

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

TEXTOS DE APOIO DA DISCIPLINA DE

**ECONOMIA MONETÁRIA E
FINANCEIRA INTERNACIONAL**

**Quarto ano da Licenciatura em
Economia**

**1º Semestre do ano lectivo de
2006/2007**

Docente:

Prof. Francisco José Veiga

Economia Monetária e Financeira Internacional

Curso: Economia, 4º ano, 1º semestre
Docente: Francisco José Veiga
Departamento de Economia – EEG, Gab. 2.04
Tel.: 253-604534
Fax: 253-676375
Email: fjveiga@eeg.uminho.pt
URL: <http://www.eeg.uminho.pt/economia/fjveiga>

PROGRAMA SUCINTO

Parte I: Mercados Cambiais e o Sistema Financeiro Internacional

- 1 – Os mercados cambiais (RB-1)
- 2 – Mercados monetário e de capitais internacionais (RB-4)
- 3 – Risco cambial e operações a descoberto (RB-5)
- 4 – Previsão das taxas de câmbio, prémios de risco e eficiência do mercado a prazo (forward) (RB-6)
- 5 – Fluxos internacionais de capitais (RB-8, HM-19)

Parte II: Macroeconomia em economia aberta

- 6 – Extensões ao Modelo Mundell-Fleming (HM-5)
- 7 – Mercados de activos e determinação da taxa de câmbio (RB-19)
- 8 – A Balança de Pagamentos (B.P.) portuguesa
- 9 – Abordagens do equilíbrio da B.P. (RB-20)
- 10 – Crises cambiais e ataques especulativos (HM-14)

Parte III: O Sistema Monetário Internacional e a Interdependência e Cooperação na
Economia Mundial

- 11 – O Sistema Monetário Internacional (RB-21)
12 – Interdependência e cooperação internacionais (RB-22, HM-6)
13 – A integração europeia (De Grauwe, 2005)

Nota: Os capítulos mais relevantes das principais referências bibliográficas estão entre parêntesis. As abreviaturas utilizadas correspondem aos seguintes livros:

- HM: Hallwood, C. Paul and Ronald McDonald (2000), *International Money and Finance*, 3rd edition, Blackwell Publishers, Oxford.
- RB: Rivera-Batiz, Francisco and Luis Rivera-Batiz (1994), *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, 2nd edition, McMillan, New York.

Bibliografia Principal:

Hallwood, C. Paul and Ronald McDonald (2000), *International Money and Finance*, 3rd edition, Blackwell Publishers, Oxford.

Rivera-Batiz, Francisco and Luis Rivera-Batiz (1994), *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, 2nd edition, McMillan, New York.

Bibliografia Complementar:

Banco de Portugal (2003), *Relatório Annual de 2003*, Banco de Portugal, Lisboa.

De Grauwe, Paul (2005), *The Economics of Monetary Union*, 6th edition, Oxford University Press, Oxford.

Ferraz, António (2002), *Economia Monetária Internacional*, Escolar Editora, Lisboa.

Krugman, Paul e Maurice Obstfeld (2001), *Economia Internacional: Teoria e Política*, 5^a edição, Makroon Books do Brasil, São Paulo.

Mendonça, António, Horácio Crespo Faustino, Manuel Branco e João Paulo Filipe (1998), *Economia Financeira Internacional*, Schaum, McGraw-Hill de Portugal, Alfragide.

Melvin, Michael (2004), *International Money and Finance*, 7th edition, Addison-Wesley-Longman, Reading, MA.

Sercu, Piet and Raman Uppal (1995), *International Financial Markets and the Firm*, South-Western, Cincinnati.

Método de avaliação:

A avaliação de conhecimentos incluirá as seguintes componentes:

- Mini-teste, que incidirá sobre a Parte I do programa (1/3 da classificação final);
- Exame final, que incidirá sobre a Partes II e a Parte III do programa (2/3 da classificação final, exigindo-se a classificação mínima 7 valores no exame para a aprovação na disciplina);
- Exame oral, para os alunos que tenham uma classificação ponderada de 8 ou 9 valores.

Horário das aulas:

Terça-feira, das 16:00 às 18:00 horas (EEG 0.01)

Quinta-feira, das 14:00 às 16:00 horas (CPII – 211).

Horário de atendimento:

Segunda-feira, das 14:00 às 16:00 horas.

E.E.G. – Gabinete 2.04

Parte I: Mercados Cambiais e o Sistema Financeiro Internacional

1 - Os Mercados Cambiais

1.1 - Introdução

Mercado de câmbios: local onde se troca uma moeda (ou divisa), de um determinado país, por outra.

Funções do mercado:

- transfere poder de compra de uma divisa para outra;
- assegura o crédito no comércio internacional;
- possibilita a cobertura do risco cambial.

Principais participantes:

- clientes a retalho (particulares e empresas);
- bancos comerciais;
- corretores;
- bancos centrais.

Taxa de câmbio:

- apreciação/depreciação e valorização/desvalorização;
- cotação ao certo e ao incerto;
- taxa de câmbio nominal, real e efectiva.

1.2 - Mercados à vista (spot) e a prazo (forward)

Mercado à vista: as moedas são compradas ou vendidas para entrega e pagamento imediatos.

Mercado a prazo: as moedas são compradas ou vendidas para entrega e pagamento futuros (ao preço fixado na celebração do contrato).

Prémio / desconto = $(F_M - S) / S$

Prémio / desconto standard = $\frac{F_M - S}{S} * \frac{360}{M} * 100$

Algumas características do mercado cambial:

- cotações diferentes nos mercados a retalho e a grosso;
- maioria das transacções é feita por transferência bancária;
- funciona à escala mundial;
- está “aberto” 24 horas por dia nos dias úteis;
- maior mercado do mundo (1,2 triliões de USD).

Margem (spread): diferença percentual entre as cotações de compra (bid) e de venda (ask) do banco.

- também se pode medir em pontos base;
- taxa média: entre a cotação de compra e venda.

1.3 - Arbitragem geográfica e triangular

Arbitragem: compra e venda simultâneas de um bem ou activo em diferentes mercados com a intenção de obter um lucro certo resultante do diferencial entre os preços de compra e venda (não envolve riscos);

- geográfica: envolve duas moedas / praças financeiras;
- triangular: envolve três moedas / praças financeiras;
- leva à igualização das taxas de câmbio.

Desvios devem-se a:

- custos de transacção (muito pequenos);

- volatilidade das taxas de câmbio;
- controlos cambiais.

1.4 - Cobertura do risco e especulação

Cobertura do risco: actividade através da qual se fecham ou quadram posições em moeda estrangeira, eliminando o risco cambial inerente às transacções a prazo em divisas.

Especulação: actividade através da qual se pretendem obter lucros a partir de variações previsíveis, mas incertas, das cotações ao longo do tempo (o especulador corre deliberadamente riscos para tentar obter lucros).

1.5 - Previsão das taxas de câmbio: mercados a prazo e consultores cambiais

Taxa forward: reflecte a taxa spot que a maioria dos investidores antecipa . Num mercado eficiente a taxa forward reflecte toda a informação relevante para a determinação de futuras taxas de câmbio e deve ser a melhor previsão disponível da taxa spot;

- na prática, os desvios entre a taxa forward e as taxas spot verificadas são consideráveis;
- tal facto leva os investidores a procurar os serviços de consultores cambiais.

A maioria dos consultores não faz melhores previsões que a taxa forward. No entanto, alguns fazem-no de forma consistente. Isso pode significar que:

- eles conseguem bater o mercado (o mercado não é eficiente);
- os lucros obtidos com base nos conselhos deles não são mais do que a remuneração dos riscos corridos.

1.6 - Os swaps

Os contratos *forward* são raramente utilizados nas transacções interbancárias: os bancos fazem acordos de *swap* entre si.

Foreign Exchange Swap:

- envolve uma troca de divisas que é revertida no futuro (por exemplo, compra *spot* e venda *forward*);
- a diferença entre as cotações *spot* e *forward* (o prémio) constitui a taxa *swap*, geralmente expressa em pontos base ($1\%/100 = 0,0001$);
- se a taxa *swap* for convertida em percentagem anual (igual ao prémio *standard*), pode ser comparada com as taxas de juro.

Currency swap:

- contrato em que as duas partes trocam séries de pagamentos de juros em moedas diferentes (cada empresa pede empréstimo no seu país e na sua moeda) por determinado período e no fim trocam os capitais iniciais a uma taxa de câmbio previamente definida;
- permite às empresas a obtenção de financiamento em moeda estrangeira a longo prazo a custos mais baixos do que se pedissem empréstimos no estrangeiro.

1.7 - O mercado de futuros

Futuros em divisas: mercados centralizados para entrega e pagamento futuros de moeda estrangeira.

Diferenças em relação ao forward:

- disponíveis em mercados centralizados (tipo bolsa);
- os contratos são estandardizados quanto aos montantes, às datas de vencimento e ao colateral;
- poucos contratos chegam ao dia de vencimento: são liquidados através de operações opostas;
- permite realizar ganhos ou evitar perdas antes do vencimento do contrato;
- um contrato de futuros é mais líquido que um forward;
- a “clearing house” garante os contratos mas impõe uma margem mínima de depósito. Esta margem é ajustada todos os dias (“marking to market”);
- futuros são menos atractivos para a cobertura do risco cambial. São mais atractivos para os especuladores.

1.8 - O mercado de opções

Contrato de opção: dá ao comprador o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um dado montante de moeda estrangeira a um preço fixo por unidade e por um período de tempo especificado.

Alguns conceitos:

- opção call (de compra) / put (de venda);
- striking price (preço de exercício);
- opção Americana / Europeia;
- in, at, and out of the money;
- prémio;
- opções sobre futuros (futures options).

As opções permitem que o investidor lucre com mudanças favoráveis nas taxas de câmbio assegurando-o, ao mesmo tempo, que o custo da divisa em questão não sobe (ou desce) acima (abaixo) de um certo nível.

Preço de uma opção depende de:

- valor intrínseco: diferença entre spot e striking price;
- valor temporal: possibilidade de o contrato se tornar mais vantajoso no futuro.

2 - Mercados Monetário e de Capitais Internacionais

2.1 - Introdução

Mercados financeiros:

- mercados de capitais: lidam com activos financeiros com maturidade superior a um ano;
- mercados monetários: lidam com activos financeiros de curto prazo. Estes são bastante líquidos e constituem bons substitutos da moeda.
- a informação é bastante rápida;
- a compra de activos denominados em moeda estrangeira implica riscos cambiais.

2.2 – Investimentos a coberto

Evitam o risco cambial inerente à detenção de activos em moeda estrangeira através do mercado a prazo (forward).

Investimento em activos em euros ou em moeda estrangeira, qual é preferível (implica maior retorno)?

- activo em euros: $R = 1 + i$

- activo em moeda est.: $R^* = (1/e)(1+i^*)F = (F/e)(1+i^*)$

Diferencial de juros a coberto:

$$CD = R^* - R = (F/e)(1+i^*) - (1+i)$$

Aproximação: $CD = (F - e)/e + i^* - i = f - (i - i^*)$

(= prémio/desconto menos o diferencial de taxas de juro)

Serve para a comparação de dois activos que são similares ou equivalentes quanto ao seu risco.

2.3 – Paridade de juros a coberto

Estabelece uma relação rígida entre as taxas de juro e as taxas de câmbio. Constitui uma teoria de como as taxas de juro internacionais se relacionam entre si.

A arbitragem devia fazer com que o diferencial de juros a coberto fosse igual a zero. Assim, em equilíbrio:

$$0 = (F/e)(1+i^*) - (1+i) \Leftrightarrow (F/e) = (1+i) / (1+i^*)$$

Aproximação geralmente usada: $(F-e)/e = i - i^*$

(prémio/desconto = diferencial de taxas de juro)

2.4 – Desvios da paridade de juros a coberto

Na prática, há desvios em relação a esta paridade e estes tendem a persistir. Principais justificações para tais desvios:

- custos de transporte;
- custos de recolha e processamento da informação;
- intervenção e regulamentação governamentais;
- constrangimentos financeiros e imperfeições do mercado;
- activos não são substitutos perfeitos quanto a liquidez, maturidade e risco.

2.5 – Risco político e os mercados monetários

Resultam do exercício da soberania do governo de um país sobre activos que caem na sua jurisdição:

- expropriação ou congelamento;
- controlos cambiais;
- impostos e restrições às transacções internacionais.

Embora seja impossível eliminar totalmente estes riscos políticos, há algumas formas de protecção:

- diversificação;
- evitar os países mais arriscados;
- seguro contra riscos políticos.

Implicações da existência de riscos políticos:

- activos emitidos em diferentes países não são estritamente comparáveis;
- temos que comparar activos emitidos no mesmo país mas denominados em moedas diferentes (Euromonedas). Quando isto é feito e os custos de transacção são tidos em consideração, a paridade de juros a coberto tende a verificar-se entre as principais moedas.

2.6 – SWAPs e a paridade de juros a coberto

Os bancos estabelecem as taxas forward entre si com base nas Euromonedas e na paridade de juros a coberto.

Transacções a prazo:

- forward outright: envolve só o mercado a prazo;
- swap: compra spot com venda forward
 - taxa swap = $F - e$ [geralmente = $e(i - i^*)$]
 - implica que $F = e + e(i - i^*)$
 - a maioria das trocas a prazo entre bancos toma a forma de swaps;
 - também há swaps cambiais entre empresas de forma a evitarem o recurso ao mercado cambial;
 - há swaps de taxas de juro (entre taxas fixas e taxas flutuantes).

3 – Risco cambial e operações a descoberto

3.1 – Taxas de juro, taxas de câmbio esperadas e paridade de juros a descoberto

Remuneração esperada de um activo/investimento:

- no país: $= 1 + i$

- no estrangeiro:

$$= (1 + i^*) \frac{\bar{e}}{e} = 1 + x + i^* + xi^* \cong 1 + x + i^* \quad \text{com} \quad x = \frac{\bar{e} - e}{e}$$

Arbitragem leva a: $\frac{\bar{e}}{e} = \frac{1+i}{1+i^*}$ ou $i \cong i^* + x$

Paridade de juros a descoberto: $i - i^* = x$

3.2 – Taxas de câmbio esperadas e a estrutura temporal das taxas de juro

Estrutura temporal das taxas de juro: descreve a relação entre as taxas de juro para diferentes períodos de tempo, através de uma linha que liga os vários pontos no tempo em que observamos taxas de juro.

Há várias teorias que procuram explicar a estrutura temporal das taxas de juro, das quais salientamos três:

Expectativas: sugere que a taxa de juro de longo prazo tende a igualar a média das taxas de curto prazo esperadas ao longo do período de longo prazo (uma obrigação de longo prazo teria o mesmo retorno esperado que várias de curto prazo);

Prémio de liquidez: títulos de longo prazo incorporam um prémio de risco, já que os investidores preferem títulos de curto prazo (as taxas de juro seriam crescentes ao longo do tempo de maturidade);

Habitat preferido: os mercados de títulos estão segmentados por maturidades. Ou seja, há mercados separados de títulos de curto e longo prazos, e as taxas de juro são determinadas de acordo com a procura e a oferta em cada mercado.

As estruturas temporais das taxas de juro em dois países podem ser usadas para inferir as variações esperadas na taxa de câmbio:

- por exemplo, se compararmos taxas de depósito de Eurodolares e Eurolibras para várias maturidades, a diferença entre as duas estruturas temporais deverá reflectir variações esperadas na taxa de câmbio;

Tendo em conta a paridade de juros a descoberto, se um país tem taxas de juro mais altas que outro, então há uma depreciação esperada da sua moeda face à do outro:

$$i > i^* \Rightarrow \frac{\bar{e} - e}{e} > 0$$

Com a paridade de juros a coberto, temos:

$$i > i^* \Rightarrow \frac{F - e}{e} > 0$$

Se a distância entre as linhas da estrutura temporal das taxas de juro de dois países for constante, então a variação esperada na taxa de câmbio também é constante:

- caso contrário, a variação na distância entre as linhas dá-nos uma ideia de como as expectativas face à taxa de câmbio variam ao longo do tempo.

3.3 - Problemas com testes da paridade de juros a descoberto

Identificação da taxa de depreciação esperada:

- se os agentes económicos prevêem as taxas com exactidão, podemos usar as taxas verificadas;
- o teste consiste em examinar quão parecido é o comportamento dos diferenciais de taxas de juro das variações verificadas nas taxas de câmbio);

- as variações nas taxas de câmbio têm uma componente sistemática, que é previsível, e uma componente aleatória, que é imprevisível:

$$\hat{e}_t = x_t + \hat{e}_{ut} \quad \text{com:} \quad \begin{aligned} \hat{e}_t &= (e_{t+1} - e_t) / e_t \\ x_t &= (\bar{e}_{t+1} - e_t) / e_t \\ \hat{e}_{ut} &= (e_{t+1} - \bar{e}_{t+1}) / e_t \end{aligned}$$

Usando a paridade de juros a descoberto:

$$\hat{e} = (i - i^*) + \hat{e}_u$$

- podemos usar a taxa a prazo (forward) como substituto da taxa de câmbio esperada:

$$f = (F - e) / e = (\bar{e} - e) / e = x \quad \text{quando} \quad F = \bar{e}$$

Neste caso acabamos por testar a paridade de juros a coberto. O problema é que o prémio forward não é necessariamente um bom estimador da taxa de câmbio antecipada dado que pressupõe a existência de um prémio de risco.

3.4 – Taxas de remuneração reais e risco de inflação

Aversão ao risco: pressupõe um desconforto com a incerteza, que implica que a sujeição a maiores riscos tenha que ser acompanhada por maiores retornos.

Taxas reais de retorno

Taxa de juro real: taxa de retorno de um activo em termos de poder de compra de bens domésticos.

- activos domésticos: $r = i - \hat{P}$

- activos em moeda estrangeira: $r^* = i^* + \hat{e} - \hat{P}$

Retornos reais antecipados

Ninguém sabe ao certo qual vai ser a taxa de inflação. Podemos usar a taxa de inflação esperada (π):

$$\bar{r} = i - \pi \quad (\text{activos domésticos})$$

$$\bar{r}^* = i^* + x - \pi \quad (\text{activos em moeda estrangeira})$$

Embora os activos em moeda estrangeira estejam sujeitos ao risco cambial, para além do risco de inflação, isso não implica que os activos em moeda nacional sejam mais seguros. Se as variações de preços e taxas de câmbio estiverem positivamente correlacionadas, os retornos reais de activos em moeda estrangeira estão sujeitos a menores variações.

3.5 – Risco de inflação relativo, risco cambial e fuga de capitais

Se as taxas de câmbio e os preços se movem na mesma direcção, os efeitos de cada um deles nos retornos reais tendem a anular-se um ao outro (se $\hat{e} = \hat{P}$, o retorno real não se altera):

- um activo estrangeiro pode ser mais seguro que um activo em moeda nacional;
- a transferência de fundos para o estrangeiro seria uma forma de cobrir o risco de inflação nacional;
- embora a inflação não seja sempre igual à depreciação, há casos em que estas andam muito perto uma da outra.

3.6 – A Paridade de poder de Compra (PPC) e a correlação entre taxas de câmbio e preços

Lei do preço único: $P = e P^*$ (deriva da arbitragem)

Generalização: os preços internacionais mantêm uma relação estável entre si: $P = \alpha e P^*$

Variações proporcionais (versão relativa da PPC):

$$\hat{P} = \hat{e} + \hat{P}^* \quad \text{ou} \quad \hat{e} = \hat{P} - \hat{P}^*$$

Retorno real de activos em moeda estrangeira:

$$r^* = i^* + \hat{e} - \hat{P} = i^* - \hat{P}^*$$

(o risco passa a estar associado à inflação no estrangeiro)

3.7 – Diversificação e os determinantes do risco de activos

Dados os riscos inerentes aos activos, investidores avessos ao risco vão diversificar a sua carteira (portfolio).

O efeito dos investimentos a descoberto no risco global da carteira tem grande importância:

- se aumentam o risco, será necessário um prémio de risco para que o investimento se realize;
- determinantes do prémio de risco:
 - co-variância entre os retornos dos activos;
 - variação dos retornos reais de um activo em relação aos restantes;
 - grau de aversão ao risco do investidor.

3.8 – O prémio de risco cambial e desvios do prémio forward da taxa de depreciação antecipada

Se implicarem riscos adicionais, os investimentos a descoberto têm que ter um retorno esperado superior aos investimentos a coberto:

- implica que: $x = f + R$ $R =$ prémio de risco
- a validade da paridade de juros a coberto não pode ser usada para validar a paridade de juros a descoberto:

$$i - i^* = f = x - R$$

4 – Previsão das Taxas de Câmbio, Prêmios de Risco e Eficiência do Mercado a Prazo (Forward)

4.1 – O prêmio de risco e o diferencial entre o prêmio forward e as taxas de câmbio antecipadas

Relação entre o prêmio forward e a taxa de câmbio antecipada:

$$x = f + R$$

- o sinal e a magnitude do prêmio de risco ligado a um investimento a descoberto dependem do efeito que o mesmo tem no risco global da carteira de títulos;
- se o prêmio de risco é significativamente diferente de zero, o prêmio forward não será igual à taxa de depreciação antecipada.

4.2 - Expectativas baseadas em questionários e estimativas dos prêmios de risco e forward

Usa as previsões indicadas por indivíduos e peritos envolvidos no mercado cambial. Estas, em combinação com o prêmio forward, podem ser usadas para determinar o prêmio de risco:

$$R = x - f$$

- os questionários parecem indicar que o prêmio de risco varia ao longo do tempo e que as previsões dos inquiridos também variam significativamente.

4.3 – Heterogeneidade de expectativas: “chartists” versus fundamentalistas no mercado cambial

Os “chartists” e os mecanismos de expectativas adaptativas

“Chartists” são aqueles que utilizam a análise gráfica ou técnica para formar as suas expectativas quanto às taxas de câmbio:

- constroem gráficos do comportamento recente das taxas de câmbio para extrapolar o seu comportamento futuro;
- tendem a basear-se em mecanismos de expectativas adaptativas: usam os erros nas previsões passadas para rever as expectativas futuras;
- a variação entre $t-1$ e t na taxa de câmbio esperada:

$$x_{t-1} = E_A \left[\left(\frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} \right) \middle| t-1 \right]$$

- a expectativa de x_t será formada de acordo com:

$$x_t - x_{t-1} = \phi(\hat{e}_{t-1} - x_{t-1}) \quad \text{com } 0 < \phi < 1$$

- variação entre t e $t+1$ na taxa de câmbio esperada:

$$x_t = E_A[\hat{e}_t | t] = (1 - \phi)x_{t-1} + \phi\hat{e}_{t-1}$$

(a taxa esperada é uma média ponderada das taxas esperada e verificada no período passado)

- as taxas previstas desta forma podem estar constantemente erradas: a sua natureza retrospectiva leva a uma reacção lenta a mudanças súbitas e não se usa toda a informação relevante.

Os fundamentalistas e a Paridade de Poder de Compra (PPC)

Os fundamentalistas formam as expectativas com base num modelo que eles acham que determina a taxa de câmbio fundamental, de longo prazo, no mercado:

- um dos modelos mais comuns incorpora a PPC como um guia dos movimentos nas taxas de câmbio;
- embora haja muitos desvios da PPC no curto prazo, as forças da arbitragem mantêm os preços domésticos e estrangeiros ligados entre si de uma forma que a PPC irá eventualmente predominar;
- calculam os movimentos nas taxas de câmbio consistentes com a PPC e usam os mesmos como previsões das variações nas taxas de câmbio;
- a versão relativa da PPC implica que:

$$\hat{e}_t = \hat{P}_t - \hat{P}_t^*$$

- variação entre t e $t+1$ na taxa de câmbio esperada:

$$x_t = E_F[\hat{e}_t | t] = \pi_t - \pi_t^*$$

Heterogeneidade de expectativas

Qual será então a variação esperada pelo “mercado” na taxa de câmbio? Uma forma de a obter é realizar uma média ponderada das diferentes expectativas:

$$x_m = \lambda x_F + (1 - \lambda)x_A = \lambda E_F[\hat{e}_t | t] + (1 - \lambda)E_A[\hat{e}_t | t]$$

(em que λ é a proporção dos participantes no mercado cambial que usa os fundamentais para determinar as taxas de câmbio)

- λ é influenciado pelos ganhos ou perdas de cada tipo de participantes no mercado e pela riqueza dos mesmos;
- entre 1981 e 1985 (apreciação do USD) o peso dos “chartists” aumentou bastante.

4.4 – Expectativas racionais, previsão das taxas de câmbio e a evidência empírica quanto ao prêmio de risco e ao mercado a prazo

- dados os incentivos para mentir nos questionários, estes poderão não ser um bom indicador das verdadeiras expectativas do mercado;
- podemos usar como aproximação as previsões obtidas de acordo com aquilo que pensamos ser o melhor método de previsão disponível;

Expectativas racionais

Pressupõem que as previsões sejam feitas com base na informação disponível e de acordo com o modelo que achamos que melhor representa a realidade. Nova informação será imediatamente incorporada nas previsões. A expectativa racional da variação na taxa de câmbio de t para $t+1$ é a seguinte:

$$x_R = E_R [\hat{e}_t / I_t]$$

- os erros de previsão são:

$$\hat{e}_{ut} = x_{Rt} - \hat{e}_t$$

- tais erros são aleatórios e dependem de factos imprevisíveis ou sobre os quais não havia informação disponível;
- teste para a presença de um prémio de risco:

$$\hat{e}_t = x_{Rt} - \hat{e}_{ut} = f_t + R_t + \hat{e}_{ut}$$

- média de \hat{e}_{ut} deve ser igual a zero;
- x_{Rt} e \hat{e}_t tendem a ser, em média, iguais (x_{Rt} seria um estimador não enviesado de \hat{e}_t);
- se $R_t=0$, f_t é um estimador não enviesado de \hat{e}_t
- o que é que mostram os testes empíricos?

4.5 – Prémios forward e de risco na previsão dos movimentos das taxas de câmbio

Será o prémio forward um estimador não enviesado de taxas das câmbio futuras?

- o teste consiste em estimar a seguinte equação:

$$\hat{e}_t = a_0 + a_1 f_t + erro_t$$

$$H_0: a_0 = 0, a_1 = 1$$

- a evidência empírica tende a rejeitar a hipótese nula: ou o mercado não é eficiente ou existe um prémio de risco;
- se assumirmos a presença de um prémio de risco constante a hipótese nula passa a ser:

$$H_0: a_0 \neq 0, a_1 = 1$$

- se assumirmos que o prémio de risco varia ao longo do tempo a hipótese nula passa a ser:

$$H_0: a_0 = 0, a_1 = 1, a_2 = 1$$

Sendo a equação testada:

$$\hat{e}_t = a_0 + a_1 f_t + a_2 R_t + erro_t$$

(o problema é que é difícil obter dados sobre o prémio de risco).

4.6 – Erros de previsão e a eficiência do mercado

O prémio forward não é um estimador não enviesado da variação das taxas de câmbio. Justificações:

- presença de um prémio de risco;
- o mecanismo de geração das expectativas não é o das expectativas racionais.

Teste das expectativas racionais:

$$\hat{e}_t = x_{Rt} - \hat{e}_{ut} = f_t + R_t + \hat{e}_{ut}$$

se $R_t = 0$, então os erros de previsão são:

$$\hat{e}_{ut} = \hat{e}_t - f_t$$

- os erros não devem estar correlacionados em série;
- presença de um prémio de risco variável ao longo do tempo leva a problemas de heterocedasticidade.

4.7 – Aprendizagem e a formação de expectativas

A aprendizagem é consistente com as expectativas racionais:

- haverá alguns erros sistemáticos ao longo do processo de aprendizagem e de recolha de informação;
- os erros serão maiores após mudanças repentinas ou inesperadas, ou quando a continuação de certas políticas é incerta (“*peso problems*”).

5 - Fluxos internacionais de capitais

Este capítulo examina as razões para o desenvolvimento dos Euromercados, olhando para as suas principais características institucionais e económicas e para as suas implicações para investidores e devedores.

A globalização da banca nos anos 80 e 90 e o desenvolvimento dos Euromercados e do mercado cambial levaram a um aumento enorme dos movimentos de capitais de curto e longo prazos.

5.1 – Euromoedas e Euromercados: o mercado *offshore*

Depósitos ou empréstimos em Euromoeda (ou *offshore*):

- não são denominados na moeda nacional do centro financeiro em que são efectuados;
- o prefixo “Euro” resulta da tradição histórica, não querendo dizer que o depósito foi feito na Europa;
- os mercados de Euro-depósitos ou Euro-empréstimos dizem essencialmente respeito a transacções de curto ou médio prazos;
- o Euromercado deve ser visto como parte do mercado monetário internacional;
- as Euromoedas podem ser englobadas em definições mais abrangentes de moeda (M2 ou M3).

Os bancos comerciais formam o núcleo duro dos euromercados:

- o sistema bancário dos eurodólares é formado pelos depósitos efectuados e pelos empréstimos obtidos em USD em todo o conjunto de bancos localizados fora dos EUA (incluindo as filiais de bancos americanos);
- o mercado dos eurodólares é essencialmente dominado pelas filiais dos bancos americanos;
- a maioria dos grandes Eurobancos são filiais de grandes bancos de âmbito global, não se tratando de bancos especializados em mercados *offshore*;
- as operações nos Euromercados estão concentradas num número limitado de praças financeiras, sendo Londres a principal.

Quem usa os mercados *offshore*?

- Os Euromercados são um segmento do mercado monetário internacional e a maioria das transacções são de grande dimensão (vários milhões de USD);
- Assim, os participantes, para além dos Eurobancos, são geralmente grandes organizações, tais como empresas multinacionais, governos, organizações internacionais (BEI, Banco Mundial, etc.) e bancos centrais;

- O mercado interbancário constitui uma grande parte do mercado *offshore*. As taxas de juro que vigoram no mercado interbancário são as *interbank offered rates* (a mais conhecida é a LIBOR);
- Estas taxas servem de base para as taxas cobradas fora do mercado interbancário (é acrescida uma margem);
- O real volume de empréstimos do mercado *offshore* é dado pela medida líquida deste mercado (que exclui as transacções interbancárias).

Como são criados os Euro-dólares? (ver exemplos)

- Tudo começa com o depósito de dólares num banco *offshore*;
- O banco que recebeu o depósito pode fazer empréstimos no valor do mesmo;
- O depósito inicial pode originar um conjunto de empréstimos e depósitos sucessivos que levam a uma multiplicação dos Eurodólares;
- Como os bancos *offshore* não estão sujeitos a regras tão apertadas em termos de reservas obrigatórias como os bancos dos mercados nacionais, a sua capacidade multiplicadora é ainda maior;
- Na prática, o multiplicador das euromonedas é pouco superior a 1.

5.2 - Origens e justificação económica dos Euromercados

O Euromercado começou com os Eurodólares:

- em finais dos anos 50 e início dos anos 60 a URSS e alguns países de Leste detinham uma larga quantidade de USD, em resultado de vendas de ouro e mercadorias;
- devido à Guerra-fria, estes países não estavam interessados em investir os seus USD nos EUA por medo que estes fossem confiscados;
- a URSS decidiu depositar os seus USD em França, num banco cujo endereço de telex era EURO-BANK;
- os dólares aí depositados passaram a ser designados Eurodólares, nome que se veio a atribuir aos dólares depositados em mercados *offshore*;
- este caso ilustra uma característica importante dos Euromercados: em grande medida, eles estão ao abrigo da intervenção e regulamentação governamentais do país que emite a moeda em questão;
- esta é uma das justificações para o crescimento destes mercados ao longo dos anos;
- outra razão do sucesso destes mercados é a sua capacidade para oferecerem taxas de depósito mais altas e de cobrarem taxas mais baixas nos empréstimos.

Algumas regulamentações dos EUA levaram ao rápido desenvolvimento do mercado dos Eurodólares:

- *Interest Equalization Tax (IET)*: introduzida em 1963, correspondia a um imposto cobrado aos empréstimos pedidos por não residentes;
- As filiais dos bancos americanos contornaram este imposto oferecendo obrigações denominadas em dólares no estrangeiro, com taxas mais baixas que as que podiam ser obtidas nos EUA;
- Em 1966 surge a *Regulation Q*, que estabelecia um tecto máximo para as taxas de juro dos depósitos. Os bancos americanos evitaram uma quebra nos depósitos globais ao oferecer taxas mais altas nos Eurodepósitos;
- Outras regulamentações americanas, tais como a taxa de reservas obrigatória, deram aos Eurobancos vantagens competitivas sobre os bancos localizados nos EUA;
- Outros factores têm ajudado a uma expansão contínua dos mercados *offshore*:
 - A expansão das empresas multinacionais;
 - O aumento dos rendimentos dos países exportadores de petróleo nos anos 70;
 - Os investimentos externos do Japão;
 - O maior risco dos mercados *offshore* é compensado por retornos mais altos.

5.3 – Intermediação financeira internacional

Uma das principais funções dos Euromercados é canalizar fundos dos países emprestadores para os devedores:

- os EUA, o Japão e alguns países exportadores de petróleo têm sido emprestadores líquidos nestes mercados;
- países de Leste, antigas repúblicas da URSS e países em desenvolvimento têm sido devedores líquidos.

As crises do petróleo dos anos 70 levaram a um aumento enorme da riqueza dos países exportadores:

- os países da OPEP emprestaram boa parte das suas receitas através dos Euromercados a países importadores, que assim puderam manter os seus perfis de consumo;
- no início dos anos 80, vários países em desenvolvimento viram-se incapazes de manter os pagamentos da sua dívida. Tal facto levou à conhecida “crise da dívida” iniciada em 1982 pelo México;
- esta crise levou a uma forte redução dos empréstimos nos Euromercados, receando-se uma crise financeira generalizada.

Forças estabilizadoras dos Euromercados:

- intervenção dos principais bancos centrais na eventualidade de uma crise;
- os Eurobancos são geralmente filiais, que podem ser ajudados pela casa-mãe em caso de dificuldades. A sua falência só traz sérios problemas se provocar a falência de todo o banco;
- os grandes empréstimos são sindicados, ou seja, são oferecidos por um conjunto de bancos;
- grande parte dos empréstimos e depósitos são de curto prazo, o que facilita a obtenção de fundos quando necessário e permite actualizações mais frequentes das taxas de juro.

5.4 - Mercados internacionais de obrigações

As obrigações internacionais incluem as obrigações estrangeiras e as Euro-obrigações:

- as obrigações estrangeiras são as emitidas por empresas ou governos estrangeiros no mercado doméstico de um país. São geralmente vendidas por um banco desse país;
- as Euro-obrigações são emitidas em países que não usam a moeda de denominação como moeda nacional. São geralmente vendidas por um conjunto de bancos (sindicato) e colocados em vários países.

O financiamento directo através de mercados de obrigações ou acções é marcado por problemas informação assimétrica:

- comprar obrigações de uma empresa ou de um país sobre os quais há pouca informação pode ser arriscado;
- no que toca às grandes empresas de países desenvolvidos, há *rankings* de risco (Standard & Poor, Moody's, Euromoney);
- organizações internacionais como o Banco Mundial financiam-se nos mercados internacionais de obrigações para depois fazerem empréstimos a países em desenvolvimento a taxas mais favoráveis do que estes conseguiriam obter sozinhos.

Factores que encorajaram o crescimento dos mercados internacionais de obrigações:

- é vantajoso pedir empréstimos numa moeda estrangeira se o custo de financiamento, incluindo o prémio de risco, é inferior ao do mercado nacional;
- a diversificação internacional da carteira de títulos pode levar à redução dos riscos corridos;
- uma empresa pode emitir uma obrigação internacional como forma de cobrir o risco;
- empresas e bancos públicos poderão ser pressionados pelo governo para se financiarem nos mercados internacionais de forma a compensar défices na BP;

- o financiamento em mercados internacionais pode derivar da reduzida dimensão ou inexistência de mercados de obrigações nacionais;
- a liberalização financeira em mercados emergentes e em economias em transição permitiu aos agentes económicos destes países obter financiamentos mais baratos nos mercados internacionais;
- a cobrança de impostos a estrangeiros que investiam nos mercados de obrigações nacionais levou a uma maior colocação de títulos nos mercados *offshore*, como forma de evitar o imposto;
- boa parte das obrigações são ao portador, pelo que o acrescido sigilo também encoraja alguns investidores.

5.5 – Mercados *offshore* e a eficácia da política monetária

Nos Euromercados, os bancos estão sujeitos a relativamente poucas regulamentações:

- a grande integração dos Eurobancos com os bancos domésticos implica que, através do desvio de actividades para o mercado *offshore*, os bancos conseguem evitar os controles e regulamentações impostos pelas autoridades monetárias nacionais;
- tal facto reduz a capacidade do banco Central para afectar a massa monetária.

É fácil perceber a preocupação das autoridades nacionais com os mercados *offshore*:

- a afinidade destes com a banca doméstica afecta seriamente a capacidade das autoridades monetárias para regularem e controlarem os bancos domésticos e os seus créditos;
- embora os Euromercados não tenham levado a uma expansão enorme das massas monetárias nacionais, eles tornam estas últimas mais difíceis de controlar;
- as taxas de juro ficam ligadas às do mercado *offshore* sendo difícil pôr em prática taxas muito diferentes;
- assim, não é de admirar que muitos políticos façam pressão para que haja uma maior regulamentação dos mercados *offshore*.

5.6 – Regulamentação dos mercados *offshore*

A possibilidade da introdução unilateral de controlos efectivos sobre os Euromercados por parte de um país é questionável:

- haveria um desvio de fundos para outros mercados;
- as empresas desse país poderiam financiar-se através das suas filiais no exterior;
- o centro financeiro desse país seria prejudicado face aos concorrentes externos.

Só acções multilaterais por parte de todos os principais países intervenientes assegurariam uma regulamentação efectiva:

- em 1974 foi formado o Comité de Basileia, composto pelos governadores dos bancos centrais de 11 países industrializados. A sua função era atingir uma melhor coordenação da supervisão exercida pelas autoridades nacionais sobre o sistema bancário internacional;
- em 1975 foi celebrada a Concordata de Basileia que dividiu a responsabilidade de supervisão dos estabelecimentos bancários multinacionais entre países das sedes e das filiais;
- em 1988 o Comité concordou com um conjunto de padrões comuns para a adequação do capital bancário. Por exemplo, os bancos devem reter capital pelo menos igual a 8% dos seus activos ponderados pelo risco mais compromissos fora do balanço;
- no entanto, pouco tem sido feito em termos de esclarecer as responsabilidades do redesconto entre países, o dificultaria a solução de uma crise com origem na falta de liquidez dos bancos.

Parte II: Macroeconomia em economia aberta

6 - Extensões ao Modelo Mundell-Fleming

O modelo Mundell-Fleming é, desde os anos 60, um dos principais instrumentos de análise da eficácia de políticas e de choques externos em economia aberta.

Neste capítulo, trataremos de o apresentar brevemente e de descrever as consequências da alteração de algumas das suas assunções base.

6.1 - O modelo Mundell-Fleming

Assunções base:

- pequena economia aberta ao exterior;
- perfeita mobilidade de capitais;
- oferta infinitamente elástica de importações;
- os títulos nacionais e estrangeiros são substitutos perfeitos enquanto as moedas só são detidas nacionalmente;
- as expectativas são estáticas;
- a condição de Marchall-Lerner é sempre satisfeita.

Estas assunções e a Paridade de Juros a Descoberto implicam:

$$i = i^* \quad (\text{taxa de juro igual à internacional})$$

Equilíbrio no mercado monetário:

$$\frac{M^S}{P} = L(i, Y) \quad L_i < 0, L_Y > 0 \quad (\text{curva LM})$$

$$M^S = D + F \quad D = \text{componente doméstica}$$

$$\Delta M^S = \Delta D + \Delta F \quad F = \text{reservas (moeda estrangeira)}$$

Equilíbrio no mercado de bens e serviços:

$$Y = D = A(i, Y) + T(Q, Y) + G \quad A_i < 0, A_Y > 0, T_Q > 0, T_Y < 0$$

(curva IS)

Em que: A = absorção doméstica ($C+I$);

T = balança comercial ($X-M$);

Q = taxa de câmbio real $\left(\frac{SP^*}{P} \right)$;

S = taxa de câmbio nominal.

Equilíbrio da Balança de Pagamentos (B.P.):

$$BP = T(Q, Y) + C(i) \quad T_Q > 0, T_Y < 0, C_i = \infty$$

$$BP = \Delta F$$

Ilustração gráfica (ver figura 5.1):

- dois quadrantes: rendimento – taxa de câmbio ($Y-S$); e rendimento – taxa de juro ($Y-i$);
- as curvas XX e IS representam o equilíbrio no mercado de bens e serviços;
- as curvas LL e LM representam o equilíbrio no mercado monetário;
- as curvas FF representam o equilíbrio na B.P.

Expansão monetária:

- câmbios flexíveis: tem efeitos expansionistas na economia (ver figura 5.2);
- câmbios fixos: é ineficaz.

Expansão fiscal:

- câmbios flexíveis: é ineficaz;
- câmbios fixos: tem efeitos expansionistas na economia (ver figura 5.3).

Como a eficácia dos instrumentos (políticas) varia consoante o regime cambial, não é possível associar permanentemente um instrumento ao equilíbrio interno e outro ao equilíbrio externo (*assignment problem*).

6.2 - O caso de um país grande

As conclusões da secção anterior serão diferentes se analisarmos o caso de um país grande, tal como os E.U.A ou a U.E.

As políticas são eficazes nos dois regimes cambiais:

- uma política monetária expansiva terá efeitos sobre o rendimento mesmo em câmbios fixos:
 - aumenta a massa monetária mundial e descem as taxas de juro internacionais;
- uma política fiscal expansiva também terá efeitos em câmbios flexíveis:
 - a subida das taxas de juro nacionais leva a uma entrada de capitais, que origina uma subida das taxas de juro internacionais;
 - a apreciação da moeda nacional já não anula completamente o aumento dos gastos.

Mesmo nos casos em que as conclusões são essencialmente as mesmas, os efeitos sobre a economia são menores:

- ao afectar também as taxas de juro internacionais, as políticas não vão dar lugar a diferenciais tão grandes de taxas de juro, pelo que os efeitos sobre a economia são menores.

6.3 - Efeitos de choques externos

Até agora só consideramos os efeitos de choques produzidos por políticas domésticas. É também interessante analisar os efeitos de choques emanados do exterior.

Aumento na taxa de juro internacional:

- em câmbios flexíveis (ver figura 5.4) há uma depreciação da moeda nacional, que leva a um aumento das exportações líquidas e a uma expansão da economia (deslocação da curva IS para a direita);
- em câmbios fixos, há uma saída de capitais que reduz a massa monetária e o rendimento de equilíbrio.

Choque exógeno sobre a procura pelas exportações nacionais:

- imaginemos o caso de uma recessão mundial, que leva a uma queda nas exportações do nosso país;
- em câmbios flexíveis, o défice na BP leva a uma depreciação da moeda nacional, que irá restabelecer o nível de rendimento de equilíbrio (excepto se a taxa de juro internacional descer devido à recessão);
- em câmbios fixos, o défice na BP leva a uma saída de capitais, que reduz a massa monetária e agrava a redução no rendimento.

6.4 - Mobilidade imperfeita de capitais

Se assumirmos que o capital não é perfeitamente móvel, a Balança de Pagamentos já não é completamente dominada pelas taxas de juro e a balança comercial passa a ser relevante:

A curva da BP deixa de ser horizontal no espaço $Y-i$:

- quanto menor for a mobilidade de capitais mais inclinada é a curva que representa o equilíbrio da BP;
- com imobilidade de capitais, o equilíbrio da BP é representado por uma recta vertical (ver figura 5.7).

Eficácia das políticas em câmbios flexíveis (ver figura 5.5):

- a eficácia da política monetária é directamente proporcional à mobilidade de capitais;
- a eficácia da política fiscal é inversamente proporcional à mobilidade de capitais.

Eficácia das políticas em câmbios fixos:

- a política monetária é sempre ineficaz;
- a eficácia da política fiscal é directamente proporcional à mobilidade de capitais.

6.5 - Expectativas regressivas e as políticas monetária e fiscal

Nesta secção vamos abandonar a assunção de expectativas estáticas face à taxa de câmbio ($\Delta S^e = 0$) e assumir que as expectativas são regressivas ou inelásticas no curto prazo:

$$\Delta S^e = \theta(\bar{S} - S) \quad 0 < \theta < 1$$

em que: S^e = taxa de câmbio esperada;

\bar{S} = “antiga” taxa de câmbio de equilíbrio;

S = taxa de câmbio de mercado (à vista);

θ = percentagem de ajustamento feito num período.

Com esta definição, a paridade de juros a descoberto já não implica que a taxa de juro seja igual à internacional:

$$i = i^* + \frac{S^e - S}{S}$$

A eficácia das políticas monetária e fiscal em taxas de câmbio flexíveis e perfeita mobilidade de capitais é alterada:

- a política monetária não é tão eficaz no curto prazo (ver figura 5.8a). Os efeitos anteriormente descritos demoram mais tempo a concretizar-se;
- a política fiscal passa a ter efeitos sobre o rendimento no curto prazo (ver figura 5.8b).

6.6 - O efeito da curva em J e expectativas regressivas

Uma das assunções base do modelo Mundell-Fleming é que a condição de Marshall-Lerner se verifica:

- a soma das elasticidades preço das importações e das exportações é superior a um;
- uma subida na taxa de câmbio real leva a uma melhoria instantânea no saldo da balança comercial.

Na realidade, exportações e importações são inelásticas no curto prazo, o que significa que uma depreciação irá começar por piorar o saldo da balança comercial.

No caso de uma política monetária expansiva, terá que haver uma depreciação da moeda nacional acima do previsto pelo modelo M-F, de forma a gerar a expectativa de uma apreciação no futuro e assim permitir o equilíbrio na BP:

- depois de ajustada a balança comercial os efeitos são os previstos pelo modelo Mundell-Fleming.

Mesmo que a condição de Marshall-Lerner se verifique, podemos ter um efeito negativo na balança comercial se as expectativas em relação à taxa de câmbio forem regressivas:

- a menor taxa de juro estimula a economia e as importações podendo piorar o saldo da BC.

6.7 - Efeitos da riqueza

Uma omissão importante do modelo Mundell-Fleming relaciona-se com os efeitos que as oscilações na riqueza dos agentes económicos podem originar:

- estes efeitos tendem a diminuir a eficácia das políticas;
- o défice orçamental e o saldo da conta corrente são duas fontes dessas oscilações na riqueza.

No exemplo seguinte vamos ter em conta as oscilações na riqueza que têm origem no saldo da conta corrente.

Política monetária expansiva:

- a depreciação resultante da moeda nacional irá melhorar o saldo da conta corrente;
- se a conta corrente for superavitária, os agentes domésticos estão a acumular activos estrangeiros, aumentando a sua riqueza;
- aumentos na riqueza originam aumentos na procura por moeda que, para uma dada oferta de moeda, dariam lugar a uma subida nas taxas de juro;
- a apreciação da moeda nacional que se seguiria anularia parte (ou a totalidade) dos efeitos produzidos pela depreciação inicial.

6.8 - Oferta agregada, saldos reais e a taxa de câmbio

Uma característica pouco apelativa do modelo Mundell-Fleming é a assunção de preços constantes:

- os preços considerados no modelo M-F são os da produção doméstica;
- em economia aberta o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) pode ser influenciado por variações na taxa de câmbio;
- variações no IPC levam a variações nos saldos monetários reais;
- se empresas e agregados familiares usam índices de preços diferentes há implicações consideráveis sobre a oferta agregada e sobre a eficácia das políticas.

Efeito nos saldos reais:

$$\frac{M^s}{P_c(S)} = L(i, Y) \quad P_c(S) = \text{IPC, função da taxa de câmbio}$$

Efeitos de uma política orçamental expansiva com câmbios flexíveis (ver figura 5.9):

- o aumento em G desloca a curva IS para a direita;
- a apreciação da moeda traz a IS para a esquerda mas reduz $P_c(S)$, deslocando a curva LM para a direita;
- ou seja, a política orçamental passa a ser eficaz.

A eficácia das políticas também depende da resposta dos salários às variações nos preços induzidas pelas taxas de câmbio:

- no modelo M-F, os trabalhadores só olham para os seus salários nominais;
- mas, vários estudos demonstraram empiricamente que os trabalhadores de alguns países se preocupam essencialmente com os salários reais:
 - neste caso, uma subida nos preços induzida por uma depreciação da moeda levaria a uma subida dos salários nominais;
 - as políticas monetária e fiscal têm efeitos no lado da oferta.

Vamos assumir que os trabalhadores têm uma meta para os salários:

$$W = W_0 P_c^\lambda$$

W = salário nominal;

P_c = índice de preços ao consumidor

λ = importância atribuída aos preços.

O nível de preços geral (IPC) é uma função dos preços dos bens domésticos e dos bens importados:

$$P_c = f(P, SP^*) \quad f_1 > 0, f_2 > 0$$

A oferta de produção doméstica obedece à função de produção:

$$Y = y(N, K) \quad y_N > 0, y_{NN} < 0, y_K > 0, y_{KK} < 0$$

Num mercado competitivo e tomando o preço da produção doméstica como um dado, a procura de trabalho obedece a:

$$y_N = \frac{W}{P} \quad \text{ou} \quad P = \frac{W}{y_N}$$

As últimas equações descrevem o lado da oferta do modelo.

O lado da procura é dado por uma versão da equação da curva IS:

$$PY = P_c A(Y, i) + PX(Q) - SP^* M(Q, A)$$

Esta equação diz-nos que o valor nominal da produção doméstica deve igualar o valor nominal da procura agregada.

A expressão do equilíbrio do mercado monetário é:

$$\frac{M^s}{P_c} L(i, Y)$$

Tal como no modelo M-F, temos:

$$i = i^*$$

O equilíbrio nos mercados de bens, monetário e de trabalho podem ser representados no espaço $Y-P$ (ver figura 5.10):

- a curva AS é positivamente inclinada porque um aumento em P (com W fixo) reduz o salário real, incentivando a contratação de trabalhadores;
- a curva IS é negativamente inclinada porque uma descida de P melhora a competitividade aumentando as exportações líquidas e a procura agregada;
- a curva LM é negativamente inclinada porque uma descida de P leva a um aumento dos saldos monetários reais, permitindo um aumento do rendimento.

Uma depreciação da moeda nacional desloca as três curvas:

- a maior competitividade desloca a IS para a direita;
- a subida no IPC desloca a LM para a esquerda;
- a deslocação da AS é inversamente proporcional ao grau de ilusão monetária:
 - não há ilusão monetária ($\lambda=1$): P_c sobe e os trabalhadores exigem maiores salários, o que leva a uma deslocação da AS para a esquerda;
 - ilusão monetária total ($\lambda=0$): a subida de P_c não afecta os salários e a AS não se desloca (esta é a situação prevista no modelo Mundell-Fleming).

Efeitos de uma política orçamental expansiva (ver figura 5.11):

- a curva IS desloca-se para a direita;
- há uma apreciação da moeda nacional, que leva a uma redução do IPC ($\downarrow P_c$);
 - a curva LM desloca-se para a direita ($\uparrow M^s/P_c$);
 - a perda de competitividade resultante da apreciação desloca a curva IS para a esquerda;
 - assumindo $\lambda=1$, a curva AS também se desloca para a direita ($\downarrow P_c \Rightarrow \downarrow W \Rightarrow \downarrow W/P \Rightarrow \uparrow N$);
 - se houver alguma ilusão monetária ($\lambda < 1$) os efeitos sobre o rendimento serão menores.

Efeitos de uma política monetária expansiva:

- desloca a curva LM para a direita;
- há uma depreciação da moeda nacional, que leva a um aumento do IPC ($\uparrow P_c$)
 - a curva IS desloca-se para a direita devido ao aumento das exportações líquidas;
 - com $\lambda=0$, a curva AS não se desloca (figura 5.12);
 - com $\lambda=1$ (ausência de ilusão monetária), a curva AS desloca-se para a esquerda e os efeitos sobre o rendimento são nulos (ver figura 5.13).

7 – Mercados de activos e determinação da taxa de câmbio

7.1 – Expectativas sobre as taxas de câmbio

Taxas de juro:

- Paridade de Juros a Descoberto: $i = i^* + x$
- As expectativas são formadas racionalmente, usando toda a informação disponível e relevante.

Dinâmica dos mercados:

- os mercados de activos atingem o equilíbrio mais depressa que os mercados de bens;
- aumentos da procura agregada levam a aumentos do output, mas só gradualmente.
- o modelo de Mundell-Fleming representa o equilíbrio global que é atingido depois de todos os ajustamentos de desequilíbrio se terem verificado;
- mercados de bens e monetário no espaço Y, e :
 - curva YY : equilíbrio no mercado de bens (positivamente inclinada);
 - curva LL : equilíbrio no mercado monetário (vertical, não depende da taxa de câmbio).

Dinâmica de desequilíbrio e o ajustamento a choques:

$$\downarrow Y \Rightarrow \downarrow L^D \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow e \Rightarrow x < 0 \quad x = \theta \left(\frac{\bar{e} - e}{e} \right)$$

θ = parte de $(\bar{e} - e)$ que se espera que seja eliminada num período.

Equilíbrio de curto prazo do mercado monetário (curva LL):

$$\frac{M^S}{P} = L^D(i, Y) = L^D(i^* + x, Y) = L^D \left[i^* + \theta \left(\frac{\bar{e} - e}{e} \right), Y \right]$$

7.2 – Choques não antecipados e o sobreajustamento das taxas de câmbio

$$\uparrow M^S \Rightarrow \begin{cases} \downarrow i \\ Y_0 \end{cases} \Rightarrow \uparrow e \Rightarrow \begin{cases} \uparrow e > \uparrow \bar{e} \Rightarrow x < 0 \Rightarrow \downarrow e \\ \uparrow \bar{e} \Rightarrow \uparrow NX \Rightarrow \uparrow Y \end{cases}$$

Sobreajustamento da taxa de câmbio: com o output fixo, um aumento não antecipado na massa monetária requer uma redução nas taxas de juro para manter o mercado monetário equilibrado. Com perfeita mobilidade de capitais, as taxas de juro só podem descer se houver uma apreciação esperada da moeda nacional ($x < 0$). Para que tal aconteça, a taxa de câmbio tem que ultrapassar o seu nível de equilíbrio global (para que depois possa descer).

7.3 – A abordagem monetária da taxa de câmbio

Taxa de câmbio: preço da moeda estrangeira em termos de moeda nacional. Como qualquer preço, depende das forças da procura e da oferta.

Equilíbrio no mercado monetário nacional:

$$\frac{M^S}{P} = L(i, Y)$$

Equilíbrio no mercado monetário estrangeiro:

$$\frac{M^{S^*}}{P^*} = L^*(i^*, Y^*)$$

Relação entre taxa de câmbio e preços de acordo com a PPC:

$$P = eP^*$$

$$e = \frac{P}{P^*} = \frac{\frac{M^S}{L(i, Y)}}{\frac{M^{S^*}}{L^*(i^*, Y^*)}} = \frac{M^S}{M^{S^*}} \frac{L^*(i^*, Y^*)}{L(i, Y)}$$

Como dependem da procura e da oferta de moeda estrangeira, as taxas de câmbio não podem ser determinadas independentemente das economias externas nem das acções dos governos estrangeiros.

A moeda nacional aprecia-se se:

- diminuir a oferta de moeda nacional em relação à estrangeira;
- aumentar a procura de moeda doméstica em relação à estrangeira:
 - aumento do rendimento relativo (Y / Y^*);
 - diminuição da taxa de juro relativa (i / i^*).

Tais resultados são diametralmente opostos aos de outras abordagens de determinação da taxa de câmbio:

- aumentos do rendimento pioram a Balança Comercial, levando a uma depreciação da moeda nacional;
- reduções da taxa de juro levam a saídas de capitais, causando depreciações da moeda nacional.

7.4 – A abordagem monetária e as variações na taxa de câmbio

Equações anteriores em termos de variações:

$$\begin{aligned}\hat{M}^S - \hat{P} &= \hat{L} \Leftrightarrow \hat{P} = \hat{M}^S - \hat{L} \\ \hat{M}^{S*} - \hat{P}^* &= \hat{L}^* \Leftrightarrow \hat{P}^* = \hat{M}^{S*} - \hat{L}^* \\ \hat{e} = \hat{P} - \hat{P}^* &= (\hat{M}^S - \hat{M}^{S*}) + (\hat{L}^* - \hat{L})\end{aligned}$$

Assumindo que:

$$\hat{L}^* - \hat{L} = \phi(\hat{Y}^* - \hat{Y}) + \lambda(i - i^*)$$

Temos:

$$\hat{e} = (\hat{M}^S - \hat{M}^{S*}) + \phi(\hat{Y}^* - \hat{Y}) + \lambda(i - i^*)$$

Diferenciais de taxas de juro, inflação esperada e a taxa de câmbio:

A Paridade de Juros a Descoberto implica que:

$$i - i^* = x$$

Assumindo que a versão relativa da PPC se verifica:

$$x = \pi - \pi^*$$

$$i - i^* = x = \pi - \pi^*$$

Substituindo na equação da variação na taxa de câmbio:

$$\hat{e} = (\hat{M}^S - \hat{M}^{S*}) + \phi(\hat{Y}^* - \hat{Y}) + \lambda(\pi - \pi^*)$$

- aumentos na inflação doméstica esperada tendem a levar a depreciações da moeda nacional;
- notícias relevantes para a formação de expectativas sobre a inflação futura no país e no estrangeiro serão reflectidas imediatamente na taxa de câmbio à vista.

Evidência empírica:

- testes para o período 1973-78 estavam de acordo com a abordagem monetária das taxas de câmbio;
- testes para períodos mais recentes tendem a rejeitar a abordagem monetária;
- tal rejeição pode estar relacionada com a rejeição da PPC na maioria dos testes empíricos;
- poderá também haver substituição de moedas ou títulos nacionais por estrangeiros, ou vice-versa.

7.5 – Risco cambial e a abordagem do portfólio

Ao contrário da abordagem monetária, a abordagem do portfólio assume que os títulos nacionais e estrangeiros não são substitutos perfeitos:

- tal deve-se ao diferente risco associado aos títulos nacionais e estrangeiros;
- investimentos a descoberto em títulos estrangeiros que aumentem o risco do portfólio estarão associados a um prémio de risco positivo;
- o prémio de risco é influenciado por:
 - volatilidade relativa dos retornos reais dos investimentos domésticos face aos estrangeiros;
 - ofertas líquidas relativas de títulos nacionais e estrangeiros;
 - variações na riqueza relativa do país;
- na presença de um prémio de risco, a Paridade de Juros a Descoberto passa a ser:

$$i - i^* = x - R = (\pi - \pi^*) - R$$

A variação da taxa de câmbio passa a ser representada por:

$$\hat{e} = (\hat{M}^S - \hat{M}^{S^*}) + \phi(\hat{Y}^* - \hat{Y}) + \lambda(\pi - \pi^*) - \lambda R$$

Efeitos das notícias no mercado cambial:

A abordagem do portfolio argumenta que nova informação que afecte as expectativas das taxas de câmbio futuras vai influenciar imediatamente a taxa de câmbio à vista.

Principais variáveis a ter em atenção:

- saldo da Balança de Transacções Correntes (BTC):
 - um superavit está associado a um aumento da riqueza nacional em relação à estrangeira, o que leva a uma apreciação da moeda nacional;
 - são as variações não antecipadas na BTC que produzem efeitos na taxa de câmbio;
- défices orçamentais:
 - tendem a estar associados a um aumento da oferta relativa de títulos domésticos face aos estrangeiros;
 - défices não antecipados superiores aos défices estrangeiros causam depreciações;
- crescimento da massa monetária nacional:
 - crescimento maior que o antecipado tem levado à apreciação da moeda nacional (devido aos seus efeitos nas expectativas quanto ao futuro).

8 – A Balança de Pagamentos (B.P.) portuguesa

Registo destinado a medir as transacções que se estabelecem entre os sectores internos da economia e o sector exterior.

Contabilização das transacções:

- débito: se resulta num pagamento ao exterior (-);
- crédito: se resulta num recebimento do estrangeiro (+).

Tipos de transacções:

- exportações ou importações de bens ou serviços;
- transacções que envolvem a compra ou venda de activos.

Activo: qualquer das formas em que a riqueza pode estar contida (dinheiro, acções, fábricas, títulos, terras, etc.).

Partidas dobradas:

- todas as transacções dão origem a um crédito e um débito;
- isso faz com que o saldo da BP tenha que ser igual a zero;
- défices ou superávites só aparecem em saldos parciais da BP.

Níveis da BP:

- Balança Corrente;
- Balança de Capital;
- Balança Financeira.

8.1 - A actual apresentação das estatísticas da B.P.

Na sequência de recomendações metodológicas do FMI, BCE e Eurostat com vista à harmonização estatística, mudou a partir de Janeiro de 1999 a apresentação das estatísticas da Balança de Pagamentos.

Na nova apresentação a Balança de Pagamentos tem três componentes principais:

- Balança Corrente, Balança de Capital e Balança Financeira.

Balança Corrente:

- Mercadorias
- Serviços:
 - transportes, turismo, seguros, construção, etc.;
- Rendimentos:
 - do trabalho ou do investimento;
- Transferências correntes
 - remessas de emigrantes e imigrantes;
 - transferências correntes com a UE;
 - fluxos financeiros de cooperação entre estados;
 - pensões de emigrantes regressados definitivamente.

Balança de Capital:

- Transferências de capital:
 - da UE para financiamento de infra-estruturas;
 - de património (via regresso dos emigrantes);
 - perdões de dívida.
- Aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros:
 - Activos intangíveis: patentes, *franchises*, marcas...
 - Activos tangíveis: aquisição de terrenos por embaixadas.

Balança Financeira

- Investimento directo:
 - Construção ou compra de fábricas/empresas, etc.
- Investimento de carteira:
 - Títulos de participação, obrigações, etc.
- Outro investimento:
 - Concessão de empréstimos a não residentes;
 - Depósitos de não residentes;
 - Depósito de residente num banco “off-shore”;
 - Variação na posição externa de c.p. dos bancos;
- Derivados financeiros: Futuros, opções, etc.
- Activos de reserva: face a não residentes na zona-euro e expressos em moedas de fora da zona-euro (ouro, DSE, reserva no FMI, activos cambiais).

Relação com a apresentação antiga:

- A soma dos saldos das balanças corrente e de capital é aproximadamente igual à antiga Balança de Transacções Correntes:
 - As diferenças resultam das alterações metodológicas no tratamento conferido às transacções de derivados financeiros e de serviços de seguros.

- A Balança Financeira integra um conjunto de rubricas anteriormente incluídas na Balança de Capitais Não Monetários, na Variação da posição externa de curto prazo dos bancos e na Variação das Reservas Oficiais Líquidas.

8.2 - A evolução da B.P. Portuguesa e das suas componentes

Em 2005 verificou-se um novo agravamento do desequilíbrio externo, depois do ajustamento verificado em 2002 e 2003:

- A soma dos saldos das balanças corrente e de capital resulta num défice equivalente a 8,1% do PIB (em 2004 tinha sido de 5,7%);

- O aumento das necessidades de financiamento continuou a ser explicado pela redução da poupança interna, quer do sector privado quer do sector público;
- O aumento do desequilíbrio externo traduziu em larga medida o comportamento da balança de mercadorias, que registou um défice de 11,4% do PIB;
- As persistentes necessidades de financiamento da economia portuguesa resultam num crescente endividamento externo, que em termos líquidos já se eleva a 64,3% do PIB.

Balanças Corrente e de Capital:

- O saldo da balança de mercadorias tem piorado desde 2003: em 2004, devido a um crescimento real das exportações superior ao das importações; em 2005, o forte aumento dos preços do petróleo levou a uma deterioração dos termos de troca;
- Tem havido também uma deterioração da competitividade das exportações portuguesas, associada ao crescimento dos custos unitários do trabalho;
- Depois da realização do Euro 2004, que melhorou o saldo da balança de serviços, este piorou em 2005 devido a as importações dos serviços de turismo terem crescido mais que as exportações;

- Voltou a registar-se uma deterioração do saldo da balança de rendimentos;
- Diminuiu novamente o saldo de remessas de emigrantes/imigrantes;
- Verificou-se uma redução nas entradas de fundos da União Europeia, tanto correntes como de capital, destacando-se uma redução de cerca de 20% nas transferências realizados no âmbito do FEDER;
- Como consequência, o saldo das transferências correntes e o saldo da balança de capital registaram uma deterioração em relação a 2004.

Balança Financeira:

- Registou uma entrada líquida de fundos equivalente a 8,8% do PIB, contra 6,4% em 2002, traduzindo um aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior;
- Este aumento resultou quer do agravamento do défice global das administrações públicas quer de maiores necessidades de financiamento por parte do sector privado não financeiro;
 - É de realçar o montante significativo de aquisições de títulos da dívida portuguesa (de médio e longo prazo) efectuado por não residentes;

- As Instituições Financeiras Monetárias (IFM) continuaram a financiar-se através de emissões de títulos de médio e longo prazo no exterior através das suas filiais;
- Houve uma entrada líquida de fundos equivalente a 0,7% do PIB no que toca ao investimento directo, o que representa uma ligeira recuperação face a 2004.

Posição de investimento internacional:

- Continuou a aumentar a posição devedora líquida da economia portuguesa face ao exterior, atingindo um montante líquido equivalente a 64,3% do PIB em 2005 (era só de 9,6% em 1996);
- Em 2005 houve um aumento significativo da posição devedora líquida das administrações públicas face ao exterior (de 34,3% para 39,3% do PIB);
- Este aumento do endividamento ao longo dos últimos anos tem sido facilitado pelas oportunidades de financiamento decorrentes da participação num vasto mercado monetário e financeiro com moeda única.

9 – Abordagens do equilíbrio da Balança de Pagamentos: elasticidades, absorção, monetária e de portfolio

9.1 – Abordagem das elasticidades

Procura determinar o impacto de uma variação na taxa de câmbio na BTC, partindo do pressuposto que o rendimento nacional permanece constante:

- efeitos da variação na taxa de câmbio dependem das elasticidades da procura das importações e das exportações;
- desvalorização da moeda nacional leva a:
 - aumento das exportações;
 - diminuição do volume das importações acompanhado de um aumento do seu preço em euros (pioram os termos de troca);
 - efeito sobre a Balança Comercial é indeterminado.

A condição de Marshall-Lerner ultrapassa a indeterminação do impacto da desvalorização na Balança Comercial:

Pressupostos:

- a B. Com. está em equilíbrio antes da desvalorização;
- as economias são semi-grandes, isto é, têm capacidade para determinar o preço do bem de exportação.

Resultados:

$$\frac{\partial BTC}{\partial e} > 0 \Leftrightarrow \eta_X + \eta_M > 1 \quad (\text{condição de M - L})$$

$$\frac{\partial BTC}{\partial e} = 0 \Leftrightarrow \eta_X + \eta_M = 1$$

$$\frac{\partial BTC}{\partial e} < 0 \Leftrightarrow \eta_X + \eta_M < 1$$

9.2 – A abordagem da absorção

A abordagem da absorção inclui os efeitos da desvalorização no rendimento e baseia-se na relação entre o saldo da BTC (aqui igual à B.Com.), o rendimento e a absorção.

$$Y = A + X - M \Leftrightarrow Y - A = X - M$$

O saldo da BTC é igual à diferença entre o produto interno e a absorção interna:

$$X - M > 0 \Rightarrow Y > A$$

$$X - M < 0 \Rightarrow Y < A$$

Diferenciando em relação à taxa de câmbio:

$$\frac{d(X - M)}{de} = \frac{dY}{de} - \frac{dA}{de}$$

Se $A = Ad + aY$, sendo Ad a absorção directa e a a propensão a absorver, temos:

$$\frac{d(X - M)}{de} = \frac{(1 - a)dY}{de} - \frac{dAd}{de}$$

Saldo da BTC aumenta se: $(1 - a)dY > dAd$

Efeitos da desvalorização na absorção directa são ambíguos:

- efeitos sobre a oferta real de moeda:

$$P = \alpha P^d + (1 - \alpha)eP^*$$

$$\uparrow e \Rightarrow \uparrow P \Rightarrow \downarrow \frac{M^s}{P} \Rightarrow \uparrow i \Rightarrow \downarrow Ad$$

- efeitos sobre a repartição do rendimento:
 - se favorecer os agentes com menores rendimentos, a absorção directa aumenta;
- efeito ilusão monetária:
 - se os agentes não ajustarem o seu cabaz de compras após a diminuição dos salários reais, a despesa em consumo aumenta, aumentando Ad ;

- efeito nas expectativas:
 - a desvalorização pode criar expectativas inflacionistas, levando a um aumento do consumo actual ($\uparrow Ad$). No entanto, pode diminuir o investimento. O efeito é ambíguo;
- efeitos da deterioração dos termos de troca (efeito Laursen-Metzler):
 - *efeito rendimento*: negativo, pois com a mesma quantidade exportada conseguem-se obter menos produtos importados;
 - *efeito substituição*: de produtos estrangeiros por nacionais, o que aumenta a absorção directa.

As abordagens das elasticidades e da absorção são complementares:

- os efeitos da desvalorização no rendimento dependem da verificação da condição de Marshall-Lerner;
- quando esta condição se verifica, a desvalorização melhora o saldo da BTC. Contudo, o consequente aumento do rendimento aumenta as importações, contrariando parte do efeito inicial sobre a BTC.

9.3 – A abordagem monetária da Balança de Pagamentos

Dá especial realce aos ajustamentos do mercado monetário e como estes se relacionam com a Balança de Pagamentos.

O mercado monetário manter-se-á em equilíbrio se:

$$\Delta M^D = \Delta M^S$$

$$\Delta M^S = \mu(\Delta DLX + \Delta CBC) = \Delta DLX + \Delta CBC \quad (\text{se } \mu=1)$$

$$BP_N = \Delta DLX$$

Então, $\Delta M^S = BP_N + \Delta CBC$

Em equilíbrio, $\Delta M^D = BP_N + \Delta CBC$

$$BP_N = \Delta M^D - \Delta CBC$$

$$BP_N > 0 \Rightarrow \Delta M^D > \Delta CBC$$

$$BP_N < 0 \Rightarrow \Delta M^D < \Delta CBC$$

Dinheiro em excesso pode ser usado para comprar bens ou activos estrangeiros:

$$BP_N = \Delta M^D - \Delta CBC = NX_N + K_N$$

Uma forma de reduzir um défice na BP é reduzir o crescimento dos créditos do Banco central.

Mecanismo monetário de ajustamento da B.P.:

- caso de uma pequena economia aberta ao exterior perfeitamente integrada nos mercados mundiais e a produzir ao seu nível potencial;

$$A = \bar{A} + aY - bi + \rho \frac{W}{P} \quad \frac{W}{P} = \text{riqueza real}$$

- a moeda é a única forma de riqueza disponível:

$$\frac{W}{P} = \frac{M}{P}, \quad BP = NX, \quad \text{já que } K = 0$$

- podemos ignorar a taxa de juro, ficando com:

$$A = \bar{A} + aY + \rho \frac{M}{P} = \bar{A} + aY_F + \rho \frac{M}{P}$$

O equilíbrio da BTC é atingido quando:

$$Y_F = A^e = \bar{A} + aY_F + \rho \left(\frac{M}{P} \right)_e$$

$$\left(\frac{M}{P} \right)_e = \frac{1}{\rho} [(1-a)Y_F - \bar{A}]$$

O mecanismo de ajustamento automático da BTC é puramente monetário:

- não envolve ajustamentos deflacionários que levam a economia para a recessão;
- já poderá envolver algum desemprego se houver rigidez de curto prazo na economia.

$$NX = Y_F - A = (1 - a)Y_F - \bar{A} - \rho \frac{M}{\bar{P}} = \rho \left[\left(\frac{M}{\bar{P}} \right)_e - \left(\frac{M}{\bar{P}} \right) \right]$$

Os ajustamentos na riqueza monetária são feitos em proporção do hiato entre os stocks de moeda de longo prazo e actual. Dois factores determinam a velocidade do ajustamento:

- a dimensão do hiato;
- o valor do parâmetro ρ .

Esterilizações atrasam o processo de ajustamento.

Desvalorização:

Considerando só os bens transaccionáveis:

$$\bar{P} = \theta P_X + (1 - \theta) P_M \quad \begin{array}{l} P_X = \text{preço dos bens exportáveis} \\ P_M = \text{preço dos bens importáveis} \\ \theta = \text{exportáveis/consumo} \end{array}$$

$$P_M = e P_M^* \quad \text{e} \quad P_X = e P_X^* \\ \bar{P} = \theta e P_X^* + (1 - \theta) e P_M^* = e (\theta P_X^* + (1 - \theta) P_M^*) = e \bar{P}^*$$

Efeitos:

- curto prazo: $\uparrow e \Rightarrow \uparrow \bar{P} \Rightarrow \downarrow \frac{M}{\bar{P}} \Rightarrow \downarrow A \Rightarrow NX = Y_F - A > 0$
- longo prazo: $NX > 0 \Rightarrow \uparrow \frac{M}{\bar{P}} \Rightarrow \uparrow A \Rightarrow NX = Y_F - A = 0$
- preços relativos não se alteram.

9.4 – A abordagem do portfolio

Na realidade, os indivíduos diversificam os seus portfolios entre uma variedade de activos. Tal pode ser reconhecido permitindo que os indivíduos detenham riqueza também sob a forma de activos financeiros (obrigações, por exemplo):

$$\frac{W}{P} = \frac{M}{P} + V$$

Duas decisões devem ser tomadas:

- tamanho do portfolio (total de riqueza detida);
- composição do portfolio.

Restrição orçamental:

$$\left(\frac{W}{P}\right)_e = \frac{M}{P} + V \quad \text{ou} \quad V = \left(\frac{W}{P}\right)_e - \frac{M}{P}$$

Rácio de obrigações sobre moeda (linha de diversificação):

$$V = l \frac{M}{P} \quad \text{ou} \quad l = \frac{V}{M/P}$$

Moeda, fluxos de capitais e ajustamento da B.P.:

Excessos de oferta de moeda nacional podem ser compensados de duas formas:

- comprando bens estrangeiros: afecta NX e leva a uma redução do portfolio;
- comprando activos estrangeiros: afecta K e leva a uma mudança na composição do portfolio.

As mudanças no tamanho do portfolio costumam ser bem mais lentas que as mudanças na composição do mesmo.

Um aumento da oferta de moeda através da impressão de dinheiro piora NX e a B.P. no curto prazo. Se não houver mais choques, tais défices serão eliminados no longo prazo.

Crescimento, inflação e a Balança de Pagamentos:

$\hat{M}^D = \hat{M}^S$ equilíbrio no mercado monetário

$$\hat{M}^S = \hat{\mu} + B\hat{M} = \hat{\mu} + \frac{BP_N + \Delta CBC}{BM} = \hat{\mu} + \frac{BP_N}{BM} + \frac{CBC}{BM} \frac{\Delta CBC}{CBC}$$

$$\hat{M}^S = \hat{\mu} + \frac{BP_N}{BM} + \frac{CBC}{BM} C\hat{B}C \Leftrightarrow \frac{BP_N}{BM} = \hat{M}^D - \hat{\mu} - \frac{CBC}{BM} C\hat{B}C$$

O que determina a procura nominal de moeda?

$$L^D = \frac{M^D}{P} \Leftrightarrow M^D = \bar{P}L^D$$

$\hat{M}^D = \hat{P} + \hat{L}^D$ o crescimento nominal desejado da moeda deriva da inflação e do crescimento da procura real de moeda

$$L^D = L(Y, i)$$

$$\hat{L}^D = \eta_Y \hat{Y} + \eta_r \hat{i} \quad \left\{ \begin{array}{l} \eta_Y = \frac{\Delta L^D / L^D}{\Delta Y / Y} \Big|_{i = i_0} > 0 \\ \eta_r = \frac{\Delta L^D / L^D}{\Delta i / i} \Big|_{Y = Y_0} < 0 \end{array} \right.$$

Substituindo, temos:

$$\frac{BP_N}{BM} = \hat{P} + \eta_Y \hat{Y} + \eta_r \hat{i} - \hat{\mu} - \frac{CBC}{BM} C\hat{B}C$$

Esta equação:

- sumariza a influência do crescimento de algumas variáveis no saldo da BP;
- pode ser usada como uma peça base de um programa de financiamento do Banco Central, ajudando a avaliar as implicações das políticas sobre a BP;
- tem servido como base da evidência empírica da abordagem monetária;
- pode servir como base de uma regra de oferta de moeda: a taxa de crescimento da oferta de moeda que colocaria o mercado monetário em equilíbrio.

Variações esperadas nas taxas de câmbio, taxas de juro e crises cambiais:

Paridade de juros a descoberto: $i = i^* + x$

Injecções monetárias: $\uparrow M^S \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \downarrow DLX \Rightarrow x > 0 \Rightarrow \uparrow i$

Consequências do aumento das taxas de juro:

- diminuição da procura por moeda (L^D);
- com $\uparrow M^S$ e $\downarrow L^D$ e preços fixos, tem que haver uma enorme descida nas DLX para manter o equilíbrio no mercado monetário ($M^S = L^D$);
- as perdas de reservas cambiais podem levar a uma crise da Balança de Pagamentos.

Para evitar a crise é preciso reduzir a taxa de crescimento monetário. Mas, para ser credível, tal política não pode ser temporária. O compromisso tem que ser de longo prazo:

- as crises podem também resultar de expectativas baseadas em más experiências no passado. Tais expectativas podem levar à crise, tornando-se, assim, auto-sustentadas.

10 - Crises cambiais e ataques especulativos

10.1– Crises financeiras internacionais recentes

Três grandes crises financeiras recentes (América Latina – 1982/3; México 1994/5; e Sudeste Asiático – 1997) revelam a interacção entre a fraqueza financeira doméstica e a crise financeira internacional.

As principais semelhanças é que todas foram precedidas por:

- liberalização financeira;
- entradas de capitais em grande escala;
- grande acumulação de dívida externa;
- as crises financeiras ocorreram de repente e aprofundaram-se rapidamente;
- os investidores/emprestadores internacionais retiraram os seus fundos em grande escala;
- os preços dos activos domésticos caíram bastante;
- as crises espalharam-se a outros mercados emergentes com posições externas semelhantes.

Principais diferenças:

- em 1982, os controlos de capitais permitiram que a pressão sobre as taxas de câmbio fosse exercida (lentamente) por via da conta corrente;

- as duas últimas crises foram bastante rápidas, já que os mercados estavam mais abertos e as reservas em moeda estrangeira poderiam ser esgotadas rapidamente;
- a situação macroeconómica geral era bem melhor nos anos 90 do que no início dos anos 80;
- a maioria dos países afectados tinha taxas de câmbio fixas nos anos 90 e flexíveis nos anos 80;
- nos anos 90, era a dívida do sector privado, e não a do público, a maior causa de preocupação.

10.2– Primeira geração de modelos de ataques especulativos

Os modelos de Krugman (1979), Flood and Garber (1984) e outros, combinam elementos da abordagem monetária da B.P. e da determinação da taxa de câmbio.

A ideia geral é que uma taxa de crescimento do crédito interno superior à taxa de crescimento da procura por moeda leva à queda das reservas em moeda estrangeira, impossibilitando a manutenção da taxa de câmbio fixa.

No entanto, o ataque acontece antes de as reservas se esgotarem. Ele dá-se no momento em que um ataque que force a passagem a taxas flexíveis não dê lugar a um salto discreto na taxa de câmbio (seguindo-se uma depreciação contínua da moeda).

O modelo faz as seguintes supunções:

- previsão perfeita, país pequeno, output fixo, PPC, PJD.

Com todas as variáveis menos as taxas de juro em logaritmos naturais, a equação da procura de moeda é:

$$m_t - p_t = \phi \bar{y} - \alpha i_t \quad \phi, \alpha > 0 \quad (1)$$

A oferta de moeda é:

$$m_t = \gamma D_t + (1 - \gamma) R_t \quad 0 < \gamma < 1 \quad (2)$$

A taxa de crescimento do crédito interno é constante:

$$\dot{D}_t = \mu \quad \mu > 0 \quad (3)$$

Fixando $P^* = 1$, então $p^* = \ln(P^*) = 0$, pelo que a PPC é:

$$p_t = s_t \quad (4)$$

E a PJD é: $i_t - i_t^* = E_t \dot{s}_t \quad (5)$

Com previsão perfeita, $E_t \dot{s}_t = \dot{s}_t$. Assumindo $\bar{y} = 1 \Leftrightarrow \ln(\bar{y}) = 0$ e substituindo as equações 4 e 5 na equação 1, temos:

$$m_t = s_t - \alpha \dot{s}_t \quad (6)$$

Com taxas fixas $\dot{s}_t = 0$, pelo que $m_t = \bar{s}$.

A equação para as reservas, assumindo taxas fixas pode ser derivada depois de substituir (6) em (2):

$$R_t = (\bar{s} - \gamma D_t) / (1 - \gamma) \quad (7)$$

A taxa de crescimento (negativa) das reservas pode ser calculada substituindo (3) em (7):

$$\dot{R}_t = -\mu / \Theta, \quad \Theta = (1 - \gamma) / \gamma \quad (8)$$

Assim, à medida que o crédito interno cresce à taxa $\mu > 0$, as reservas em moeda estrangeira vão diminuindo, o que faz com que os agentes económicos antecipem o abandono da taxa fixa.

O momento em que se dá o abandono depende do regime que se segue. Aqui, assumimos uma transição para câmbios flexíveis.

A taxa de câmbio sombra, a que vigoraria com a transição para taxas flexíveis, é:

$$\hat{s}_t = \gamma(D_0 + \alpha\mu) + \gamma\mu t \quad (9)$$

O colapso do regime de câmbios fixos dá-se quando a taxa sombra sobe infinitesimalmente acima da taxa fixa. O momento exacto do colapso é achado substituindo (2) em (9):

$$t_c = (\Theta R_0 / \mu) - \alpha \quad (10)$$

Factos que apressam o colapso:

- maior proporção inicial do crédito doméstico na oferta de moeda (maior γ e menor Θ);
- menor stock inicial de reservas (R_0);
- crescimento mais rápido do crédito interno (μ);
- maior elasticidade - taxa de juro da procura por moeda.

Extensões do modelo:

- esterilização: leva a colapso imediato;
- previsão não perfeita: pode conduzir a equilíbrios múltiplos.

10.3– Segunda geração de modelos de ataques especulativos

Nestes modelos, mesmo com políticas consistentes com as taxas fixas, mudanças de política condicionais a um ataque podem levar a que esse ataque ocorra.

Imaginemos duas possibilidades:

- se não ocorrer nenhum ataque, as políticas mantêm-se consistentes com os câmbios fixos;
- na presença de um ataque com sucesso, a taxa de crescimento do crédito interno aumenta e há uma transição para taxas de câmbio flexíveis.

No caso de a transição implicar um lucro para os especuladores, há incentivos para atacar a moeda. No entanto, problemas de coordenação, podem fazer com que o ataque não aconteça, pelo que temos uma situação de equilíbrios múltiplos (Fig. 14.3).

10.4– Estimação econométrica de modelos de ataques especulativos

Vários estudos econométricos demonstraram que os modelos da primeira geração se aplicam bem às crises cambiais de antes dos anos 90.

No entanto, as crises do SME em 1992/3 não parecem ter sido motivadas por políticas monetárias e fiscais indisciplinadas, pelo que os modelos de segunda geração se aplicam melhor.

Na prática, e para as crises mais recentes, tem sido difícil achar causas comuns e apoiar quaisquer tipos de modelos através da realização de estudos em painel.

10.5– Indicadores microeconómicos

Dada a relação entre as crises financeiras domésticas e internacionais, a investigação de problemas nos sistemas financeiros domésticos pode ajudar.

Os indicadores microeconómicos incluem:

- descida nos ratios de capital ajustado ao risco;
- maiores proporções de maus empréstimos;
- maiores proporções de empréstimos aos sectores conhecidos como mais arriscados;
- maiores margens entre taxas de depósito e empréstimo;
- maior dependência de passivos de curto prazo, especialmente quando denominados em moeda estrangeira.

Dada a assimetria de informação entre os reguladores e os bancos, que é mais grave em países menos desenvolvidos, os primeiros poderão não ter capacidade de resposta antes de todo o sistema bancário estar em risco de colapso. A corrupção dos reguladores pode agravar este problema.

A expectativa de que o governo pode tentar evitar a crise bancária através da injeção de moeda, pode gerar uma crise cambial consistente com os modelos de ataques especulativos.

10.6- Contágio

O contágio pode ocorrer se os agentes não dispuserem de muita informação sobre a situação económica e financeira de um país:

- se um evento (crise) revela informação sobre um país, os agentes económicos poderão achar que ele também revela informação sobre países semelhantes;
- quando se descobriu que os bancos tailandeses se tinham endividado para financiar projectos arriscados e que tinham uma proporção maior que a esperada de maus empréstimos, pensou-se que o mesmo se podia passar noutros países asiáticos;
- a crise mexicana de 1994 gerou um “Tequila effect” por boa parte da América Latina.

Uma série de desvalorizações por contágio podem ocorrer mesmo sem problemas de informação:

- basta que os países sejam concorrentes nos mercados internacionais;
- parte das desvalorizações asiáticas poderão ter ocorrido na sequência da depreciação do yen em 1997, que reduziu a competitividade de vários países;
- o mesmo já se tinha passado em 1931, após a saída da Libra do Padrão-Câmbio-Ouro.

10.7– Taxa de juro, moeda estrangeira e risco de crédito

Podem surgir problemas para uma economia emergente se mudam as expectativas acerca da sua moeda. Caso seja antecipado um menor valor futuro da moeda do país, a moeda tende a depreciar-se imediatamente (Fig. 14.4).

O país pode fazer as seguintes opções:

- alterar as suas políticas económicas;
- deixar a moeda depreciar-se:
 - agrava o endividamento em moeda estrangeira;
 - aumenta o prémio de risco associado ao país;
- defender a taxa de câmbio subindo as taxas de juro:
 - aumenta o risco dos empréstimos domésticos;
 - pode reduzir os lucros dos bancos;
 - prejudica o crescimento económico;
- introdução de controlos cambiais:
 - resolve o problema no curto prazo;
 - pode ajudar à estagnação do país se a banca emprestou muito dinheiro a empresas não viáveis;
 - o endividamento estrangeiro no futuro pode tornar-se muito mais caro;
 - a escassez de moeda estrangeira que se gera pode levar ao aparecimento do mercado paralelo.

10.8– Respostas políticas possíveis

Algumas reformas de política monetária e cambial foram sugeridas em resposta à crise da dívida dos mercados emergentes em 1997:

- as taxas fixas poderiam ser abandonadas a favor das flexíveis, ou de um esquema intermédio (bandas de flutuação ou desvalorizações deslizantes);
- abertura dos mercados de capitais. Os controles cambiais ajudam no curto prazo, mas dificultam a obtenção de empréstimos futuros, obrigando a poupança e o investimento nacionais a serem quase iguais;
- redução da independência da política monetária. Maior vigilância e condicionalismo do FMI.

Outras sugestões:

- maior disciplina fiscal, reduzindo a necessidade de monetização de défices orçamentais;
- reforma dos sistema bancários e financeiros, melhorando a supervisão;
- novos mecanismos ou maior escala de apoio financeiro internacional (como ter o FMI como emprestador de última instância).

Parte III: O Sistema Monetário Internacional e a Interdependência e Cooperação na Economia Mundial

11 – O Sistema Monetário Internacional (SMI)

11.1 – Moeda mercadoria e o bimetalismo

Desde a antiguidade até aos tempos modernos a massa monetária foi composta por várias moedas mercadoria, das quais se destacam o ouro e a prata:

- o ouro e a prata têm algumas características que favorecem o seu uso como moeda: escassez, durabilidade, transportabilidade, divisibilidade, homogeneidade e consistência de qualidade;
- as primeiras moedas tinham um valor facial igual ao seu valor intrínseco;
- quando o preço da prata em relação ao ouro mudava, também mudava a relação de valor entre as moedas;
- por vezes os soberanos “desgastavam” as moedas (diminuíam o seu peso em ouro ou prata). Isso equivalia a uma desvalorização;
- as moedas “desgastadas” acabavam por expulsar as moedas “boas” do mercado (Lei de Gresham);
- mais tarde apareceu também o papel-moeda.

11.2– O Padrão-Ouro

Por volta de 1880, as maiores economias mundiais e suas colónias operavam um sistema monetário internacional ao qual se veio a chamar “Padrão-Ouro”.

Principais regras de funcionamento de um padrão-ouro:

- cada país fixa o valor da sua moeda em termos de ouro e compromete-se a comprar ou a vender ouro a esse preço. As cotações bilaterais são obtidas através das cotações das moedas face ao ouro;
- as importações e exportações de ouro não devem sofrer quaisquer restrições. Só assim a arbitragem pode manter as cotações de mercado perto das “oficiais”;
- a autoridade monetária de cada país tem que manter uma relação directa entre as suas reservas em ouro e a quantidade de moeda que emite. Só pode emitir mais moeda se adquirir mais ouro. Isto coloca um travão a políticas discricionárias por parte das autoridades monetárias, tornando a política monetária mais credível e menos sujeita a problemas de inconsistência temporal.

Funcionamento do Padrão-Ouro (1880-1914):

- as maiores economias mundiais faziam parte deste sistema e não houve quaisquer desvalorizações das principais moedas em todo o período. Assim, a primeira regra de funcionamento foi cumprida;
- no entanto, houve países que não fizeram parte do sistema ou que entraram e saíram algumas vezes. Outros ainda, fixaram o valor da sua moeda em termos de outra moeda, principalmente a libra esterlina;
- os fluxos de ouro e moeda entre os países participantes eram livres e desenvolveu-se um mercado financeiro internacional centrado em Londres;
- a estreita ligação entre as reservas em ouro e a quantidade de moeda não foi observada: os Bancos Centrais tentaram eliminar os efeitos dos fluxos de ouro na massa monetária.

A performance macroeconómica do Padrão-Ouro:

Mecanismo de fluxo-preço-espécie de David Hume:

- défices da BP levam à saída de ouro e à redução da massa monetária, causando deflação. Assim, aumenta a competitividade dos bens domésticos e melhora a BTC, eliminando o défice da BP.
- O problema é que este mecanismo associa o ajustamento da BP ao da BTC;

- O elemento crucial do ajustamento é a ligação entre a oferta de moeda e as reservas em ouro. Este não parece ter sido estritamente observado: vários países esterilizaram parte dos efeitos dos fluxos de ouro;
- Mesmo assim, as variações nas reservas em ouro levavam a flutuações consideráveis da oferta de moeda. Consequentemente, também se verificou alguma volatilidade dos preços (embora estes tenham sempre permanecido num nível baixo);
- Ao contrário do que se pensa, o crescimento económico não foi muito elevado e foi bastante variável.

11.3– O período entre as guerras

Com a 1ª Guerra Mundial deu-se a queda do Padrão-Ouro. A maioria dos países suspenderam a convertibilidade das suas moedas em ouro e passou-se a um sistema de taxas flexíveis:

- à medida que as políticas monetárias foram usadas para financiar as despesas com a guerra, deu-se um aumento generalizado da inflação, principalmente na Europa.
- com inflação mais baixa, os EUA ganharam competitividade, aumentando a sua quota parte do comércio internacional. Como o dólar ainda era convertível em ouro, este tornou-se mais atractivo e foi ganhando terreno face à libra esterlina e outras moedas europeias.

Depois da guerra, a grande questão acerca do restabelecimento do sistema era a paridade que cada moeda devia ter com o ouro: a paridade anterior à guerra, ou uma que tivesse em conta a Paridade de Poder de Compra (tornando-se o ouro mais caro).

O Reino Unido restabeleceu a paridade com o ouro ao nível de 1913. Outros países se seguiram e houve como que um retorno ao Padrão-Ouro, embora com características diferentes:

- como os preços dos bens no R.U. não voltaram aos níveis anteriores à guerra, a libra estava sobreavaliada;
- outros países como a França tinham a sua moeda subavaliada;
- o que surgiu assemelha-se mais a um padrão-câmbio-ouro, pois muitos países passaram a deter reservas em libras ou em dólares em vez de em ouro;
- tal sistema acabou depois da Grande Depressão, tendo o R.U. rompido a convertibilidade em 1931. Os EUA fizeram o mesmo em 1933;
- o sistema desintegrou-se em blocos centrados nas principais moedas ou no ouro;
- verificaram-se também desvalorizações competitivas;
- aumentaram também as barreiras ao comércio.

11.4– O Sistema de Bretton Woods (1946-71)

Da conferência de Bretton Woods (New Hampshire, EUA), que reuniu representantes de 44 países, resultou um novo sistema monetário internacional e uma instituição para supervisionar e garantir o funcionamento do mesmo: o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Regras do sistema:

- cada país fixaria a paridade da sua moeda com o ouro ou com o USD;
- flutuações cambiais deveriam estar limitadas a uma estreita margem à volta da cotação central;
- poderiam ser autorizadas alterações da cotação central para corrigir um “desequilíbrio fundamental” na B.P.;
- o USD era convertível em ouro ao preço de \$35/onça;
- os restantes países teriam a obrigação de trocar a sua moeda por USD à cotação oficial;
- as taxas cambiais eram mantidas dentro dos limites de flutuação através de intervenções oficiais. Os EUA teriam que manter a cotação do USD em termos de ouro e os restantes países defenderiam a cotação das suas moedas em USD;
- tratava-se de um padrão-câmbio-ouro com câmbios fixos, mas ajustáveis.

Funcionamento do sistema:

A convertibilidade das moedas europeias em dólares só foi total a partir de 1958. Os controlos cambiais deviam-se à escassez de dólares nestes países e aos problemas com as suas BPs.

Nos anos 50, os EUA começaram a registar défices substanciais na BP. No entanto, tal não era visto como um problema, pois os restantes países precisavam de acumular reservas em dólares.

Os défices agravaram-se nos anos 60 e passou a haver um excesso de dólares no sistema. Ao mesmo tempo, diminuía as reservas de ouro dos EUA. Isto reduziu a confiança na capacidade de os EUA serem capazes de trocar dólares por ouro.

Em 1968 o mercado do ouro foi segmentado:

- os bancos centrais continuavam a trocar ouro à taxa de \$35/onça;
- a cotação no mercado privado poderia flutuar consoante a procura e a oferta.

A falta de confiança no USD como moeda de reserva aumentou as pressões de países europeus, principalmente a França, para criar uma moeda de reserva alternativa.

Os Direitos Especiais de Saque – DES (“Special Drawing Rights” – SDRs) foram criados em 1967, valendo então um dólar cada um. Nos anos 70, os DES passaram a ser uma moeda compósita, cujo valor se relaciona com as principais moedas internacionais.

Em 1971 o saldo negativo da B.P. dos EUA foi de 30 bilhões de USD, o que acabou de vez com a credibilidade do sistema:

- expectativas de que o preço do ouro em USD ia subir levaram a fortes pressões especulativas;
- deparando-se com entradas maciças de capitais de curto prazo, alguns países deixaram as suas moedas flutuar;
- em 15/8/71 o presidente Nixon anuncia o fim da convertibilidade do dólar em ouro, o que aumentou o número de países a deixar a sua moeda flutuar;
- em Dezembro de 1971 foi assinado o Acordo Smithoniano, que estabelecia novas cotações (mais altas) do ouro (\$38/onça) e das restantes moedas face ao USD. No entanto, a convertibilidade do USD em ouro não foi restabelecida;
- novas pressões especulativas levaram a maioria dos países europeus e o Japão a deixar flutuar as suas moedas (até hoje).

Causas da queda do sistema de Bretton Woods:

Duplo papel dos EUA:

- manter a convertibilidade do dólar em ouro a um preço fixo de forma credível;
- manter uma oferta adequada da principal moeda de reserva: o dólar;

O segundo papel dos EUA estava em conflito com o primeiro:

- ao colocar mais dólares no mercado, diminuía a proporção de dólares cobertos por reservas em ouro, reduzindo a confiança na convertibilidade dos mesmos;
- assim, os EUA estavam face a um dilema (identificado por Robert Triffin): qual dos papéis deveria ser privilegiado?
- mais tarde ou mais cedo surgiria uma crise de confiança no USD. Tal aconteceu em 1971 devido aos enormes défices da B.P. americana em 1970 e 1971;
- tal foi agravado pela política de “benévola negligência” seguida pelos EUA. Estes não se preocupavam com os seus défices externos, esperando que os mesmos fossem aceites sob a forma de um aumento das reservas em dólares dos restantes países;
- quando tais aumentos de reservas se tornaram inconsistentes com os objectivos internos, os restantes países deixaram as suas moedas flutuar face ao dólar.

11.5- Evolução do SMI e da economia mundial após 1973

O primeiro choque do petróleo:

- resultou do começo da guerra israelo-árabe em Outubro de 1973;
- em retaliação do apoio dos EUA e da Holanda a Israel, os países árabes da OPEP impuseram um embargo a estes países;
- a redução da oferta de petróleo e o medo de um embargo mais abrangente levaram a uma quadruplicação dos preços do petróleo até Março de 1974 (de \$3 para \$12 por barril);
- em resultado, aumentou imenso o custo da energia para consumidores e empresas, levando a uma diminuição do investimento e à recessão;
- com o aumento do valor das importações, deu-se uma deterioração das contas correntes dos países não exportadores de petróleo;
- embora os preços tendam a descer nas recessões, passou-se exactamente o contrário, pois o aumento dos custos elevou os preços;
- a situação vivida nesta altura passou a designar-se de estagflação: combinação de recessão com inflação

Recuperação dos equilíbrios interno e externo:

- boa parte dos países adoptaram políticas monetárias e orçamentais expansionistas a partir de 1974;
- isso permitiu um aumento da produção em 1975, embora o desemprego tenha permanecido elevado;
- os superávites dos países da OPEP serviram para aumentar os empréstimos aos países em desenvolvimento;
- a expansão americana a seguir à recessão foi mais forte que na Alemanha e no Japão, originando elevados défices na conta corrente, maior inflação e a depreciação forte do dólar até 1979.

O segundo choque do petróleo, 1979-1980:

- a queda do Xá da Pérsia (Irão) levou a um segundo aumento dos preços do petróleo, em resultado da suspensão das exportações daquele país;
- os preços subiram de \$13 por barril em 1978 para \$32 em 1980 e, mais uma vez, os países importadores viram-se face à estagflação;
- ao contrário do que se passou no primeiro choque, os países adoptaram políticas restritivas de forma a reduzir a inflação, o que resultou numa forte recessão mundial.

Em Outubro de 1980, Paul Volcker, presidente da Reserva Federal dos EUA anunciou uma mudança brusca na política monetária dos EUA, de forma a combater a inflação. Em 1980 Ronald Reagan é eleito presidente dos EUA, prometendo combater a inflação ao longo do seu mandato:

- o dólar aprecia-se fortemente e as taxas de juro americanas sobem, gerando graves problemas aos países em desenvolvimento mais endividados;
- a conta corrente americana piora à medida que os EUA perdem competitividade face ao resto do mundo;
- isto gera um aumento da produção e da inflação nos restantes países, que passado algum tempo começam a vender dólares para evitar a forte apreciação deste;
- a contracção monetária resultante nestes países, quando conjugada com a dos EUA, leva a economia mundial para a recessão;
- em 1982 e 1983 o desemprego em todo o mundo eleva-se para valores não vistos depois da II Guerra Mundial;
- a redução dos impostos e aumento dos gastos em defesa dos EUA resultaram num elevado défice orçamental;
- embora ajudassem na recuperação do crescimento económico, estes défices resultavam numa deterioração cada vez maior da conta corrente americana que aumentou as pressões proteccionistas.

Intervenção concertada no mercado cambial:

- de forma a contrariar a apreciação do dólar os G-5 celebraram o Acordo Plaza em 9/1985 segundo o qual interviriam conjuntamente nos mercados cambiais;
- o relaxar da política monetária também ajudou e o dólar depreciou-se bastante nos dois anos seguintes;
- um novo esforço para cooperar no mercado cambial ocorreu em Fevereiro de 1987 com a reunião no Louvre, em que os países se comprometeram a zelar pela estabilidade cambial;
- em Outubro de 1987 deu-se o colapso da bolsa de Wall Street, tendo-a seguido as principais bolsas mundiais. Como os bancos centrais tentaram evitar o colapso do sistema financeiro aumentando a oferta de moeda, as taxas de juro desceram em todo o mundo;
- o dólar depreciou-se ainda mais, sendo estabelecidas novas bandas para a flutuação das taxas de câmbio.

A recessão do início dos anos 90:

- as políticas monetárias mais laxistas de finais dos anos 80 levaram a aumentos da inflação nos EUA, Reino Unido e Japão;
- o combate à inflação através de políticas mais restritivas provocou uma recessão nos EUA a partir de 1990;

- a adesão do Reino Unido ao SME com a libra sobreavaliada retirou-lhe competitividade e causou a recessão;
- as políticas restritivas no Japão provocaram o colapso da bolsa de Tóquio e do mercado imobiliário, causando uma recessão;
- a subida das taxas de juro alemãs, com vista a reduzir a inflação, provocou uma recessão nos países pertencentes ao SME em 1992-3.

As crises cambiais e financeiras:

- As crises do SME resultaram principalmente das altas taxas de juro praticadas na Alemanha. Estas tornaram extremamente difícil a países como o R.U. e a Itália manter as suas moedas no MTC em Setembro de 1992 e obrigaram a um alargamento das bandas de flutuação em Agosto de 1993;
- A crise seguinte deu-se no México. Altas taxas de juro nos EUA, apreciação real do Peso, uma rebelião na província de Chiapas e o assassinato de um dos principais candidatos à presidência contribuíram para uma elevada saída de capitais, que obrigou à desvalorização do peso e causou uma crise financeira (o México não tinha como pagar a sua dívida de curto prazo);

- As bolsas dos países emergentes sofreram quedas avultadas e houve ataques especulativos sobre várias moedas;
- Em 1997 houve uma crise cambial e bancária na Tailândia, que depois se espalhou por outros países do sudeste asiático. Todos os países afectados sofreram elevadas quedas no output e grandes aumentos no desemprego. As reduções no output levaram a uma redução do comércio, que foi agravada pela recessão japonesa. Finalmente, as grandes depreciações tiveram efeitos devastadores em bancos e empresas altamente endividados em moeda estrangeira;
- Por volta de 1998, a crise asiática já tinha levado à redução dos preços de muitas matérias primas e produtos agrícolas, afectando países em desenvolvimento bem longe da Ásia;
- Na Rússia, a queda dos preços do petróleo reduziu as receitas fiscais, a Duma (parlamento russo) bloqueou várias reformas propostas pelo governo e a fuga de capitais enfraquecia o rublo. Taxas de juro mais altas acabaram por onerar o serviço da dívida pública, aumentando o défice orçamental;

- Após a ajuda do FMI, mais investidores compraram dívida russa de curto prazo denominada em rublos. Mas, em meados de Agosto, a Rússia deixou o rublo flutuar e suspendeu o pagamento da dívida. Seguiu-se uma corrida aos bancos e uma subida rápida da inflação, acompanhada por uma forte depreciação do rublo;
- A crise russa causou o pânico, com os investidores a “fugir” de todos os mercados emergentes. Eles estavam especialmente preocupados com o Brasil, que tinha um elevado défice orçamental e um grande montante de dívida pública de curto prazo para “rolar”;
- A não aprovação das reformas propostas por FHC no parlamento e o não pagamento da dívida de Minas Gerais e outros estados brasileiros no início de 1999 causaram fortes ataques especulativos que forçaram o Banco Central a deixar a moeda flutuar;
- No início de 2002 entrou em colapso o plano “Convertibilidade” na Argentina:
 - Dificuldade de pagamento da dívida de curto prazo;
 - Grandes perdas de competitividade acumuladas;
 - Instabilidade política e dificuldade de avançar com as reformas económicas necessárias;
 - Anos consecutivos de recessão.

12– Interdependência e Cooperação Internacionais

12.1– Cooperação entre países industrializados

Estabeleceu-se a partir de 1975 um mecanismo de cimeiras periódicas entre os maiores países:

- a cimeira de Rambouillet em 1975 (a primeira) estabeleceu o actual regime de câmbios flexíveis;
- a coordenação de políticas macroeconómicas entrou na discussão da cimeira de Londres, em 1977;
- no entanto, até 1985 prevaleceu um regime descoordenado de flutuação controlada;
- o Acordo Plaza de 1985 do G-5 (E.U.A., Japão, R.F.A., Reino Unido e França) gerou esforços concertados para a depreciação do USD. Também começou o processo de formalização das consultas regulares entre os países membros;
- em 1986 o G-5 admitiu a Itália e o Canadá, tornando-se no G-7. Na cimeira de Tokyo foi decidido que os ministros das finanças do G-7 se deviam encontrar pelo menos uma vez por ano para consulta e revisão das políticas económicas dos seus países;
- na cimeira do Louvre em 1987 apontaram-se sete indicadores para a análise das economias: crescimento; inflação; saldos da B.C. e da BTC; taxas de câmbio; condições monetárias; e défices orçamentais.

12.2– Devem os países coordenar as suas políticas económicas?

A coordenação é vista como uma possível alternativa a políticas independentes porque há ganhos potenciais que podem ser obtidos através da coordenação:

- no caso de uma recessão generalizada num regime de câmbios fixos, o país que seguir políticas orçamentais expansivas vai piorar o saldo da sua BTC;
- se todos os países seguirem políticas expansivas ao mesmo tempo, o problema da BTC desaparece;
- também há vantagens de uma expansão global num regime de câmbios flexíveis: a subida das taxas de juro não levaria à apreciação da moeda;
- na prática, existe o problema da possível falta de cumprimento dos acordos por parte de alguns países: se um país não cumprir o acordo e os outros cumprirem, esse país (o “free rider”) fica a ganhar ainda mais;
- um sistema de coordenação informal está sujeito a este problema por não existir um mecanismo que penalize os prevaricadores.

12.2.1 - Modelos de interdependência macroeconómica

Modelo Mundell-Fleming de dois países:

- mecanismos de transmissão:
 - efeito despesa resultante da Balança Comercial;
 - alterações nas taxas de juro;
 - alterações nos termos de troca;

- câmbios flexíveis:
 - política monetária leva a expansão no país e recessão no estrangeiro;
 - política orçamental leva a expansão mais reduzida no país e expansão no estrangeiro;

- câmbios fixos:
 - política monetária leva a expansão reduzida no país e expansão no estrangeiro;
 - política orçamental leva a expansão no país e no estrangeiro;

- estes efeitos dependem em forte medida das suposições que fizermos acerca da indexação dos salários e do grau de liberdade de movimentos de capitais.

Modelo McKibben-Sachs:

- modelo neo-keynesiano de equilíbrio geral no qual agentes racionais procuram maximizar funções objectivas intertemporais, que incorpora as relações que descrevem o ajustamento dos mercados financeiros;
- depois de calibrarem o modelo de forma a este produzir resultados parecidos com os reais, correram simulações para avaliar os efeitos de choques fiscais e monetários num regime de taxas de câmbio flexíveis (figs. 6.3, 6.4).

12.2.2 - Ganhos potenciais da coordenação de políticas

Definição de cooperação do Grupo dos 30:

“os países modificam as suas políticas económicas de uma forma entendida como mutuamente benéfica, tendo em conta as interligações económicas internacionais.”

Dilema do prisioneiro:

- imaginemos que face a um choque inflacionário, dois países vão modificar as suas políticas monetárias;
- à partida nenhum país sabe o que o outro vai fazer;
- o resultado é expresso em termos de “índice de miséria” (inflação + desemprego);

- os índices de miséria resultantes das escolhas dos países são os descritos na seguinte tabela:

		País estrangeiro	
		Política expansiva	Política restritiva
País doméstico	Política expansiva	-9, -9 (i)	-11, -8 (iii)
	Política restritiva	-8, -11 (ii)	-10, -10 (iv)

Dados os resultados acima, ambos os países têm como estratégia ótima uma política restritiva, pelo que o equilíbrio de Nash corresponde à célula (iv):

- no entanto, ambos poderiam melhorar a sua situação se coordenassem as suas políticas de forma a obterem o resultado da célula (i);
- o problema é que, sabendo que o outro país vai seguir uma política expansiva, há um incentivo para não cumprir o acordo e seguir uma política restritiva.

O diagrama de Hamada:

- modelo com dois países que procuram maximizar as suas funções de utilidade nacional, através da gestão de um instrumento de política (I);
- os pontos de utilidade máxima são B e B^* , a partir dos quais surgem curvas de utilidade para os países;

- os pontos de tangência das curvas de indiferença formam a *curva de contrato*;
- as curvas de reacção (R e R^*) mostram a forma como um país reage optimamente às políticas do outro;
- sem coordenação o equilíbrio Nash é obtido em N
- caso haja um líder Stackelberg, os pontos de equilíbrio são Z e Z^* , dependendo de quem age primeiro;
- a coordenação de políticas poderia permitir a obtenção de um ponto ao longo da *curva de contrato*, claramente preferível a qualquer equilíbrio não cooperativo;
- tal como no dilema do prisioneiro, há incentivos para quebrar o acordo, o que pode tornar este pouco credível no caso de não existirem mecanismos de penalização.

12.2.3 - Obstáculos à coordenação de políticas

- incentivos para quebrar acordos;
- dificuldade em chegar a acordo sobre a forma apropriada da coordenação e as políticas a adoptar;
- falta de vontade de perder ou partilhar soberania;
- a coordenação limitada a um instrumento ou a um alvo produz ganhos muito limitados;
- falta de meios eficazes de penalização de políticas que prejudiquem os parceiros.

12.3– Credibilidade, constrangimentos legais e reputação

Os governos sofrem problemas de credibilidade porque não cumprem as suas promessas:

- choques adversos inesperados não pioram a credibilidade de um governo;
- há sérios problemas de credibilidade quando as políticas governamentais sofrem de “inconsistência temporal”. Tal acontece quando há um incentivo inerente a quebrar as promessas e a seguir novas políticas;
- uma elevada dívida pública cria um forte incentivo a seguir políticas inflacionistas;
- o problema da inconsistência temporal pode ser resolvido através de um compromisso prévio do governo. A imposição das regras pode ser feita através de leis ou de um sistema colectivo de vigilância.

Exemplos mais conhecidos:

- Sistema de Bretton Woods;
- Sistema Monetário Europeu (SME);
- sistemas de taxas de câmbio fixas penalizam subidas da taxa de inflação doméstica em relação à dos parceiros: perda de competitividade.

12.4– O FMI e o seu papel actual na economia mundial

Pode aderir ao FMI qualquer país que aceite as suas normas (“Articles of Agreement”) e a quota que lhe for estipulada:

- 75% paga em moeda nacional e o restante em DES ou numa moeda aceite pelo FMI;
- a quota depende do tamanho e da importância do país;
- os votos são em proporção das quotas;
- maioria qualificada corresponde a 85% dos votos.

Objectivo: contribuir para a manutenção de um sistema de pagamentos internacionais estável e funcional que estimule o comércio internacional e o crescimento económico à escala mundial.

Actualmente o principal papel do FMI é emprestar dinheiro a países que sofram de problemas de curto prazo ao nível da B.P.:

- tais empréstimos reforçam as reservas cambiais dos países em questão, aliviando os problemas da BP;
- muitos dos empréstimos são condicionais: exigem normalmente uma redução do défice orçamental e/ou do crescimento da massa monetária;
- as condições impostas a países subdesenvolvidos são muitas vezes apontadas por estes como uma forma de neocolonialismo.

12.5– A reforma do sistema monetário internacional

Principais propostas:

- regresso ao Padrão-Ouro;
- expansão dos DES para uma moeda de reserva internacional;
- criação de zonas-alvo entre as principais moedas (Paul Krugman);
- taxas fixas com paridades fixadas de acordo com a taxa de câmbio “fundamental” (John Williamson);
- imposto sobre movimentos de capitais de curto prazo: “atirar areia às rodas das finanças internacionais” (James Tobin).

A tendência actual parece ser a existência de várias moedas de reserva internacionais:

- possivelmente com o aparecimento de um sistema tripolar: USD, Euro e JPY;
- CHF e GBP também têm alguma importância;
- a multiplicidade de moedas de reserva pode levar a maior instabilidade se os bancos centrais mudarem muito a composição das suas reservas.

12.6- Áreas de influência do Euro, USD e JPY

No âmbito da teoria das áreas monetárias ótimas, Alesina, Barro e Tenreyro (2002) procuram identificar qual das três principais moedas cada país tem mais tendência para adoptar.

Critérios de identificação da moeda a adoptar:

- peso do comércio com o(s) país(es) emissor(es) da moeda no PIB (tabelas 3-5);
- comovimentos dos preços e do output em relação ao(s) país(es) emissor(es) da moeda.

Comovimento dos preços (tabelas 6-8):

- Para todos os 21321 pares de países (207 X 206/2) são calculados os preços relativos (P_i / P_j). Em que

$$P_i = \frac{PIB_i \text{ em PPC}}{S_{i/USD}}$$

- A seguinte regressão é estimada para todos os pares de países com dados de 1960 a 1997:

$$\ln \frac{P_{it}}{P_{jt}} = b_0 + b_1 \ln \frac{P_{i,t-1}}{P_{j,t-1}} + b_2 \ln \frac{P_{i,t-2}}{P_{j,t-2}} + \varepsilon_{tij}$$

- O resíduo estimado, $\hat{\varepsilon}_{tij}$, mede o preço relativo que não é previsto pela regressão.

- Como medida do comovimento de preços, usam:

$$VP_{ij} = \sqrt{\frac{1}{T-3} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_{tij}^2}$$

Quanto mais baixo for VP_{tij} , maior é o comovimento de preços entre os países i e j .

Comovimento do output (tabelas 9-11):

- A seguinte regressão é estimada para todos os pares de países com dados de 1960 a 1997:

$$\ln \frac{Y_{it}}{Y_{jt}} = b_0 + b_1 \ln \frac{Y_{i,t-1}}{Y_{j,t-1}} + b_2 \ln \frac{Y_{i,t-2}}{Y_{j,t-2}} + u_{tij}$$

- O resíduo estimado, \hat{u}_{tij} , mede o output relativo que não é previsível a partir da regressão.
- Como medida do comovimento do output, usam:

$$VY_{ij} = \sqrt{\frac{1}{T-3} \sum_{t=1}^T \hat{u}_{tij}^2}$$

Quanto mais baixo for VY_{tij} , maior é o comovimento do output entre os países i e j .

Países com maior tendência para adotar a moeda de outro país:

- Países que registem altas taxas de inflação;
- Países que tenham fortes relações comerciais com o país emissor da moeda estrangeira.

Melhores âncoras para países de inflação alta (tabela 13):

- O JPY não é uma âncora atractiva;
- Não é claro que todos os países latino-americanos devam adoptar o USD;
- Países europeus ou perto da Europa deveriam adoptar o Euro;
- Quanto aos países africanos, estes dividem-se entre o USD e o Euro.

Melhores âncoras para países cujo comércio com uma das três âncoras representa pelo menos 9% do PIB (tabela 14):

- Os países da zona-euro parecem fazer bem em pertencer à mesma. Outros países europeus também poderiam adoptar o Euro (Suiça e Noruega);
- Os países africanos têm mais comércio com a Europa e teriam mais vantagens em adoptar o Euro que o USD ou o JPY;
- Países da América do Norte e Central estão mais ligados ao USD;
- Para alguns países asiáticos, como Hong Kong e Singapura, o USD é uma melhor âncora que o JPY.

Resultados globais:

- Parece existir uma área do USD, incluindo:
 - Canadá e México;
 - A maior parte da América Central;
 - Partes da América do Sul (excluindo o Brasil, a Argentina e o Uruguay);
 - Alguns países asiáticos como Hong Kong e Singapura.
- A área do Euro inclui:
 - Toda a Europa Ocidental;
 - A maior parte de África;
 - Talvez a Argentina e o Uruguay.
- Não parece existir uma área do Yene.
- Há países que não aparecem nas tabelas. Tratam-se essencialmente de países com baixa inflação e que não têm fortes laços comerciais com qualquer das âncoras:
 - Austrália;
 - Índia;
 - Nova Zelândia.

13– A integração europeia

A ideia de criação de uma união monetária entre os países da C.E.E. já remonta ao início dos anos 70:

- O *Plano Werner* (1970) estabelecia as etapas para a criação de uma união monetária até 1980;
- No entanto, a forte instabilidade gerada pela queda do Sistema de Bretton Woods e pelas crises do petróleo impossibilitaram a sua concretização.

Na sequência do *Relatório Dellors* de 1989, foi aprovado o *Tratado de Maastricht* em Dezembro de 1991 (ratificado em 11/1993), que previa a concretização da União Económica e Monetária (UEM) em três fases.

A passagem de um país à terceira fase estava sujeita ao cumprimento dos seguintes critérios de convergência:

- a sua taxa de inflação não poderia superar em mais de 1.5 pontos percentuais a média das três taxas mais baixas;
- a sua taxa de juro de longo prazo não poderia superar em mais de 2 pontos percentuais a média das taxas observadas nos três países com menor inflação;
- a sua moeda não seria desvalorizada nos dois últimos anos;
- o défice orçamental não deveria ultrapassar 3% do PIB;
- a dívida pública não deveria ultrapassar 60% do PIB.

13.1- Os critérios de convergência eram necessários?

Inflação, taxas de juro e taxas de câmbio:

- o critério da inflação foi imposto devido ao receio de uma tendência inflacionista na União Europeia (UE);
- mas, convergência antes da UEM não é garantia de uma baixa taxa de inflação no futuro e a redução da inflação poderia ter sido mais fácil após a adopção do Euro como moeda única;
- o critério das taxas de juro era redundante devido ao facto de a expectativa de adesão de um país levar à aproximação da sua taxa de juro à dos restantes países;
- o critério das taxas de câmbio visava eliminar desvalorizações de última hora, mas com margens de 15% no SME, de pouco serviu;

Critérios fiscais:

- visavam evitar os efeitos adversos de défices excessivos na estabilidade dos preços e nas taxas de juro;
- critérios iguais para todos os países não fazem sentido;
- reduzem o campo de manobra dos países para reagirem a choques assimétricos adversos;
- dada a reduzida dimensão do orçamento comunitário (1,27% do PIB), os choques assimétricos poderão levar a maiores problemas de desemprego e inflação;
- os critérios foram mantidos após 1999 através do Pacto de Estabilidade, que previa multas para défices excessivos (maiores que 3% do PIB):
 - excepto se o PIB caísse mais que 2%. Se caísse entre 0,75% e 2%, os restantes países teriam que decidir se o défice é excessivo ou não;
 - em caso de défice excessivo, era feita uma recomendação ao país tendo este 4 meses para a implementar. Caso não o fizesse, podiam ser aplicadas sanções 10 meses após a verificação do défice excessivo:
 - depósito sem juros de 0,2% do PIB + 1/10 do excesso face aos 3%;
 - depósito convertido em multa se o défice excessivo não fosse eliminado em dois anos (a multa não podia passar de 0,5% do PIB).

13.2- Processo de transição e as crises do SME

O processo de transição:

- um longo processo de transição tal como o previsto no Tratado de Maastricht faz pouco sentido económico;
- é instável e perigoso devido à conjugação de taxas de câmbio fixas, liberdade de movimentos de capitais e políticas monetárias independentes;
- muitos dos proponentes da UEM apelaram por uma transição mais rápida e apontaram a 2ª fase como redundante, fictícia e desnecessária;
- as dificuldades sentidas durante o período de transição poderiam levar alguns países a desistir da UEM;
- a existência deste longo processo de transição tem a ver com o adiamento da resolução dos conflitos políticos que resultaram da divergência de interesses entre a Alemanha e os restantes países.

As crises do SME:

Evolução até Setembro de 1992:

- os 13 anos de estabilidade cambial ajudaram o comércio europeu e garantiram uma certa estabilidade económica;
- na prática, o SME era uma “zona Marco”, com o DEM a funcionar como a âncora (ou base) do sistema:

- oferecia maior credibilidade;
- levava a taxas de juro pouco elevadas, o que facilitava a convergência e a aproximação dos outros países;
- no entanto, a inflação e o comportamento das economias europeias registava grandes divergências:
- algumas dificuldades para os países mais divergentes (perda de competitividade para os mais inflacionistas);
- com o aumento da divergência face à libra inglesa e a lira italiana criou-se uma situação de desequilíbrio potencial.

Reunificação alemã:

- os seus custos foram de tal modo elevados que provocaram um choque na economia alemã (aumento do défice orçamental e da inflação), deteriorando a qualidade do Marco como âncora do SME;
- o Bundesbank subiu as taxas de juro de modo a combater a inflação;
- esta subida nas taxas de juro alemãs levou a uma pressão para a apreciação do DEM, o que trouxe dificuldades aos restantes países do SME;
- esta subida nas taxas de juro poderia ter sido evitada com uma revalorização do Marco no SME, mas esta foi recusada pelos restantes países.

Referendos:

- a vitória do “não” na Dinamarca criou algumas incertezas quanto à possibilidade de avançar com a União Económica e Monetária (UEM);
- a incerteza quanto ao resultado do referendo na França ainda criou mais dúvidas quanto à criação da UEM;
- os especuladores decidiram agir antes que a situação se agravasse mais e eles sofressem grandes perdas;
- tal acção levou a uma enorme pressão especulativa sobre a libra e a lira que os respectivos bancos centrais não foram capazes de contrariar.

Situação em alguns países:

Itália:

- O nível das taxas de câmbio era cada vez menos compatível com as dificuldades económicas do país devido à disparidade da taxa de inflação em relação à alemã e à ausência de ajustamento orçamental;
- O nível da dívida pública tornava a subida das taxas de juro insuportável;
- Para manter a lira nos limites estabelecidos, o banco de Itália teve que subir as taxas de juro a níveis que os mercados consideraram como difíceis de manter;
- A partir daí, desenrolou-se um círculo vicioso que só terminou com a saída da lira do SME em 17/9/92.

Reino Unido:

- O endividamento privado era muito elevado, pelo que uma subida nas taxas de juro levaria à contracção das despesas;
- Isso iria tornar ainda mais difícil a recuperação da economia, piorando, até, a recessão que o país vinha atravessando;

França:

- A situação era bem diferente: o franco era estável, a inflação baixa e a situação orçamental era boa;
- No entanto, as taxas de juro tiveram que subir para valores superiores aos considerados como óptimos para a economia francesa;
- O referendo aumentou a incerteza quanto à UEM.

Portugal e Espanha:

- Ambos reintroduziram alguns controlos de capitais;
- A peseta foi desvalorizada 5% no realinhamento efectuado em 17/9/92;
- Portugal não seguiu o exemplo da Espanha e decidiu “segurar” o escudo (a desvalorização não ajudaria o combate à inflação).

Evolução até à crise de Agosto de 1993:

- fortes pressões sobre o escudo e a peseta levam a um realinhamento em 21/11/92 em que ambas as moedas são desvalorizadas 6%;
- realinhamento em 30/1/93 com a libra irlandesa a ser desvalorizada 10%;
- novas pressões sobre escudo e peseta levam a realinhamento em 13/5/93: peseta desvaloriza 8% e o escudo desvaloriza 6,5%;
- 29/7/93: taxas de juro alemãs continuam altas e, apesar dos protestos da maioria dos países, o Bundesbank recusa-se a descer as suas taxas de redesconto;
- 30/7/93: Franco francês e coroa dinamarquesa estão abaixo do limite mínimo face ao marco;
- 1/8/93: Jacques Delors aconselha a saída do marco do SME e que se evite a especulação nas moedas do SME;
- 2/8/93: como a saída do DEM é inaceitável para vários países (Alemanha, Holanda, Bélgica, Luxemburgo), decide-se alterar as bandas de flutuação para 15% (excepto entre o DEM e o NLG, para os quais se mantém a banda de 2,25%).

13.3- Custos e benefícios económicos da União Económica e Monetária

Benefícios:

- eliminação dos custos de transacção entre moedas dos países membros;
- eliminação da volatilidade e risco cambiais;
- menores custos de informação e cálculo;
- melhor afectação do capital;
- maior estabilidade de preços à escala europeia;
- menor necessidade de reservas em moeda estrangeira;
- a Europa passa a ter um papel de maior relevo a nível mundial;
- é um passo em frente para a união política (se é que isso é benéfico);

Custos:

- perda da política monetária nacional;
- perda da política cambial como forma de ajustar os pagamentos e ganhar competitividade;
- possível aumento das disparidades regionais;
- possível abandono da combinação óptima de desemprego e inflação (se é que isso existe);
- perda de rendimentos de senhoriação (de emissão de moeda).

13.4– Aspectos políticos da UEM

Custos e benefícios políticos:

- a maioria dos países ficou a ganhar em termos de soberania ou de credibilidade da política monetária. Isto porque aqueles que pertenciam ao MTC do SME acabavam por seguir as políticas do *Bundesbank*;
- foi a Alemanha que perdeu o controle da política monetária europeia. No SEBC, o representante alemão é um entre muitos, pelo que houve uma perda de poder por parte da Alemanha (tanto maior quanto maior o número de países a passar à 3ª fase da UEM);
- este conflito de interesses presidiu às negociações do Tratado de Maastricht, tendo a Alemanha imposto a independência do Banco Central Europeu e a fixação de critérios de convergência (estes permitiam a formação da UEM por uma minoria em 1999).

Justificação política para a existência de critérios de convergência:

- os critérios seriam uma garantia para a Alemanha de que nem todos os países conseguiriam aderir à UEM, o que daria lugar a uma união mais reduzida em que a Alemanha não perdia tanto poder;
- os restantes países tiveram que aceitar as imposições alemãs e acharam-se capazes de cumprir os critérios e ganhar à Alemanha no seu próprio jogo;
- outras razões possíveis:
 - incluir os critérios seria uma expressão de virtude;
 - a adesão podia ser um prémio à rectitude fiscal;
 - a tarefa pretendia ser impossível (a Alemanha via-se assim livre de alguns “indesejáveis” como a Itália);
 - a dificuldade da tarefa pretendia tornar a UEM mais apetecível;
 - os critérios são um teste à vontade dos países (mais forte que um referendo).

13.5- Será a União Europeia uma Área Monetária Ótima?

A teoria das Áreas Monetárias Ótimas tem-se concentrado nas características cruciais de um país, ou grupo de países, que tornam a flexibilidade cambial ineficaz ou desnecessária para o ajustamento dos pagamentos (que tornam os custos de uma união monetária menores que os benefícios).

Flexibilidade de preços e salários:

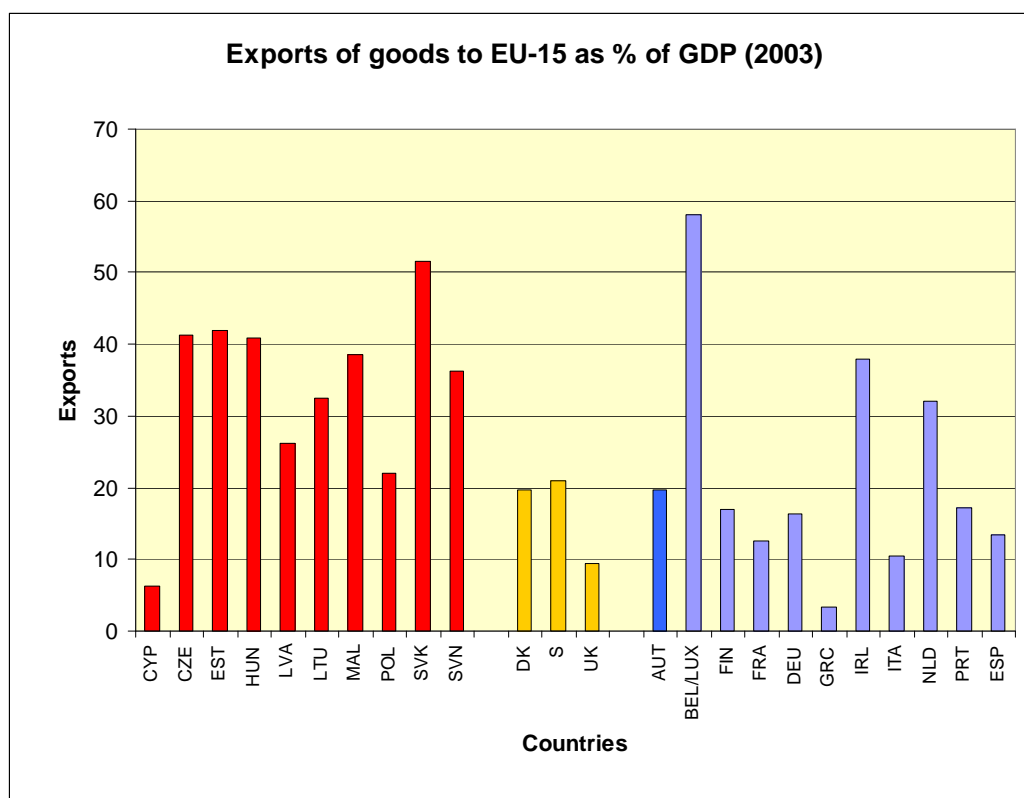
- Tal flexibilidade é um bom substituto da flexibilidade cambial;
- Preços e salários reais são mais rígidos na Europa do que nos EUA, o que faz da UE um pior candidato para uma união monetária.

Mobilidade do trabalho:

- A deslocação de trabalhadores das áreas em recessão para as áreas em expansão poderia substituir a política cambial;
- Enquanto a mobilidade do trabalho tem um importante papel no ajustamento aos choques assimétricos nos EUA, tal mobilidade é muito menor na Europa (tanto entre países como dentro de países);
- Grandes diferenças salariais poderão permanecer na Europa, principalmente após o alargamento a Leste.

Grau de abertura das economias:

- Em economias pequenas e abertas ao exterior é difícil obter ganhos reais de competitividade através de desvalorizações da moeda nacional;
- Quanto maiores os laços comerciais, maiores os ganhos de transacções com a moeda única;
- A maioria dos países europeus tem um grau de abertura considerável entre si, o que torna a UE num bom candidato para uma união monetária.
- Os países da Europa central são tão abertos face à EU-15 como os seus países membros.

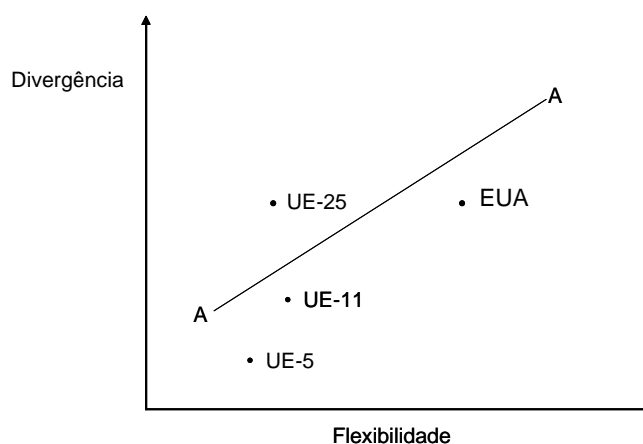


Integração fiscal:

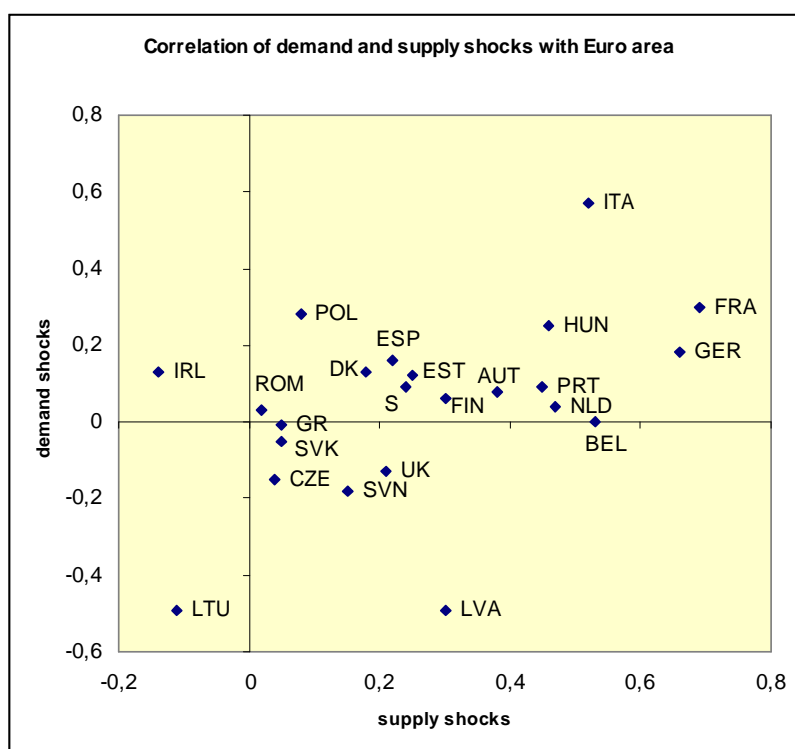
- Um sistema de transferências fiscais poderia substituir a mobilidade do trabalho e a política cambial;
- Estudos revelam que o sistema fiscal dos EUA absorve cerca de 40% das perdas de rendimentos devido a choques assimétricos;
- O orçamento da UE é pequeno demais para desempenhar tal papel;
- Os países deviam preservar a sua autonomia fiscal (mas poderiam surgir problemas de insustentabilidade dos défices);

Grau de simetria dos choques económicos:

- Na presença de choques simétricos, uma política monetária comum funciona bem;
- Os primeiros estudos apontavam para a existência de um núcleo duro em que os choques eram mais simétricos (Alemanha, França e BENELUX);



- A EU-25 tem uma maior assimetria de choques económicos do que os EUA, mas o mesmo já não acontece com o tal núcleo;
- Estudos mais recentes já alargam para 12 (ou mais) o número de países que poderá constituir uma Área Monetária Óptima (os que adoptaram o euro). Este alargamento do núcleo deve-se ao aumento de integração económica verificado nestes últimos anos:
- O recente alargamento da UE a mais 10 países fez com que o grau de assimetria de choques médio da UE aumentasse consideravelmente:

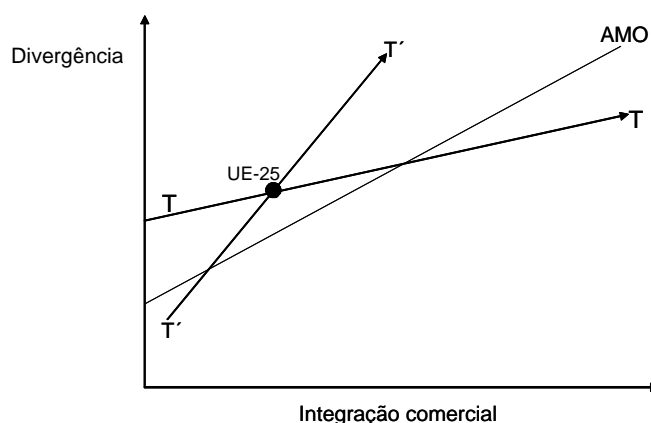


- Muitos países da EC têm choques na procura negativamente correlacionados com os da EU-15.
- Há fraca correlação de choques na oferta entre os países da EC e da EU-15.
- Assimetrias nos choques na procura podem desaparecer com a união monetária, enquanto as assimetrias nos choques na oferta mantêm-se.
- Assim, nem todos os países da Europa Central podem fazer parte de uma área monetária óptima com o resto da União Europeia:
 - No entanto, para alguns destes países a adesão à UEM pode ser a melhor possibilidade de importarem a estabilidade monetária e de preços.

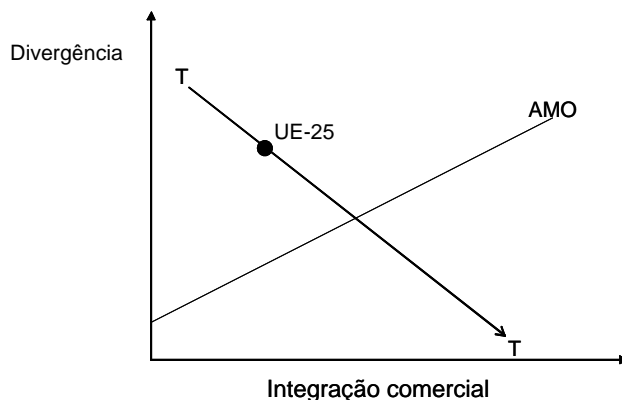
Simetria dos choques no longo prazo:

Possíveis efeitos do aumento de integração económica:

- Maior especialização dos países de acordo com as suas vantagens comparativas tornaria os choques mais assimétricos (maiores custos);



- Torna os países mais semelhantes, prevalecendo o comércio intra-industrial, sendo os choques mais simétricos (reduz os custos);



- Estudos empíricos recentes (Frankel e Rose, 1997) favorecem a segunda hipótese, atestando que o aumento do comércio entre os países membros tem sido principalmente intra-industrial e tem tornado os choques económicos mais simétricos;
- Assim, será de esperar que num futuro próximo os primeiros 15 países da UE venham a ser uma Área Monetária Óptima;
- Atendendo ao recente alargamento a 10 países, aos 2 países que aderirão no início de 2007 e aos que se poderão seguir, demorará muito tempo até que a UE como um todo se torne numa área Monetária Óptima.

13.6 A política monetária na zona-euro

De acordo com o Tratado da União Europeia (artigo 105º, nº 2), cabem ao Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC):

- A definição e execução da política monetária da U.E.;
- A realização de operações cambiais;
- A detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-membros;
- A promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

Objectivos:

- “O objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços.
- Sem prejuízo do objectivo da estabilidade de preços, O SEBC apoiará as políticas económicas gerais da Comunidade ...” (TUE, artigo 105º, nº 1)

Independência política:

- Artigo 107º: “... o BCE, os bancos centrais nacionais, ou qualquer membro dos respectivos órgãos de decisão não podem solicitar ou receber instruções das Instituições ou organismos comunitários, dos governos dos Estados-membros ou de qualquer outra entidade.”

Organização do SEBC:

- Constituído por:
 - Banco Central Europeu (BCE);
 - Bancos centrais nacionais dos países da União Europeia.
- Enquanto existirem estados-membros da EU fora da zona-euro, será necessário distinguir o SEBC do *Eurosistema*.

O *Eurosistema* é constituído por:

- Banco Central Europeu (BCE);
- Bancos centrais nacionais dos países da zona-euro.

O *Eurosistema* é gerido pelos seguintes órgãos de decisão:

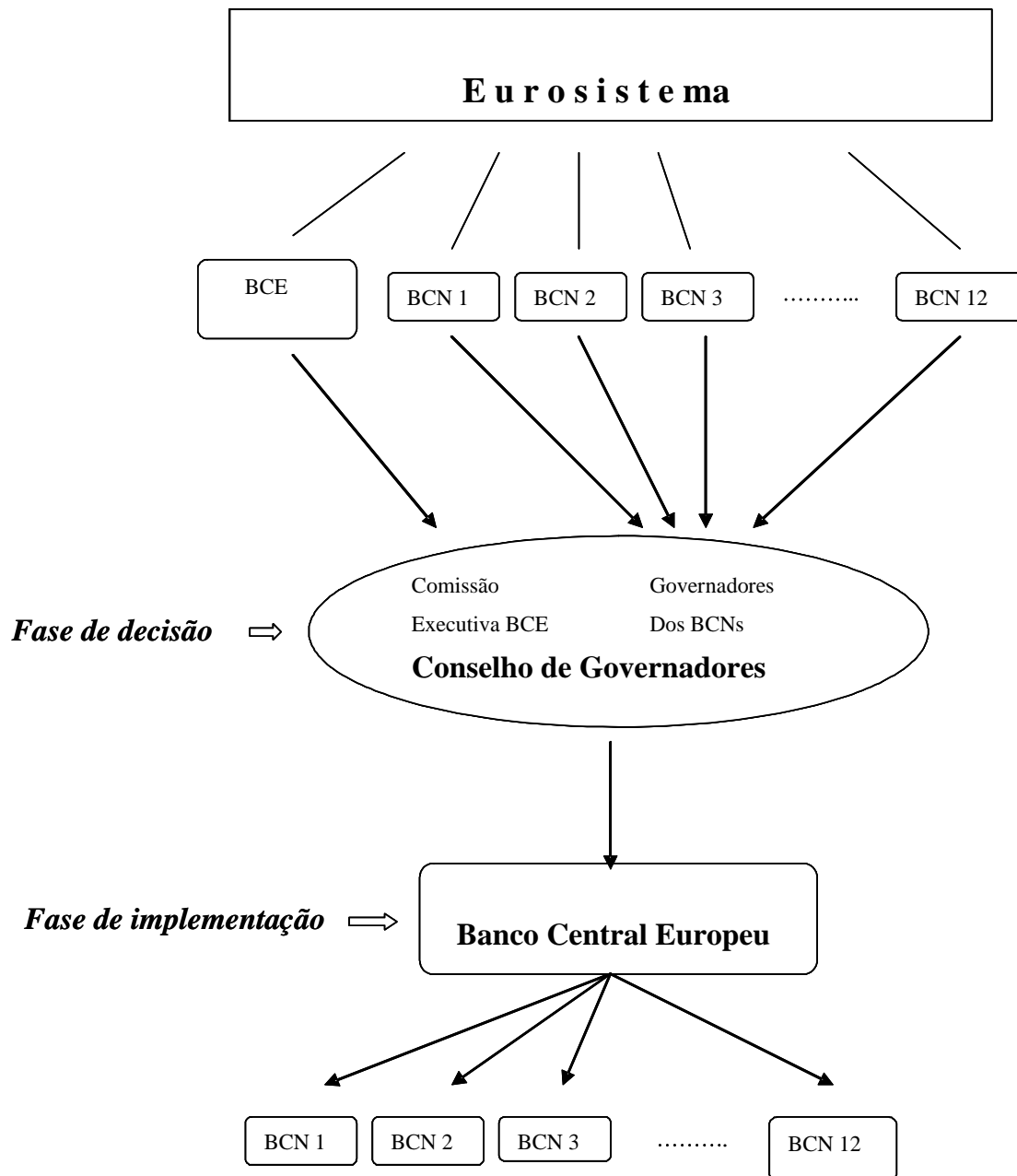
- A **Comissão Executiva** é composta pelo presidente, pelo vice-presidente e por quatro vogais, nomeados por um período de oito anos, não renovável;
- O **Conselho** é composto pelos membros da **Comissão Executiva** do BCE e pelos **governadores** dos bancos centrais nacionais dos países membros da UEM (actualmente são 12).

O Conselho de Governadores é o principal órgão de decisão do *Eurosistema*:

- Formula a política monetária e toma decisões sobre taxas de juro, reservas bancárias e a provisão de liquidez no sistema;
- Nas reuniões quinzenais Frankfurt, cada um dos seus actuais 18 membros tem direito a um voto;
- A partir do momento em que haja mais de 15 países na zona-euro, os governadores exercerão o direito de voto rotativamente;
- A frequência com que podem participar nas votações dependerá do tamanho relativo dos seus países. Assim, governadores de países grandes exercerão o seu direito de voto com maior frequência do que governadores de países pequenos.

A Comissão Executiva do BCE implementa as decisões de política monetária do Conselho de Governadores:

Existe ainda o Conselho Geral do SEBC, com funções consultivas, no qual têm assento todos os governadores dos bancos centrais dos países-membros da UE.



Estratégia de política monetária

O principal **objectivo** do Eurosistema consiste em manter a estabilidade de preços, que o Conselho de Governadores do Eurosistema definiu em 1999 da seguinte forma:

- Aumento em termos homólogos do Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC) inferior a 2%;
- O objectivo é manter um nível de preços estável a médio prazo;
- Posteriormente, declarou que pretende uma taxa de inflação abaixo, mas próxima, dos 2% ao ano.

Primeiro pilar:

- Estabelecimento de um valor de referência para o crescimento da oferta de moeda num sentido lato (M3 não deve crescer mais que 4,5% ao ano)
- O agregado M3 inclui moeda em circulação, depósitos a curto prazo e títulos com juros a curto prazo emitidos por instituições financeiras.
- Modelo implícito:

$MV = PY$, logaritmizando temos,

$m + v = p + y$, expressando em variações temos,

$$\Delta m + \Delta v = \Delta p + \Delta y$$

$$\Delta m = \Delta p^* + \Delta y_p - \Delta v_p$$

Segundo pilar:

- Avaliação global das perspectivas de evolução dos preços e dos riscos para a estabilidade de preços.
- Esta avaliação é efectuada com base num vasto número de indicadores económicos, que fornecem informações sobre a evolução futura dos preços.

Instrumentos:

- Operações de mercado aberto;
 - Principais instrumentos que o BCE usa para afectar as condições monetárias. Tomam sobretudo a forma de leilões de taxa variável.
 - Alterando a taxa de juro das operações principais de refinanciamento, afecta as taxas de juro do mercado.
 - Adicionalmente, ao alterar os montantes a distribuir, também afecta directamente a liquidez na zona-euro.
- Facilidades de cedência e absorção de liquidez;
 - Destinam-se à absorção ou cedência de liquidez no muito curto prazo (*overnight* = 24 horas).
 - As taxas de cedência/absorção de liquidez estão 1% acima/abaixo da taxa de juro usada nas operações principais de refinanciamento.
- Reservas mínimas.

1.2 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from ^{b)}	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate		Level	Change
			Level	Level	Change		
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 ^{a)}	2.75	0.75	3.00	-	-	3.25	-1.25
22	2.00	-0.75	3.00	-	-	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 ^{a)}	3.25	-	-	4.25	-	5.25	-
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	-	4.50	0.25

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 onwards, the date refers to the deposit and marginal lending facilities and to the main refinancing operations (changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council discussion), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.

13.7 A reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento

Em Março/Abril de 2005 foi levada a cabo uma reforma do PEC e do seu Procedimento dos Défices Excessivos (PDE):

- Os valores de referência para o défice e para a dívida continuam nos 3% e 60% do PIB, respectivamente;
- Excessos excepcionais e temporários do défice:
 - O excesso deve resultar de uma circunstância excepcional, ou resultar de uma recessão económica grave;
 - Definida até agora como um decréscimo de 2% do PIB;
 - Passa a ser uma taxa de crescimento negativa ou um decréscimo acumulado da produção durante um período prolongado de crescimento muito baixo em relação ao crescimento potencial.
 - Serão tidos em conta outros factores pertinentes e os efeitos de reformas estruturais que impliquem uma deterioração da situação orçamental no curto prazo;
 - A Comissão deve analisar o respeito da disciplina orçamental com base tanto no critério do défice como no da dívida:

Alargamento dos prazos previstos:

- Os prazos previstos para a aplicação do Procedimento de Défices Excessivos foram alargados;
- Prazo inicial para a correcção do défice excessivo:
 - em regra, o prazo para a correcção de um défice excessivo deveria ser de um ano a partir do momento em que é identificado;
 - Os países que apresentem um défice excessivo devem realizar anualmente um esforço orçamental mínimo de 0,5% do PIB, em termos corrigidos de variações cíclicas e líquidos de medidas pontuais;
 - Caso se verifiquem circunstâncias especiais, o prazo inicial para a correcção de um défice excessivo poderia ser alargado um ano.
 - Os prazos para a correcção do défice excessivo poderão ser revistos e prorrogados se inesperadamente ocorrerem factos económicos adversos com efeitos orçamentais altamente desfavoráveis no decurso do procedimento relativo ao défice excessivo.

13.8 Futuras adesões à zona-euro

Qualquer país tem que cumprir os critérios de convergência antes de adoptar o euro:

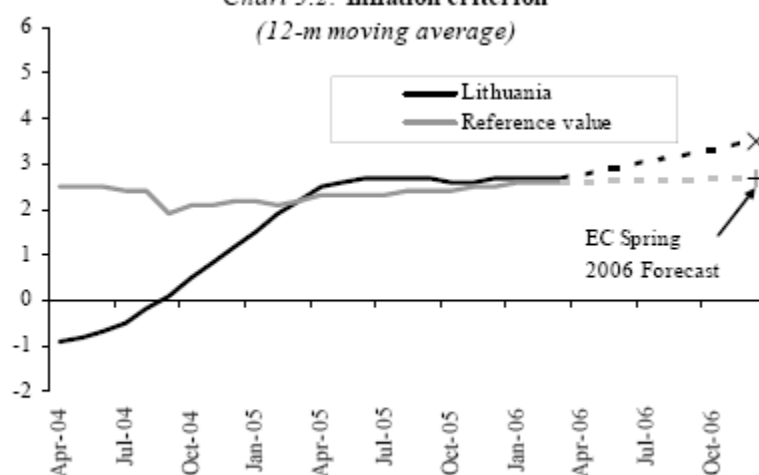
- No tocante à estabilidade cambial, um novo mecanismo de taxas de câmbio (o MTC-II) substituiu o anterior MTC em 1 de Janeiro de 1999;
- O MTC-II baseia-se em taxas de câmbio centrais face ao euro, à volta das quais são fixadas margens relativamente largas, escolhidas pelos países.

A adesão a este mecanismo é voluntária;

- Dos primeiros 15 membros da UE, só a Dinamarca tem a sua moeda no MTC-II. O Reino Unido e a Suécia mantêm as suas moedas fora do MTC-II.
- Dos 10 países que aderiram à UE em Maio de 2004 sete aderiram já ao MTC-II:
 - Eslovénia, Estónia e Lituânia aderiram em 28/6/04;
 - Chipre, Lituânia e Malta aderiram em 2/5/05;
 - Eslováquia aderiu em 28/11/05.

Em resultado de uma avaliação positiva da Comissão e do BCE em Maio de 2006, a Eslovénia entrará na zona-euro em 1/1/2007. A Lituânia viu negado o seu pedido por ter a inflação acima do valor de referência.

Chart 3.2. Inflation criterion
(12-m moving average)



Source: Eurostat, Commission services

Quadro de Panorâmica Global: indicadores económicos de convergência

(excluindo o critério das taxas de câmbio)

		Inflação medida pelo IHPC ¹⁾	Taxa de juro de longo prazo ²⁾	Excedente (+) ou défice (-) do sector público ³⁾	Dívida bruta do sector público ⁴⁾
República Checa	2004	2.6	4.8	-2.9	30.7
	2005	1.6	3.5	-3.6	30.4
	2006	2.4	3.7	-3.5	30.9
Estónia	2004	3.0	.	2.3	5.2
	2005	4.1	.	2.3	4.5
	2006	4.3	.	2.5	4.0
Chipre	2004	1.9	5.8	-4.1	70.3
	2005	2.0	5.2	-2.3	69.2
	2006	2.3	4.1	-1.9	64.8
Letónia	2004	6.2	4.9	-0.9	14.5
	2005	6.9	3.9	0.1	12.1
	2006	6.9	3.9	-1.0	11.1
Hungria	2004	6.8	8.2	-5.3	56.3
	2005	3.5	6.6	-6.5	57.7
	2006	3.2	7.0	-8.6	63.6
Malta	2004	2.7	4.7	-5.0	74.9
	2005	2.5	4.6	-3.2	74.2
	2006	3.2	4.3	-2.9	69.6
Polónia	2004	3.6	6.9	-3.9	41.8
	2005	2.2	5.2	-2.5	42.0
	2006	1.2	5.2	-2.2	42.4
Eslováquia	2004	7.5	5.0	-3.0	41.6
	2005	2.8	3.5	-3.1	34.5
	2006	4.3	4.2	-3.4	33.0
Suécia	2004	1.0	4.4	1.8	50.5
	2005	0.8	3.4	3.0	50.4
	2006	1.4	3.6	2.8	46.7
Valor de referência ⁴⁾		2.8%	6.2%	-3%	60%

Fontes: BCE, Eurostat e Comissão Europeia.

1) Taxa de variação média anual (%). Os dados de 2006 referem-se ao período de Outubro de 2005 a Setembro de 2006.

2) Em percentagens, média anual. Os dados de 2006 referem-se ao período de Outubro de 2005 a Setembro de 2006.

3) Em percentagem do PIB. Projecções da Comissão Europeia para 2006.

4) O valor de referência refere-se ao período de Outubro de 2005 a Setembro de 2006 no que respeita à inflação medida pelo IHPC e às taxas de juro de longo prazo e ao ano de 2005 no que respeita ao défice e dívida públicos.

ÍNDICE

PROGRAMA SUCINTO **1**

PARTE I: MERCADOS CAMBIAIS E O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL **5**

1 - OS MERCADOS CAMBIAIS	5
1.1 - Introdução	5
1.2 - Mercados à vista (spot) e a prazo (forward)	6
1.3 - Arbitragem geográfica e triangular	7
1.4 - Cobertura do risco e especulação	7
1.5 - Previsão das taxas de câmbio: mercados a prazo e consultores cambiais	8
1.6 - Os swaps	9
1.7 - O mercado de futuros	10
1.8 - O mercado de opções	11
2 - MERCADOS MONETÁRIO E DE CAPITAIS INTERNACIONAIS	12
2.1 - Introdução	12
2.2 - Investimentos a coberto	12
2.3 - Paridade de juros a coberto	13
2.4 - Desvios da paridade de juros a coberto	14
2.5 - Risco político e os mercados monetários	14
2.6 - SWAPs e a paridade de juros a coberto	15
3 - RISCO CAMBIAL E OPERAÇÕES A DESCOBERTO	17
3.1 - Taxas de juro, taxas de câmbio esperadas e paridade de juros a descoberto	17
3.2 - Taxas de câmbio esperadas e a estrutura temporal das taxas de juro	17
3.3 - Problemas com testes da paridade de juros a descoberto	19
3.4 - Taxas de remuneração reais e risco de inflação	21
3.5 - Risco de inflação relativo, risco cambial e fuga de capitais	22
3.6 - A Paridade de poder de Compra (PPC) e a correlação entre taxas de câmbio e preços	22
3.7 - Diversificação e os determinantes do risco de activos	23
3.8 - O prémio de risco cambial e desvios do prémio forward da taxa de depreciação antecipada	23
4 - PREVISÃO DAS TAXAS DE CÂMBIO, PRÉMIOS DE RISCO E EFICIÊNCIA DO MERCADO A PRAZO (FORWARD)	24
4.1 - O prémio de risco e o diferencial entre o prémio forward e as taxas de câmbio antecipadas	24
4.2 - Expectativas baseadas em questionários e estimativas dos prémios de risco e forward	24
4.3 - Heterogeneidade de expectativas: “chartists” versus fundamentalistas no mercado cambial	25
4.4 - Expectativas racionais, previsão das taxas de câmbio e a evidência empírica quanto ao prémio de risco e ao mercado a prazo	27
4.5 - Prémios forward e de risco na previsão dos movimentos das taxas de câmbio	29
4.6 - Erros de previsão e a eficiência do mercado	30
4.7 - Aprendizagem e a formação de expectativas	30

5 - FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS	31
5.1 – Euromoedas e Euromercados: o mercado <i>offshore</i>	31
5.2 - Orígens e justificação económica dos Euromercados	34
5.3 – Intermediação financeira internacional	36
5.4 - Mercados internacionais de obrigações	37
5.5 – Mercados <i>offshore</i> e a eficácia da política monetária	39
5.6 – Regulamentação dos mercados <i>offshore</i>	40
PARTE II: MACROECONOMIA EM ECONOMIA ABERTA	42
6 - EXTENSÕES AO MODELO MUNDELL-FLEMING	42
6.1 - O modelo Mundell-Fleming	42
6.2 - O caso de um país grande	45
6.3 - Efeitos de choques externos	46
6.4 - Mobilidade imperfeita de capitais	47
6.5 - Expectativas regressivas e as políticas monetária e fiscal	48
6.6 - O efeito da curva em J e expectativas regressivas	49
6.7 - Efeitos da riqueza	50
6.8 - Oferta agregada, saldos reais e a taxa de câmbio	51
7 – MERCADOS DE ACTIVOS E DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO	56
7.1 – Expectativas sobre as taxas de câmbio	56
7.2 – Choques não antecipados e o sobreajustamento das taxas de câmbio	57
7.3 – A abordagem monetária da taxa de câmbio	58
7.4 – A abordagem monetária e as variações na taxa de câmbio	59
7.5 – Risco cambial e a abordagem do portfolio	61
8 – A BALANÇA DE PAGAMENTOS (B.P.) PORTUGUESA	63
8.1 - A actual apresentação das estatísticas da B.P.	64
8.2 - A evolução da B.P. Portuguesa e das suas componentes	66
9 – ABORDAGENS DO EQUILÍBRIO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS: ELASTICIDADES, ABSORÇÃO, MONETÁRIA E DE PORTFOLIO	70
9.1 – Abordagem das elasticidades	70
9.2 – A abordagem da absorção	71
9.3 – A abordagem monetária da Balança de Pagamentos	74
9.4 – A abordagem do portfolio	77
10 - CRISES CAMBIAIS E ATAQUES ESPECULATIVOS	81
10.1 – Crises financeiras internacionais recentes	81
10.2 – Primeira geração de modelos de ataques especulativos	82
10.3 – Segunda geração de modelos de ataques especulativos	85
10.4 – Estimação econométrica de modelos de ataques especulativos	86
10.5 – Indicadores microeconómicos	87
10.6 - Contágio	88
10.7 – Taxa de juro, moeda estrangeira e risco de crédito	89
10.8 – Respostas políticas possíveis	90

<u>PARTE III: O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E A</u>	
<u>INTERDEPENDÊNCIA E COOPERAÇÃO NA ECONOMIA MUNDIAL</u>	
	91
11 – O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL (SMI)	91
11.1 – Moeda mercadoria e o bimetalismo	91
11.2 – O Padrão-Ouro	92
11.3 – O período entre as guerras	94
11.4 – O Sistema de Bretton Woods (1946-71)	96
11.5 - Evolução do SMI e da economia mundial após 1973	100
12 – INTERDEPENDÊNCIA E COOPERAÇÃO INTERNACIONAIS	107
12.1 – Cooperação entre países industrializados	107
12.2 – Devem os países coordenar as suas políticas económicas?	108
12.2.1 - Modelos de interdependência macroeconómica	109
12.2.2 - Ganhos potenciais da coordenação de políticas	110
12.2.3 - Obstáculos à coordenação de políticas	112
12.3 – Credibilidade, constrangimentos legais e reputação	113
12.4 – O FMI e o seu papel actual na economia mundial	114
12.5 – A reforma do sistema monetário internacional	115
12.6 - Áreas de influência do Euro, USD e JPY	116
13 – A INTEGRAÇÃO EUROPEIA	120
13.1 - Os critérios de convergência eram necessários?	121
13.2 - Processo de transição e as crises do SME	123
13.3 - Custos e benefícios económicos da União Económica e Monetária	128
13.4 – Aspectos políticos da UEM	129
13.5 - Será a União Europeia uma Área Monetária Óptima?	131
13.6 A política monetária na zona-euro	137
13.7 A reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento	144
13.8 Futuras adesões à zona-euro	146

This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.
This page will not be added after purchasing Win2PDF.