

**Grelha de correção do Exame final
de União Económica e Monetária (Dia)**

Grupo I

1. O défice da balança de pagamentos - BP (e em particular da componente 'bens e serviços'), resultante por exemplo do aumento de importações, determina, em regra, maior procura de moeda estrangeira em relação à moeda nacional, o que conduz, numa segunda fase, à apreciação cambial da primeira em relação à segunda. Isto, se o regime de câmbios for flutuante. Em regime de câmbios fixos, *ceteris paribus*, o banco central (BC) é obrigado a intervir para manter o valor da moeda na paridade com as restantes (em relação às quais o câmbio está ligado). Logo, em caso de pressão para depreciação, o BC deve vender moeda estrangeira (contra a moeda nacional), assegurando assim a estabilidade cambial. Nos casos de desequilíbrios graves da BP (v.g. défices graves e estruturais da BP), pode não ser possível assegurar esta paridade: então, no limite, pode ser necessário proceder ao realinhamento da paridade, obrigando (no caso) à desvalorização cambial (nova paridade a preço inferior da moeda).

2. O modelo IS-LM oferece-nos a taxa de juro de equilíbrio nos mercados de bens e serviços (IS) e no mercado monetário (LM), para uma dada combinação de investimento/crescimento do produto, no primeiro caso, ou de procura/oferta de moeda, no segundo caso. Em contexto de economia aberta, o comportamento da curva IS depende da vertente interna (consumo, investimento e despesa pública) e da vertente externa (exportações - importações). O *rationale* fundamental do PEC (que visa limitar os défices orçamentais nos países da Zona euro) é duplo: por um lado, assegurar o objetivo macroeconómico fundamental da UEM que é o da estabilidade dos preços (Wyplosz), evitando o enviesamento inflacionista da política orçamental; por outro lado, evitar o comportamento oportunista (*'free riding'*) dos maus parceiros (Estados membros com política orçamental laxista) à custa dos bons (Eichengreen), e em última análise prevenir efeitos de contágio para toda a zona que tais 'maus' comportamentos poderiam determinar, através do *'crowding out'* da política orçamental, quer interno (via

taxas de juro, que determinaria o aumento das taxas de juro nominais), quer externo (via taxas de câmbio, pelo aumento da taxa de câmbio do Euro face ao exterior e a perda correlativa de competitividade). Ora, o modelo IS em ação explica este *rationale*: uma política orçamental expansionista determina a expansão da curva IS, logo o aumento da taxa de juro de equilíbrio.

3. O modelo IS-LM oferece-nos a taxa de juro de equilíbrio nos mercados de bens e serviços (IS) e no mercado monetário (LM), para uma dada combinação de investimento/crescimento do produto, no primeiro caso, ou de procura/oferta de moeda, no segundo caso. No caso do mercado monetário, verifica-se que, em regra, o aumento da procura de moeda (L) determina o aumento da taxa de juro, ao passo que a expansão da curva da oferta - M (exógena e determinada apenas pela definição da política monetária a cargo do Banco Central - BC) tendencialmente conduz, *ceteris paribus*, à redução da taxa de juro nominal.

O modelo LM em ação ajuda a explicar o fundamento da política monetária do BCE, contida no TFUE nos respetivos Estatutos, e que visa a prossecução do objetivo cimeiro da estabilidade dos preços. Este objetivo pressupõe, por sua vez, uma política monetária restritiva e conservadora, de controlo da oferta monetária. Se tal não sucede e se a oferta monetária não conhecesse restrição, isso poderia, através da redução das taxas de juro, contribuir para o sobreaquecimento da economia e, com isso, favorecer o aumento da inflação na Zona Euro.

4. A política de *Quantitative Easing* - QE (política monetária de natureza não convencional, levada a cabo pelo BCE, com o lançamento em 2012 do programa OMT - *Outright Monetary Transaction* e caracterizada pelo aumento da base monetária, *maxime* através de uma política de compra de ativos em mercado primário e secundário) procurou, em termos imediatos, ajudar a resolver a chamada crise da dívida soberana dos países periféricos, de entre os quais Portugal e, mediatamente, contribuir para a própria sobrevivência da Zona Euro. Tratava-se ainda - através de uma política monetária de natureza expansionista (inédita e de certa forma *contra natura*, se atendermos aos Estatutos do próprio BCE - veja-se questão anterior) - tratava-se, dizíamos, de contribuir para uma

maior dinamização da economia europeia, que então se encontrava praticamente estagnada. A redução das taxas de juro de referência para valores próximos de zero (em alguns casos negativas), consequente a essa decisão, apontava nesse sentido. Todavia, os efeitos ficaram aquém do esperado: taxas de juro baixas não significaram um crescimento económico assinalável (antes pelo contrário). A Europa parece(ia) ter caído assim numa ‘armadilha de liquidez’, similar àquela que vivera o Japão nos anos noventa e princípio do século XXI, marcada por uma política monetária tão restritiva quanto ineficaz, do ponto de vista dos objetivos macroeconómicos subjacentes. Daí que alguns autores tenham já defendido que a solução na Europa passa necessariamente pelo relançamento da economia europeia através da política orçamental (patrocinada pelo Orçamento ou fundos europeus), mormente uma nova política de investimento em larga escala.

5. O *Mercado Único de Capitais* (MUC) é uma iniciativa recente da Comissão Europeia que visa contribuir para a superação da fragmentação financeira na Zona Euro e, assim, para uma melhor partilha de riscos de natureza privada, perante choques exógenos que atinjam a Zona, e cada um dos seus membros em particular (choques assimétricos). Formas alternativas de financiamento de empresas e projetos de investimento que impliquem menor alavancagem (debt) e maior capital próprio ou afim (equity, bonds) são uma primeira forma de assegurar uma maior circulação de capitais na Zona e assim menor enviesamento nacional (ou seja, que os financiadores/investidores em cada país sejam sobretudo residentes nesse país). Depois, no que toca especificamente ao funcionamento do mercado bancário (que, na Europa, é o principal intermediário e canal dessas operações de investimento), adoção de medidas que promovam a segregação entre a dívida bancária e a dívida soberana (a quebra do chamado ‘*doom loop*’ entre estas duas formas de dívida). Neste sentido, foram adotadas diversas ações e medidas legislativas, no âmbito da chamada União Bancária, mormente no âmbito dos seus pilares ‘Mecanismo Único de Supervisão’ e ‘Mecanismo Único de Resolução’.

Grupo II

1)

- Para diversos autores – como Paes Mamede – não é possível cumprir estes três objetivos em simultâneo (daí o ‘novo’ triângulo das impossibilidades). Na sua opinião, dever-se-á avançar para a reestruturação da dívida.

O aluno deveria assim dizer o que entende por reestruturação, condições políticas, económicas e financeiras para que esta possa ser feita, suas vantagens, riscos e desvantagens.

- Outras medidas alternativas: no plano monetário, o já referido (Grupo I, 4) programa OMT; no plano orçamental: criação de fundos de estabilização contracíclica; o subsídio de desemprego europeu; a criação de ‘eurobonds’. No plano privado, o MUC (referido no Grupo I, 5). No fundo, iniciativas que visam uma melhor partilha de riscos e solidariedade entre países pertencentes à zona Euro.

- O ‘triângulo das impossibilidades’ (Mundell, Mc Kinon e Kenen) é uma decorrência da teoria económica, por estes autores criada, intitulada ‘teoria das zonas monetárias ótimas’: aqui se definem como condições de ótimo no funcionamento de uma união monetária, pelo menos estas duas: flexibilidade de preços e salários; mobilidade dos factores (trabalho e capital). O referido ‘triângulo’ – esboçado no relatório Delors (1989) diz-nos que no contexto da criação de uma zona monetária de entre três características, uma delas deve ceder (ou seja, entre si, elas não são, as três, compatíveis): regime de câmbios fixos, liberdade de circulação de capitais e autonomia da política monetária. Ora, dando por assente que se pretendia criar uma zona com fixidez cambial e garantindo a liberdade de circulação de capitais (decorrência do próprio mercado único), então teria que se abdicar da última, ou seja, da autonomia da política monetária. Foi isso que levou à necessidade de criação do BCE (o que aconteceria em 1999), o qual passaria a conduzir a definição da política monetária na zona Euro e as decisões concernentes à emissão de moeda.

2)

- Em regra, regimes de câmbios fixos funcionam melhor quando as estruturas produtivas dos países envolvidos sejam similares. Quando, pelo contrário, essas estruturas sejam muito diferenciadas e os choques exógenos sofridos sejam de

natureza assimétrica, então é preferível manter autonomia em matéria cambial, nomeadamente para fazer face a desequilíbrios temporários da BP (nomeadamente através da depreciação das taxas de câmbio).

- O regime cambial prevalecente no mundo, desde o fim do sistema monetário saído de Bretton Woods (fim que aconteceu em 1978), é o regime de câmbios flutuantes. No entanto, a nível regional, existem inúmeros arranjos cambiais, que vão desde a completa fixidez à flutuação livre, passando pelas uniões monetárias e 'currency boards', 'target zones', formas de desvalorização deslizando, e flutuação dirigida.

- A zona Euro é uma união monetária constituída por quatro elementos fundamentais: fixidez cambial (das moedas nacionais entre si e em face do Euro); livre circulação de capitais; política monetária única (institucionalizada no SEBC e no BCE); moeda única.