relação ao financiamento direto	79
3. Tipos de financiamento	80
4. Mercado primário <i>versus</i> mercado secundário	86
5. Mercado de monetário <i>versus</i> mercado de capitais	87
6. Tipos de obrigações	88

7. A taxa de remuneração das obrigações	91
7.1. A <i>Current Yield</i> de uma obrigação	91
7.2. A <i>Yield-To-Maturity</i> de uma obrigação	92
8. Exercícios	99

Capítulo 3

Os instrumentos de política monetária e a determinação das taxas de juro de curto prazo

1. O mercado de operações de intervenção	103
1.1. Facilidades permanentes	104
1.2. Operações de <i>open-market</i>	105
1.3. Síntese	109
2. O mercado monetário interbancário	111
2.1. Caracterização geral	111
2.2. O segmento de empréstimos <i>overnight</i> do MMI	112
2.3. A taxa de juro de equilíbrio no segmento <i>overnight</i> do MMI	112
2.4. Deslocações ao longo da curva BM <i>versus</i> deslocações da curva BM	118
3. A determinação da taxa de juro <i>overnight</i> no MMI	120
3.1. 1º caso (ajustamento básico nº 1)	125
3.2. 2º caso (ajustamento básico nº 2)	127
3.3. Aumento na procura de crédito bancário	130
3.4. Efeito do aumento das taxas diretoras do banco central	132
4. A determinação das taxas de juro do MMI para prazos superiores a um dia e inferiores ou iguais a um ano (taxas Euribor)	134
4.1. Cenário 1: Os bancos esperam uma <i>manutenção</i> das taxas diretoras do banco central durante os próximos 6 meses	135
4.2. Cenário 2: Os bancos esperam uma <i>subida</i> das taxas diretoras do banco central algures durante os próximos 6 meses	137

4.3. Cenário 3: Os bancos esperam uma <i>descida</i> das taxas diretoras do banco central algures durante os próximos 6 meses	138
4.4. O PRL e a estrutura de prazos das taxas de juro	139
4.5. O cálculo das taxas de juro do MMI	141
4.6. Fatores que podem alterar as taxas de juro do MMI	142
5. A determinação das taxas de juro passivas dos bancos	143
5.1. As taxas de juro passivas tendem a ser inferiores às taxas de juro do MMI com maturidade idêntica	144
5.2. As taxas de juro passivas oferecidas pelos bancos não podem situar-se <i>demasiado abaixo</i> das taxas do MMI da mesma maturidade	145
6. A determinação da taxa de juro das obrigações de curto prazo emitidas pelo Estado (Bilhetes do Tesouro)	146
6.1. Equivalência entre um BT e uma OT com um PPV inferior a uma ano	148
7. A taxa de juro do papel comercial	150
8. A determinação das taxas de juro ativas dos bancos	151
8.1. Fatores que determinam a taxa de juro do crédito bancário	151
8.2. Efeito da subida das taxas de juro diretoras sobre a taxa de juro do crédito bancário	153
9. Efeito das medidas de política monetária sobre a cotação das ações e obrigações na bolsa	155
9.1. Efeito sobre o mercado acionista	156
9.2. Efeito de uma subida das taxas diretoras sobre o mercado obrigacionista	157
9.3. Resumo	159
9.4. Expetativas dos mercados financeiros e cotação das ações e das obrigações	159
10. Impacto de variações nas taxas diretoras sobre o preço da habitação	161
11. Exercícios	162

Capítulo 4

A determinação das taxas de juro de médio e longo prazo

1. Noções básicas	167
2. Teoria das Expetativas Puras	170
2.1. Enunciado	170
2.2. Fundamento da TEP	172
2.3. A taxa de juro de longo prazo depende das taxas de juro de curto prazo e portanto da política monetária	173
2.4. Expetativas dos mercados financeiros e a forma da curva de rendimentos	174
2.5. Síntese	178
2.6. Outros casos	178
3. Teoria da Preferência pela Liquidez	180
3.1. Noção de preferência pela liquidez e de aversão ao risco	180
3.2. As famílias exigem um prémio de risco para estarem dispostas a comprar obrigações de longo prazo	181
3.3. O Estado e as empresas estão dispostos a pagar um prémio de risco nas obrigações de longo prazo	182
3.4. Enunciado da TPL	183
3.5. A taxa de juro de longo prazo é uma média geométrica das taxas de juro de curto prazo presente e esperadas mais um prémio de risco	184
3.6. Fatores que fazem variar o prémio de risco	185
3.7. Expetativas dos mercados financeiros e a forma da Curva de Rendimentos	187
3.8. Comparação entre a TEP e a TPL	190
3.9. Uma empresa deve financiar-se através de uma única emissão de obrigações de longo prazo ou através de uma sucessão de emissões de obrigações de curto prazo?	192
3.10. Inferência sobre as expetativas de evolução das taxas de juro a partir da inclinação da curva de rendimentos	192

3.11. Risco de incumprimento	193
3.12. Deslocações da curva de rendimentos decorrem em geral de alterações das expectativas sobre a evolução das taxas diretores	194
4. A teoria da segmentação de mercados	194
5. A taxa de juro <i>forward</i> e a sua relação com a taxa de juro <i>spot</i> das obrigações	195
5.1. Contratos <i>forward</i> e futuros	195
5.2. <i>Forwards</i> e futuros de taxas de juro	196
5.3. Sequência na determinação dos vários tipos de taxas de juro da economia	197
6. Exercícios	198

Capítulo 5

A liquidez externa da economia

1. A balança de pagamentos	203
1.1. Definição e composição da balança de pagamentos	203
1.2. A balança corrente	204
1.3. A balança de capital	205
1.4. A balança financeira	205
2. O impacto das relações económicas com o exterior sobre os balanços do setor monetário	208
2.1. Impacto das exportações	208
2.2. Impacto das importações	210
2.3. Efeitos de um défice nas relações económicas com o exterior (regime de câmbios flexíveis)	211
2.4. Efeitos de um défice nas relações económicas com o exterior (regime de câmbios fixos)	213
3. Exercícios	215

Capítulo 6

Os mercados cambiais e a determinação da taxa de câmbio

1. Definições	220
1.1. Mercado cambial	220
1.2. Taxa de câmbio ao certo e taxa de câmbio ao incerto	220
1.3. Taxa de câmbio <i>spot</i> e taxa de câmbio <i>forward</i>	221
2. A determinação da taxa de câmbio <i>spot</i> num regime de câmbios flexíveis	222
2.1. Atividades económicas que dão origem a «oferta de USD e procura de euros»	223
2.2. Atividades económicas que dão origem a «procura de USD e oferta de euros em troca»	224
2.3. Fatores que fazem variar as taxas de câmbio	224
3. Representação gráfica do mercado cambial	225
3.1. Curva de oferta de dólares e procura de euros	225
3.2. Curva de procura de dólares e oferta de euros	227
4. Exemplos de fatores que fazem variar a taxa de câmbio	229
4.1. Efeito de uma campanha de marketing realizada pela indústria têxtil europeia nos EUA	229
4.2. Fatores explicativos da apreciação do dólar face ao euro entre janeiro de 1999 (introdução do euro) e outubro de 2000	232
4.3. Intervenção do BC com o objetivo de provocar uma depreciação do dólar	234
4.4. Fatores explicativos da depreciação do dólar face ao euro entre março de 2002 e outubro de 2004	236
5. A teoria da Paridade dos Poderes de Compra	238
5.1. A lei do preço único	239
5.2. A teoria da Paridade dos Poderes de Compra (PPP)	241
5.3. A PPP explica as taxas de câmbio apenas no longo prazo	242

5.4. A PPP não se verifica para os bens não transacionáveis	243
5.5. A versão dinâmica da PPP	244
6. A teoria da paridade descoberta das taxas de juro	247
6.1. Enunciado e fundamento	247
6.2. A TPDTJ e a determinação da taxa de câmbio <i>spot</i> pela procura e oferta de dólares	250
7. Efeitos das medidas de política monetária sobre os mercados cambiais	251
8. Como fazer previsões no mercado cambial	253
9. A paridade coberta das taxas de juro	254
9.1. Enunciado e fundamento	254
9.2. Relação entre paridades descoberta e coberta	255
9.3. Sequência de determinação das várias taxas de câmbio	255
10. A determinação da taxa de câmbio num regime de câmbios fixos	256
11. A especulação nos mercados cambiais	257
11.1. Condições propícias ao aparecimento de ataques especulativos nos mercados cambiais	259
11.2. Em que consiste um ataque especulativo contra a Lira	261
12. Exercícios	263

Capítulo 7

Canais de transmissão e estratégias de política monetária

1. Os canais de transmissão de variações da taxa de juro à economia	269
1.1. Efeitos genéricos da política monetária	269
1.2. Canais de transmissão de alterações da taxa de juro ao consumo	270
1.3. Canais de transmissão de alterações da taxa de juro ao investimento	271
1.4. Canais de transmissão de alterações da taxa de juro às exportações e às importações	273

1.5. Efeitos de alterações da taxa de juro sobre o produto real	273
1.6. Efeitos de alterações da taxa de juro sobre o emprego	274
1.7. Efeitos de alterações da taxa de juro sobre a inflação	274
2. Âncora cambial	275
2.1. Noção	275
2.2. Importação da estabilidade de preços	276
2.3. Exemplo numérico ilustrativo	278
2.4. Implicações resultantes da adoção de uma âncora cambial	279
2.5. Âncora cambial e disciplina nas políticas macroeconómicas	282
2.6. Outras motivações	284
3. Regras monetárias	284
3.1. A equação das trocas	285
3.2. Determinantes da taxa de inflação	287
3.3. Atuação do BC	287
3.4. Vantagens e desvantagens	288
4. <i>Target</i> para a inflação	290
4.1. Noção	290
4.2. A atuação do BC	292
4.3. Vantagens e desvantagens	292
5. Duplo objetivo de controlo da inflação e crescimento económico perto da tendência de longo prazo. A Regra de Taylor	293
5.1. Noção de produto real normal	295
5.2. Noção de taxa de juro real natural	297
5.3. Interpretação da regra de Taylor	298
5.4. A Regra de Taylor é aplicável a outros bancos centrais?	299
5.5. A política monetária do <i>Fed</i> desde 1960	303
6. Questões	305

Capítulo 8

A política monetária do BCE

1. A composição orgânica do Eurosistema	310
2. A independência do BCE	311
3. A missão do BCE	312
3.1. Garantir a estabilidade de preços	312
3.2. Consequências negativas de altas taxas de inflação	313
4. A estratégia de política monetária do BCE	315
4.1. Análise microeconómica	315
4.2. Análise macroeconómica	316
4.3. Análise monetária	322
4.4. As decisões do BCE sobre taxas diretoras	325
5. Política monetária e mercados financeiros	327
5.1. Efeitos da política monetária sobre os mercados de ações e de obrigações	327
5.2. Efeitos da política monetária sobre a taxa de câmbio	329
6. O Pacto de Estabilidade e Crescimento	330
6.1. O saldo orçamental do Estado	330
6.2. Défices públicos, moeda, inflação e taxas de juro	331
6.3. Justificação do Pacto de Estabilidade e Crescimento	335
6.4. O Pacto de estabilidade e crescimento	335
7. Exercícios	337

Capítulo 9

Apêndices

1. Apêndice I: O processo de criação da União Monetária Europeia	345
1.1. O Sistema Monetário Europeu	345
1.2. O processo de liberalização da circulação de capitais financeiros entre Portugal e os países da UE	351
1.3. O Tratado de Maastricht	351
1.4. A convergência nominal da economia portuguesa na década de 1990	352
1.5. Exercícios	355
2. Apêndice II: Procura de moeda e velocidade de circulação da moeda	356
2.1. A teoria quantitativa da moeda	357
2.2. A velocidade de circulação da moeda não é constante no curto prazo	362
2.3. Teorias keynesianas da procura de moeda e da velocidade de circulação baseadas na taxa e juro	364
2.4. Teoria keynesiana da procura de moeda e da velocidade de circulação baseada na estrutura da despesa	369
2.5. Exercícios	373