

Macroeconomia e Análise da Conjuntura

3. O Banco Central e a regra de política monetária | Notas pedagógicas*

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Sofia Vale & Luís Clemente-Casinhas

1 Moeda: definição, funções e agregados monetários

A moeda é um dos elementos centrais da economia moderna. Serve três funções essenciais: é meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Sem ela, o comércio teria de funcionar por trocas diretas, o que exige coincidência de vontades.

Ao facilitar transações, permite poupança e avaliação de preços. Mesmo pequenas variações na confiança na moeda (por exemplo, durante períodos de inflação elevada ou crises bancárias) afetam todo o funcionamento da economia.

1.1 Quem cria a moeda e como ela evoluiu

Historicamente, as formas de moeda evoluíram de mercadorias (ouro, prata, sal) para moedas metálicas, depois notas conversíveis e, finalmente, moeda fiduciária (sem valor intrínseco, mas aceite por convenção e confiança). Nos séculos XX e XXI, o processo foi mais longe: os depósitos bancários e meios eletrónicos tornaram-se dominantes.

Hoje, quase todo o dinheiro que usamos é criado por bancos comerciais quando concedem crédito. O Banco Central emite moeda (física + reservas bancárias) e regula o sistema, mas a maior parte da oferta monetária surge dentro do próprio sistema bancário.

1.2 Agregados monetários

A maioria de nós não vê grande diferença entre moedas, notas e depósitos bancários, tratando-os como perfeitamente substituíveis nas transações do dia a dia. Esta perceção está na base da primeira definição de dinheiro: moeda em circulação mais depósitos à vista. Este agregado monetário é denominado $M1$, e pode ser expresso como:

$$M1 = \text{moeda em circulação} + \text{depósitos à vista.}$$

*Referências utilizadas: Burda, M. & Wyplosz, C. (2017), *Macroeconomics: a European Text*. 7th Edition, Oxford University Press, Cap. 9 e 10.

Os depósitos à vista têm três características principais: (1) podem ser convertidos em numerário a pedido no banco emissor; (2) permitem a realização de pagamentos por cheque, transferência ou cartão; e (3) oferecem juros nulos ou muito baixos. Assim, são convenientes para transações e proporcionam elevada liquidez, mas são pouco atrativos do ponto de vista do rendimento.

Para responder a essa limitação, os bancos oferecem contas de poupança e outros depósitos que rendem juros mais elevados, embora o acesso aos fundos não seja tão imediato como nos depósitos à vista. No entanto, a facilidade com que estes fundos podem ser transferidos para contas à ordem torna-os quase tão líquidos quanto o numerário. Por essa razão, são incluídos numa definição mais ampla de dinheiro, designada por $M2$:

$$M2 = M1 + \text{depósitos a prazo ou de poupança com acesso irrestrito.}$$

Uma definição ainda mais abrangente, o agregado $M3$, inclui instrumentos financeiros de liquidez mais limitada, como depósitos a prazo de maior duração, depósitos em moeda estrangeira e contas em instituições não bancárias.

$$M3 = M2 + \text{depósitos a prazo de maior duração e contas em instituições não bancárias.}$$

Aqui o princípio é sempre o mesmo: quanto mais amplo o agregado, menor é a liquidez média dos ativos incluídos. De agora em diante, referir-nos-emos ao dinheiro sem especificar a sua definição, chamando-o simplesmente M (massa monetária) e pensando nele como:

$$M = \text{moeda em circulação} + \text{depósitos bancários.}$$

2 Os bancos comerciais e a criação de moeda

2.1 Funções dos bancos comerciais

Os bancos comerciais têm como função tradicional captar depósitos e conceder empréstimos, atuando como intermediários financeiros que canalizam recursos das unidades com excedentes de poupança para aquelas que necessitam de financiamento.

Por isso dizemos que uma das suas funções mais importantes é a chamada transformação de maturidades, que consiste em utilizar passivos de curto prazo (como depósitos à ordem, que os clientes podem levantar a qualquer momento) para financiar ativos de longo prazo (como empréstimos para habitação, aquisição de automóveis ou investimento empresarial). Esta atividade é essencial para o funcionamento da economia, pois permite transformar

poupanças dispersas em crédito produtivo, mas envolve também riscos de liquidez: se um número elevado de depositantes tentar levantar simultaneamente os seus fundos, o banco pode não dispor de numerário suficiente, já que a maior parte dos recursos está emprestada. Estas situações são raras, mas podem comprometer a estabilidade do sistema financeiro, razão pela qual o setor bancário é fortemente regulado e supervisionado.

2.2 Balanço simplificado de um banco comercial

Ativos: reservas no Banco Central (numerário ou depósitos no Banco Central), títulos (como obrigações do Tesouro), empréstimos e outros investimentos. Passivos: depósitos dos clientes e, ocasionalmente, financiamentos obtidos junto do Banco Central.

A margem entre as taxas ativas (empréstimos) e passivas (depósitos) constitui a principal fonte de rendimento dos bancos.

2.2.1 Reservas e o controlo da massa monetária

Os bancos são obrigados a manter uma proporção dos seus depósitos sob a forma de reservas. Essas reservas garantem a liquidez do sistema e são o principal instrumento de controlo da criação de moeda.

Na prática, os bancos não são restringidos diretamente pelo montante de reservas, mas pelo custo de as obter. É o preço (a taxa de juro de curto prazo) que o Banco Central define e que influencia indiretamente toda a cadeia de crédito.

2.3 O multiplicador monetário: visão tradicional e realista

A versão tradicional dos manuais (o multiplicador monetário) sugere que os bancos só podem emprestar o excedente dos depósitos após reter uma fração como reservas. Assim, com uma reserva obrigatória de 10%, um depósito inicial de 1000€ poderia gerar até 10000€ de novos depósitos através de sucessivas rondas de empréstimos: um banco guarda 100€ (10%) e empresta 900€ a um comerciante que o deposita noutro banco, e assim sucessivamente, até convergir para uma soma de 10000€. Nesta visão, o banco só podia emprestar a parte que sobrava depois de garantir as reservas: isso fazia parecer que as reservas fossem o “travão” direto à concessão de crédito.

Na realidade, o processo é inverso: o crédito antecede os depósitos. Os bancos criam moeda e só depois obtêm as reservas necessárias para cumprir os requisitos regulamentares. Por isso, a noção moderna é que o Banco Central controla o preço da moeda, não a sua quantidade direta. Por exemplo, quando um cliente pede um empréstimo de 10000€, o banco não procura esse dinheiro entre os depósitos existentes; simplesmente cria um depósito de

10000€ na conta do cliente e regista, simultaneamente, um crédito (ativo) no seu balanço. O dinheiro é criado no momento da concessão do empréstimo e destruído quando o crédito é reembolsado.

O verdadeiro limite ao crédito não é o montante de depósitos, mas sim: a procura de crédito por parte da economia; a perceção de risco e as regras de capital impostas aos bancos; as condições de refinanciamento junto do Banco Central.

3 O Banco Central e o controlo da liquidez

3.1 Funções do Banco Central

O Banco Central é uma instituição pública com mandato para assegurar a estabilidade da moeda e supervisionar o sistema financeiro. O Banco Central não controla diretamente a quantidade de moeda: define a taxa de juro de curto prazo e, com isso, influencia o custo do crédito. Fornece ainda reservas aos bancos comerciais conforme necessário para garantir a estabilidade do sistema de pagamentos.

3.2 Base monetária e taxa de reserva

A base monetária ($M0$) é composta por:

$$M0 = \text{moeda em circulação} + \text{reservas bancárias.}$$

O Banco Central controla a base monetária através de operações de refinanciamento e de mercado aberto. Ao ajustar a taxa de juro associada a estas operações, influencia o custo de crédito e, indiretamente, o nível de atividade económica.

3.3 Balanço do Banco Central

Ativos: reservas internacionais (ouro e divisas), títulos de dívida pública, empréstimos a bancos comerciais. Passivos: moeda em circulação e reservas bancárias. O capital próprio do Banco Central (o seu património líquido) resulta da diferença entre os seus ativos e passivos, servindo para absorver riscos/perdas.

Exemplo prático de operação de mercado aberto: quando o BCE compra títulos do Tesouro, aumenta o seu ativo (títulos) e, em simultâneo, credita as reservas do banco vendedor, expandindo assim a base monetária. O contrário ocorre quando vende títulos.

4 O equilíbrio no mercado monetário

O mercado monetário é o espaço onde bancos trocam reservas de curto prazo. Bancos com excesso de liquidez emprestam a outros com défice. A taxa cobrada nestas operações (taxa interbancária) torna-se referência para toda a estrutura de taxas da economia. Por exemplo, se o Banco A concedeu muitos empréstimos e precisa de reservas, pode pedir 50 milhões de euros ao Banco B por um dia, pagando uma taxa *overnight* de 3%.

Se o sistema como um todo precisa de mais reservas, é o Banco Central que as fornece, ajustando a liquidez e, com ela, a taxa de juro.

4.1 Procura de moeda e taxa de juro

A procura de moeda resulta das necessidades de transação e da preferência por liquidez. Depende positivamente do PIB nominal (PY) e negativamente da taxa de juro (i):

$$M^d = L(PY, i), \quad \frac{\partial L}{\partial i} < 0.$$

Quando o rendimento sobe, aumenta a procura de meios de pagamento. Quando i sobe, aumenta o custo de deter moeda (perdem-se juros potenciais), e a procura por liquidez diminui. Por exemplo, com taxas de juro a 0%, as famílias preferem manter saldos em conta corrente, mas com taxas a 5%, deslocam fundos para depósitos a prazo ou obrigações.

4.2 Equilíbrio no mercado monetário

O equilíbrio ocorre quando a oferta de moeda (M^s) iguala a procura (M^d). O Banco Central define uma taxa-alvo através do corredor de taxas de juro e, se necessário, fornece a liquidez ao mercado para a atingir. Este corredor é dado por:

- Piso (*floor*): taxa de depósito (remuneração das reservas);
- Teto (*ceiling*): taxa de cedência de liquidez (empréstimo de último recurso);

Este mecanismo garante estabilidade no curto prazo e preserva o funcionamento do mercado interbancário. Por exemplo, se o BCE define o piso em 3% e o teto em 4.5%, a taxa interbancária tenderá a flutuar entre estes valores. Nenhum banco emprestará abaixo de 3% (pode sempre aplicar no BCE), nem acima de 4.5% (pode pedir diretamente ao BCE).

5 A Regra de Taylor e a curva de política monetária (PM)

John Taylor (1993) propôs uma regra simples para descrever o comportamento típico dos bancos centrais: ajustar a taxa de juro quando a inflação ou o produto se desviam dos seus níveis desejados. A expressão desta regra é dada por:

$$i_t = i^n + \phi_\pi(\pi_t - \pi^*) + \phi_y \left(\frac{y_t - y_t^*}{y_t^*} \right),$$

onde i_t é a taxa nominal definida pelo Banco Central; i^n é a taxa natural, consistente com inflação estável; π_t é a inflação corrente e π^* a meta oficial; y_t é o PIB real e y_t^* o produto potencial; $\phi_\pi, \phi_y > 0$ são os parâmetros de resposta. Por exemplo: se $\pi_t = 3\%$, $\pi^* = 2\%$ e $\phi_\pi = 1.5$, então o Banco Central aumenta i em 1.5 p.p. face ao valor neutro.

Para garantir estabilidade, a política monetária deve respeitar o Princípio de Taylor $\phi_\pi > 1$. Ou seja, a taxa nominal deve aumentar mais do que proporcionalmente à inflação, de modo que a taxa real também suba. Caso contrário, a política seria pró-cíclica e alimentaria ainda mais inflação.

5.1 A Regra de Taylor aplicada ao BCE

O artigo 127.º do Tratado da União Europeia define que o objetivo principal do BCE é manter a estabilidade de preços. Assim, a sua regra implícita é simplificada:

$$i_t = i^n + \phi_\pi(\pi_t - \pi^*),$$

sem incluir o hiato do produto como meta autónoma. O BCE reage à inflação média da área do euro, não à situação de cada país. Por exemplo, se a inflação média da área do euro sobe de 2% para 4%, o BCE aumenta as taxas, mesmo que em alguns países (como Portugal) o crescimento ainda seja fraco.

5.2 Curva de política monetária (PM)

A relação entre inflação e taxa nominal definida pelo Banco Central pode ser representada por uma curva ascendente no plano (π, i) . Quando a inflação sobe, a taxa de juro aumenta segundo a regra; quando a inflação cai, a taxa baixa.

Mudanças na orientação de política deslocam a curva: uma política mais restritiva, com aumento de i^n ou de ϕ_π , movem a curva para cima; e uma política mais expansionista, com redução de i^n ou de ϕ_π movem a curva para baixo.