



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM ECONOMIA INTERNACIONAL E
ESTUDOS EUROPEUS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DO
BANCO CENTRAL EUROPEU FACE À CRISE NA ZONA
EURO E SUA INFLUÊNCIA NA CRISE ECONÓMICA EM
PORTUGAL**

NAIR DOS SANTOS PEREIRA

OUTUBRO DE 2014



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM ECONOMIA INTERNACIONAL E
ESTUDOS EUROPEUS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DO
BANCO CENTRAL EUROPEU FACE À CRISE NA ZONA
EURO E SUA INFLUÊNCIA NA CRISE ECONÓMICA EM
PORTUGAL**

NAIR DOS SANTOS PEREIRA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO AUGUSTO DA ASCENSÃO
MENDONÇA

OUTUBRO DE 2014

“Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence, are usually the slaves of some defunct economist”

- J. M. Keynes, 1936

AGRADECIMENTOS

Antes de mais, considero importante agradecer a todos os que me apoiaram a concretizar o projeto aqui apresentado.

Desde logo, os meus sinceros agradecimentos ao Professor António Augusto da Ascensão Mendonça, não apenas pela sua qualidade académica enquanto investigador, mas também pelo incentivo que sempre incitou em mim a vontade de fazer mais e melhor, de continuar a lutar pelos meus objetivos, pelos conselhos proferidos e pelas correções que ajudou a fazer.

Reconheço ainda o papel dos meus amigos que estiveram sempre presentes e que tantas vezes compreenderam a minha ausência e a importância do meu desenvolvimento pessoal, sempre me tendo proferido palavras de apoio. Ampararam-me nos momentos difíceis e levaram-me a sair da minha rotina quando mais precisei.

Agradeço a todos os professores do ISEG, porque todos foram cruciais para a aquisição dos meus conhecimentos e me levaram a pensar para além dos termos e horizontes académicos estabelecidos pelas teorias consolidadas. Ensinaram-me a ter uma perspetiva abrangente e a solidificar a minha visão social da área económica.

Finalmente, deixo os meus agradecimentos finais, do fundo do coração, à minha família: porque, apesar dos momentos mais difíceis, sempre acreditaram em mim. Especialmente à minha mãe e ao meu pai, que de tudo fizeram para que conseguisse ter a oportunidade de estudar, e à minha tia Elsa, que sempre me disse que haveria de chegar longe com a minha força de vontade.

Neste projeto coloquei não apenas esforço e dedicação, mas, sobretudo, uma enorme paixão, porque sempre enveredei pela minha vocação e pelos caminhos que considerei serem os mais apelativos para mim.

RESUMO

Face à crise económico-financeira internacional, eclodida em 2008, que assolou profundamente a Europa, tendo abalado os alicerces desta, o BCE, a atuar no contexto de um «choque assimétrico» (a crise das dívidas soberanas, despontada em 2010, na Zona Euro), teve de reformular as suas funções e tomar medidas de cariz não convencional. Desde a tradicional movimentação das taxas de juro, foi necessário ceder liquidez em quantidades avultadas e, *in extremis*, intervir no mercado secundário de títulos de dívida. Portugal, enquanto uma das economias mais fragilizadas por este choque, assistiu ao resvalar da sua economia para uma profunda recessão, situação que levou a que o país tivesse de pedir um resgate financeiro. Desta forma, a análise do caso português torna-se pertinente. Averigua-se que a ação do BCE, conjugada com o Programa de Assistência Económica e Financeira, constituiu-se como crucial para impedir o completo desmoronamento da economia portuguesa. A resposta do BCE foi um tanto ou quanto tardia, mas não falhou. Não obstante a incerteza do futuro, almeja-se uma recuperação de Portugal e, em caso de sobrevivência do Euro a esta intempérie, a União Europeia sairá fortalecida em todas as suas vertentes.

Palavras-chave: Banco Central Europeu; crise económica; política monetária; Zona Euro; Portugal

ABSTRACT

Regarding the international economic and financial crisis, that began in 2008, which has deeply strucked Europe, having shaken its foundations, the ECB, acting in a context of an «asymmetric shock» (the sovereign debt crisis emerged in 2010, in the Euro Zone) had to reformulate its functions and to take unconventional measures. Since the traditional movement of the interest rates, it was necessary to provide liquidity in considerable amounts and, *in extremis*, to intervene in the secondary market of debt securities. Portugal, as one of the economies that had suffered most damage with this shock, has seen its economy plunging into a great recession, a situation which has led the country to ask for a financial bailout. Thus, the analysis of the portuguese case becomes relevant. It can be noticed that the action of the ECB, combined with the Economic and Financial Assistance Programme, was crucial to prevent the complete collapse of the portuguese economy. The response of the ECB was somewhat late, but it hasn't failed. Despite the uncertainty of the future, it is aimed a full recovery of Portugal and, if the Euro survives this storm, the European Union will be strengthened in all its dimensions.

Keywords: European Central Bank; economic crisis; monetary policy; Euro Zone; Portugal

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	8
2. POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL <i>VERSUS</i> NÃO CONVENCIONAL	10
2.1. Uma revisão da literatura: a política monetária do BCE	10
2.2. As medidas de política monetária do BCE face à crise	18
2.3. O ajustamento de Portugal às medidas do BCE	26
3. O COMPORTAMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA FACE À CRISE NA ZONA EURO	31
3.1. Indicadores económicos portugueses (2008-2014)	31
3.1.1. Produto Interno Bruto, Taxa de Desemprego, Taxa de Inflação, Saldo Orçamental Geral, Dívida Pública Bruta, Balança Comercial	32
3.1.2. Taxa de rendibilidade das Obrigações do Tesouro	34
3.1.3. Concessão de crédito à economia	35
4. EFEITOS DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAIS DO BCE NA ECONOMIA PORTUGUESA	37
5. CONCLUSÃO	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43

ANEXOS

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BCE – Banco Central Europeu

BPN – Banco Português de Negócios

BPP – Banco Privado Português

EUA – Estados Unidos da América

FEFF – Fundo Europeu de Estabilização Financeira

FMI – Fundo Monetário Internacional

IHPC – Índice Harmonizado de Preços no Consumidor

INE – Instituto Nacional de Estatística

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

MEEF – Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira

OT – Obrigações do Tesouro

PAEF – Programa de Assistência Económica e Financeira

PEC – Pacto de Estabilidade e Crescimento

PIB – Produto Interno Bruto

PIB_{pm} – Produto Interno Bruto a preços de mercado

SMP – *Securities Markets Programme*

TFUE – Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

TMD – Transações Monetárias Diretas

UE – União Europeia

UEM – União Económica e Monetária

1. INTRODUÇÃO

Após a eclosão da crise do *subprime*, nos EUA, em 2008, desencadeou-se uma crise financeira que se alastrou à economia mundial. As crises dos mercados financeiros desencadeiam crises económicas e, neste âmbito, devem intervir os Bancos Centrais, por forma a garantir a estabilidade do sistema financeiro e da economia. Dentro da UE, a instituição incumbida desta função é o BCE, que se afigura como responsável pelo Euro. O seu objetivo primordial assenta na manutenção da estabilidade de preços na Zona Euro, sendo essa estabilidade nominal aferida por uma inflação, definida pelo IHPC, que se deseja inferior, mas próxima de 2%, a médio prazo.

Para assegurar a estabilidade dos preços, o BCE gere a taxa de câmbio do Euro e, ademais, dispõe (como qualquer banco central) do controlo das taxas de juro. No entanto, note-se que a detenção destes instrumentos implicou a perda dos mesmos para os Estados que integraram a UEM, situação que se tem revelado desfavorável para os países da Zona Euro que, com a atual crise, sofrem decréscimos de competitividade acentuados num ambiente de recessão. Deixaram de poder alterar a sua taxa de câmbio com vista a fazer face a eventuais «choques económicos» e deixaram de ter controlo sobre a oferta de moeda em circulação (agora determinada pelo BCE), logo deixaram de controlar as próprias taxas de juro.

Para alcançar os seus objetivos, o BCE dispõe de uma série de instrumentos de política monetária «convencionais», tais como: operações de mercado aberto; facilidades permanentes; reservas mínimas. Porém, face a situações excecionais, pode tomar medidas «não convencionais», sendo que a crise das dívidas soberanas, eclodida na Zona Euro, e que tomou repercussões gravíssimas na Europa do Sul, se constituiu como laboratório fértil para a experimentação de tais ações. Como medidas não convencionais definidas *a priori*, salientam-se: cedência de liquidez com colocação total

a taxa fixa; alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia; cedência de liquidez a longo prazo e em moeda estrangeira; aquisições, a título definitivo, de instrumentos de dívida específicos. Face à atual crise, o BCE assegurou ainda a realização de Transações Monetárias Diretas – intervenções no mercado secundário de obrigações de dívida pública. Ademais, têm sido fundamentados argumentos em torno da criação de «Eurobonds» e da aceitação do BCE como «credor de último recurso».

Uma vez que Portugal foi um dos países mais afetados pela crise das dívidas soberanas, torna-se pertinente analisar o caso português, avaliando-se a forma como as medidas não convencionais tomadas pelo BCE se repercutiram nesta economia. Centrará-se a análise nas ações «não convencionais», porque a crise exigiu a sua utilização e tendo em conta a polémica gerada em torno destas, dado que parecem contradizer-se com o rígido programa de austeridade a que o país foi submetido.

Neste sentido, os objetivos gerais deste trabalho centram-se em descrever as estratégias de política monetária não convencional do BCE e aferir a influência destas no caso da economia portuguesa, durante o período que se compreende entre 2008-2014 (abrangendo-se, portanto, desde o início da atual crise económico-financeira mundial). Em termos de objetivos específicos, salientam-se: descrição dos principais vetores que caracterizam a política monetária do BCE; quais as medidas não convencionais que foram tomadas para combater a crise; demonstração da forma como tais vetores afetaram o sistema financeiro e a economia portuguesa; análise dos principais indicadores económicos portugueses que possam demonstrar o resultado de tais medidas. Desta forma, a pergunta de partida da presente análise será a seguinte: *de que modo as medidas de política monetária não convencionais do BCE influenciaram a economia portuguesa, nos anos 2008-2014, num contexto de crise na Zona Euro?*

O presente documento encontra-se estruturado da seguinte forma: no capítulo 2, elabora-se uma revisão da literatura na qual se aborda conceptualmente a política monetária convencional e não convencional e enunciam-se as fases de desenvolvimento da crise económico-financeira, a sua repercussão em Portugal e respetivas medidas aplicadas, tanto no âmbito europeu como a nível nacional; seguidamente, no capítulo 3, expõe-se a metodologia utilizada para analisar o caso em apreciação e são apresentados alguns indicadores económicos; finalmente, no capítulo 4, efetua-se uma aferição na qual se confrontam os dados apresentados com as medidas não convencionais tomadas pelo BCE, o que permitirá compreender quais os seus efeitos nos principais indicadores da economia portuguesa, avaliação seguida das principais conclusões retiradas.

2. POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL *VERSUS* NÃO CONVENCIONAL

Neste capítulo efetuar-se-á uma apresentação teórica da política monetária convencional e não convencional, seguida de uma exposição das medidas tomadas a nível europeu e a nível nacional para combater a crise.

2.1. Uma revisão da literatura: a política monetária do BCE

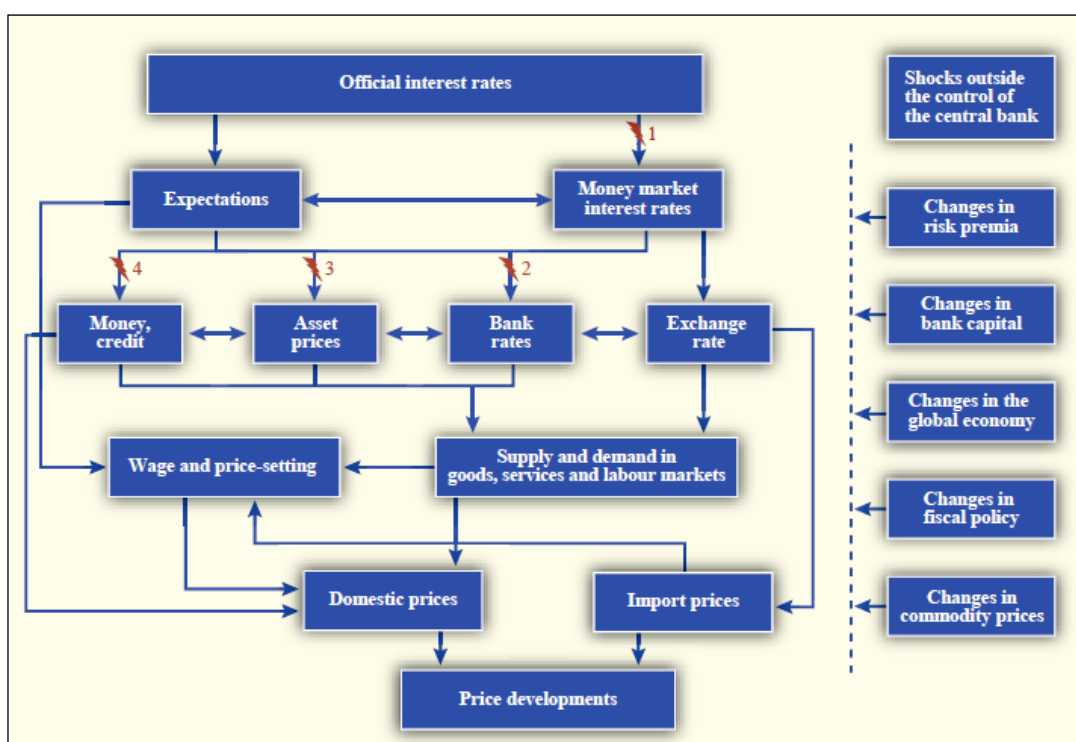
Introdutoriamente, importa referir que o BCE, responsável pela implementação da política monetária na Zona Euro (BCE, 2011a), enquadra-se no *Eurosistema*, que inclui os bancos centrais nacionais de todos os países pertencentes à UEM (BCE, 2011a). Estruturalmente, os seus órgãos decisores são: Conselho do BCE, Comité Executivo e Conselho Geral (BCE, 2011d).

Por forma a estabelecer uma comparação com a política monetária não convencional, importa fazer alusão, primeiramente, ao quadro da política monetária

convencional, apresentando-se os alicerces teóricos desta (assentes no mecanismo de transmissão), a direção da sua estratégia e os principais instrumentos.

Tendo em conta que a estabilidade de preços a médio prazo se encontra dependente da moeda emitida pelo banco central – para preencher carências de reservas, corresponder à procura de moeda em circulação e compensar saldos interbancários – (Scheller, 2006), importa mencionar o «mecanismo de transmissão da política monetária», que se trata do instrumento através do qual as decisões de política monetária, por via de alterações nas taxas de juro oficiais, afetam a economia em geral e o nível de preços especificamente (BCE, 2011b; 2011e; 2013b). O BCE intervém excecionalmente nos mercados financeiros quando este mecanismo deixa de funcionar corretamente e os sinais emitidos pelas taxas de juro deixam de ser transmitidos à Zona Euro (BCE, 2013), um processo complexo ilustrado na Figura 1.

Figura 1 – Mecanismo de transmissão da política monetária



Fonte: BCE, *Boletim Mensal* (outubro de 2010)

Aludindo à ilustração, o circuito do mecanismo de transmissão inicia-se com o estabelecimento das taxas de juro e termina com os desenvolvimentos a nível dos preços, passando por vários “canais de transmissão”, que se constituem como os estímulos que a política monetária transmite à economia real (BCE, 2011d). A explicação do circuito que se seguirá encontra-se presente em Scheller (2006). Primeiramente, o BCE fixa as taxas de juro oficiais do mercado monetário nos valores que considera adequados para o financiamento das instituições de crédito. Ao estabelecer a «base monetária», corresponde à procura de moeda por parte do sistema bancário. Desta forma, influencia o mercado monetário, uma vez que o estabelecimento das suas taxas de juro oficiais afeta diretamente as taxas de juro desse mercado e gera expectativas. Em segundo lugar, tais alterações nas taxas de juro afetarão outras taxas (por exemplo, taxas de juro dos empréstimos e depósitos a curto prazo) e, além disso, gerarão expectativas sobre as taxas de longo prazo do mercado (embora não as afetando diretamente). Em terceiro lugar (e uma vez que a política monetária influi diretamente nas expectativas e nas condições de financiamento da economia), as alterações das taxas de juro afetarão variáveis como as taxas de câmbio e os preços de ativos financeiros, influência que se repercutirá diretamente, em quarto lugar, nos níveis de consumo, poupança e investimento das famílias e empresas (*ceteris paribus*, quanto mais alta for a taxa de juro, menores serão os níveis de investimento e consumo e, conseqüentemente, maior será a poupança). Em quinto lugar, note-se que tais variações de consumo e investimento fazem alterar o equilíbrio entre procura e oferta no mercado de bens e serviços e também no próprio mercado de trabalho, produzindo, respetivamente, alterações nos preços e nos salários. Em sexto lugar, modificações das taxas de juro oficiais podem repercutir-se na oferta de crédito (as instituições credoras poderão deixar de conceder crédito se, em face de uma subida das taxas, alguns devedores deixarem de

pagar os seus empréstimos). Consequentemente, consoante a oferta de crédito existente, o nível da procura interna de bens e serviços, face à oferta interna, alterar-se-á. Por último, cerrando o circuito, as alterações no investimento e no consumo refletir-se-ão na evolução dos preços na economia (*ceteris paribus*, se a procura for superior à oferta, emergirão pressões ascendentes sobre os preços). Constatase que o mecanismo de transmissão assenta numa teia de interações económicas (Scheller, 2006).

Apresentados os fundamentos teóricos, importa aludir então à estratégia de política monetária do BCE e aos respetivos instrumentos.

Uma «estratégia de política monetária» consiste na forma como são tomadas decisões de política monetária de modo a atingir os objetivos do banco central (BCE, 2013), sendo a do BCE assente em dois pilares que confluem para determinar o nível de preços: uma definição quantitativa de estabilidade de preços e uma análise dos riscos existentes para tal estabilidade (BCE, 2011d), sendo esta última baseada em dois elementos: uma *análise monetária* e uma *análise económica* (BCE, 2010a). Portanto, o BCE utiliza três elementos: uma definição de estabilidade de preços, uma análise monetária e uma análise de indicadores financeiros e económicos (Issing *et al.*, 2004)

No que concerne ao primeiro pilar, note-se que o principal objetivo do Eurosistema assenta na manutenção da «estabilidade dos preços», por forma a assegurar elevados níveis de emprego e atividade económica (Scheller, 2006), conceito que significa a manutenção de uma taxa de inflação, conforme o IHPC, próxima de 2% a médio prazo (BCE, 2013). Note-se que a política monetária deve ter uma orientação a médio prazo devido aos desfasamentos no mecanismo de transmissão, pois quaisquer modificações naquela apenas afetam o nível de preços *a posteriori* (Scheller, 2006) – de maneira que esta deve ser prospetiva, até porque o crescimento de longo prazo é

influenciado por fatores como os recursos da economia e as qualificações da mão-de-obra, que não poderão ser controlados por aquela política (Hall, Swamy e Tavlas, 2012).

A manutenção de um foco tão centrado na inflação significaria, à partida, que o BCE não toma medidas de estabilização económica (De Grauwe, 2007). Contudo, pode dizer-se que acaba por intervir neste sentido quando aumenta ou reduz as taxas de juro para “arrefecer” ou expandir a economia, respetivamente, uma vez que acelerações do PIB provocarão, certamente, aumentos da inflação (De Grauwe, 2007). Dado que a Zona Euro não é uma *zona monetária ótima* – devido a divergências de desenvolvimento, à falta de mobilidade do fator trabalho e à rigidez salarial (Mendonça, 1995) –, o BCE não consegue fazer face aos choques assimétricos que surgem, pois estabelece uma única taxa de juro para toda a Zona Euro (De Grauwe, 2007).

Por seu turno, no que diz respeito ao segundo pilar, saliente-se que, para avaliar a estabilidade dos preços, recorre-se a duas dimensões de análise. A primeira, a *análise económica*, incide no curto a médio prazo e tem como objetivo avaliar os riscos para a estabilidade de preços e a evolução financeira e económica corrente nesse espaço temporal (Scheller, 2006). A segunda dimensão, a *análise monetária*, abarca o médio e longo prazo, destinando-se a avaliar os sinais da análise económica referentes ao crescimento monetário e à inflação (Hall, Swamy e Tavlas, 2012).

Será um exame cruzado destas duas análises que permitirá ao BCE possuir um conjunto integral de informação com vista a assegurar o seu objetivo primordial (Scheller, 2006). A adoção de uma tal estratégia tão assente na importância da moeda espelha, como bem salientam Hall, Swamy e Tavlas (2012), uma visão marcadamente «monetarista» na construção desta instituição.

Quanto aos instrumentos da política monetária convencional, salientam-se três: operações de mercado aberto; facilidades permanentes; reservas mínimas (BCE, 2013).

O BCE, como qualquer banco central, assegura o funcionamento do mercado monetário e deve permitir que os bancos satisfaçam as suas necessidades de liquidez. Para tal, concede, regularmente, refinanciamentos e facilidades que lhes permitem equilibrarem os seus saldos, refreando as flutuações de liquidez transitórias (Scheller, 2006).

As operações de mercado aberto, sendo o instrumento mais importante, servem para gerir a liquidez no mercado monetário, direcionar as taxas de juro e sinalizar a orientação da política monetária (Scheller, 2006). Subdividem-se em quatro classes: operações principais de refinanciamento (são as mais importantes, realizadas semanalmente através de leilões normais e para elas podem ser elegíveis quaisquer instituições de crédito da Zona Euro); operações de refinanciamento de prazo alargado (mensais, com um prazo de três meses, realizadas por leilões normais e cujas contrapartes podem ser quaisquer umas que preencham os respetivos critérios, destinando-se a ceder liquidez ao sistema bancário num prazo mais alargado); operações ocasionais de regularização (efetuadas a um nível *ad hoc* e limitadas nas contrapartes elegíveis, podem servir para absorver ou ceder liquidez, atenuando flutuações imprevistas no mercado monetário, sendo realizadas por leilões rápidos ou a nível bilateral com o Eurosistema); operações estruturais (destinam-se a ajustar a posição estrutural de liquidez do Eurosistema em relação ao sistema bancário a mais longo prazo, podendo consistir em transações definitivas, emissão de certificados de dívida e operações reversíveis) (Scheller, 2006).

Por sua vez, as facilidades permanentes destinam-se a fornecer ou absorver liquidez pelo prazo *overnight* (De Grauwe, 2007) e podem ser de dois tipos: de cedência de liquidez e de depósito. Sendo que ambas se realizam consoante uma taxa de juro previamente estabelecida, a primeira refere-se à concessão de empréstimos por parte dos

bancos centrais a ativos elegíveis, ao passo que a segunda serve para os bancos realizarem depósitos junto do banco central (Scheller, 2006).

Quanto às reservas mínimas impostas pelo Eurosistema às instituições de crédito, note-se que se destinam a criar escassez de liquidez estrutural no sistema bancário e a estabilizar as taxas de juro do mercado monetário, o que faz com que aumente a procura de refinanciamento junto do banco central (BCE, 2011c).

É justamente quando o mecanismo de transmissão não flui naturalmente que se poderão empreender ações não convencionais, destinadas a assegurar a efetividade dessa “mecânica” para a economia, não sendo focadas num estímulo monetário direto, mas complementando a fixação das taxas de juro (Cour-Thimann e Winkler, 2013).

A crise financeira levou grande parte dos bancos centrais, incluindo o BCE, a adotarem medidas não convencionais, sendo a maior parte delas (como se verá adiante) assentes em ajustamentos dos balanços, através dos quais o banco central utiliza o acerto do seu balanço para influir diretamente nas condições e preços de mercado, distinguindo-se claramente da tradicional alteração das taxas de juro (Borio e Disyatat, 2009). Portanto, as medidas não convencionais do BCE são primordialmente centradas em canais de crédito e amplificam os efeitos das taxas de juro estabelecidas pelo mesmo (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013), sendo designadas por «medidas de apoio ao crédito», destinando-se a aprimorar os fluxos de crédito e as condições de financiamento nos mercados monetários (BCE, 2011d) de uma forma que a redução das taxas de juro isoladamente não permite atingir (Trichet, 2009).

Primeiramente, refira-se a *cedência de liquidez com colocação total a taxa fixa*, que se trata da condução, pelo Eurosistema, de leilões de taxa fixa que, como a própria designação indica, possuem uma taxa de juro fixada previamente, sendo que os bancos licitam o montante que pretendem transacionar à taxa estabelecida (BCE, 2013).

Em segundo lugar, saliente-se a *cedência de liquidez a mais longo prazo*, que se trata do alargamento da frequência e do prazo das operações de refinanciamento (que normalmente são elaboradas com um prazo de três meses) (BCE, 2013).

Em terceiro lugar, o Eurosistema pode *ceder liquidez em moeda estrangeira* (BCE, 2013).

Em quarto lugar, pode proceder-se a um *alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia*, i.e., uma adaptação dos requisitos mínimos de elegibilidade dos ativos de garantia que os bancos têm de apresentar quando contraem empréstimos no Eurosistema, visando-se assim facilitar o acesso dos bancos às operações de cedência de liquidez do BCE (BCE, 2013).

Em quinto lugar, pode proceder-se a uma *alteração do rácio de reservas mínimas* exigido aos bancos junto do banco central, por forma a influenciarem-se as necessidades de liquidez do sistema bancário (BCE, 2013).

Por último, podem realizar-se *aquisições, a título definitivo, de instrumentos de dívida específicos*, o que corresponde à intervenção nos mercados de títulos de dívida (pública e privada) da Zona Euro, com vista a adquirir determinados ativos de forma definitiva (e não somente aceitando-os como garantia) (BCE, 2013).

Face ao exposto, torna-se possível identificar três princípios subjacentes às medidas não convencionais, salientados por Cour-Thimann e Winkler (2013). O primeiro princípio é referente ao facto de estas ações serem sempre alinhadas com o objetivo principal da política monetária do BCE (i.e., estabilidade de preços), enquanto o segundo princípio advoga que tais medidas constituem-se como um complemento do instrumento convencional das taxas de juro e não como um substituto. Finalmente, o terceiro princípio centra-se em assegurar o mecanismo de transmissão da política monetária. Desta forma, o objetivo final da política monetária do BCE é a estabilidade

de preços, sendo a estabilidade cambial o objetivo intermédio e a taxa de juro o instrumento utilizado para atingir o desígnio último (Farto e Mendonça, 2006).

As medidas não convencionais acima descritas constituem-se como as mais frequentemente aplicadas em circunstâncias extraordinárias. Porém, situações fora do normal poderão exigir sempre uma adaptação e, por isso, face à crise, o BCE foi implementando outras medidas – focadas em impedir a «desalavancagem» na Zona Euro (Cour-Thimann e Winkler, 2013) – que permitiram ir dando uma resposta adequada. Convém notar ainda que não é suposto que estas se mantenham ativas durante muito tempo, dado que podem encorajar situações de propensão ao risco no mercado financeiro, de adiamento do ajustamento do balanço de entidades do setor público e privado e de distorção de incentivos (BCE, 2011c).

2.2. As medidas de política monetária do BCE face à crise

A atual crise passou por três fases: inicialmente, surgiu uma crise financeira global, em 2008, que desencadeou, numa segunda fase, em 2010, uma crise das dívidas soberanas na Zona Euro, gerando, *a posteriori*, a partir de 2011, fortes tensões a nível do sistema bancário e uma intensificação desta última (Cour-Thimann e Winkler, 2013). Para além do efeito de contágio (Constâncio, 2012), impôs sérios constrangimentos em todos os canais de transmissão da política monetária e, em todas as fases, o BCE, para além de baixar as taxas de juro oficiais, implementou uma série de medidas não convencionais para manter o funcionamento desse engenho (BCE, 2010a; 2011c).

Expor-se-ão os principais acontecimentos do desenrolar da crise na Zona Euro, em consonância com uma apresentação das medidas de combate tomadas pelo BCE. Trata-se de uma crise económica, mas também financeira, tendo afligido profundamente

o sistema bancário por via de perdas de ativos (gerando carência de capitais próprios) e dificultado o acesso a financiamento externo (Banco de Portugal, 2009).

O Conselho do BCE estabelece três taxas de juro diretoras: taxa para as facilidades de depósito; taxa para as facilidades de cedência de liquidez; taxa das operações principais de refinanciamento (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013). A primeira ação empreendida pelo BCE refere-se sempre à alteração das taxas de juro. Quando tal não se afigura suficiente para manter as condições de financiamento e assegurar o mecanismo de transmissão, recorre-se então às medidas não convencionais.

Logo após a eclosão da crise, a Comissão Europeia emitiu um *Plano de relançamento da economia europeia*, baseado em dois pilares: o primeiro concernente a uma estimulação da procura e da confiança na economia, para tal recorrendo a um incentivo orçamental de até €200 000 milhões, e o segundo destinado a recuperar a competitividade da Europa através de investimentos em variados setores impulsionadores do crescimento (Comissão das Comunidades Europeias, 2008).

Tendo em consideração o facto de se estar perante uma circunstância excecional, as medidas tomadas pelo BCE para a enfrentar foram, primordialmente, a partir de dada altura, de cariz não convencional (destinando-se a complementar a redução das taxas de juro, a melhorar o fluxo de crédito destinado a famílias e empresas e a evitar uma crise de liquidez sistémica (BCE, 2010a)), centrando-se em duas vertentes: *medidas de apoio ao crédito* e *medidas para os mercados de títulos* (BCE, 2011d).

O primeiro sinal do impacto da crise, em agosto de 2007, assentou num aperto das condições de financiamento para bancos e empresas (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013). Desde logo, em termos convencionais, o BCE reduziu significativamente as taxas de juro (Banco de Portugal, 2009), situação que se pode comprovar pelo facto de (e embora tivesse havido um aumento destas taxas anterior a este período), desde 15

de outubro de 2008 até 21 de janeiro de 2009, o BCE ter reduzido a taxa para as facilidades de depósito de 3.25% até 1%, a taxa das operações principais de refinanciamento de 3.75% até 2% e a taxa para as facilidades de cedência de liquidez de 4.25% para 3% (vide Anexo 1) (BCE, 2011b).

Quanto às medidas não convencionais (das quais consta uma síntese no final deste capítulo), e primeiramente no que diz respeito às *medidas de apoio ao crédito*, estas foram adotadas desde outubro de 2008 até dezembro de 2009, com vista a gerar liquidez no sistema financeiro (Rivolta, 2012), incidindo nos balanços dos bancos (Banco de Portugal, 2009) e centrando-se numa alteração dos termos de provisão de liquidez para o setor bancário (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013), focando-se em assegurar o fluxo de crédito bancário através de leilões de taxa fixa com colocação total e por via de compras diretas de obrigações hipotecárias (Borio e Disyatat, 2009).

Dentro deste conjunto de ações é possível identificar, consoante Trichet (2009), subconjuntos de ações de apoio ao crédito que, de seguida, se enumerarão.

Logo em 2007, quando se começaram a sentir os primeiros tumultos nos mercados financeiros, o BCE, em face de uma intensificação da procura de solvência, decidiu intervir para conter o aumento dos *spreads* através da cedência de liquidez pelo prazo *overnight* aos mercados monetários interbancários (Lenza, Pill e Reichlin, 2010), operações que se encaixaram ainda na orientação geral da política monetária (BCE, 2013). Precisamente em agosto desse ano, realizou uma operação de cedência de liquidez com colocação total no valor de €95 mil milhões (Trichet, 2009).

Em setembro de 2008, tendo em conta a «crise de confiança» que a falência do *Lehman Brothers* provocou (Banco de Portugal, 2009), o BCE tomou um segundo subconjunto de medidas assentes em *quantitative easing* (“expansão da base monetária”) (Lenza, Pill e Reichlin, 2010), que incluiu a cedência ilimitada de

financiamento através de leilões de taxa fixa com colocação total, com vista a manter a disponibilidade de crédito para empresas e famílias a taxas de juro acessíveis (Trichet, 2009), e o estreitamento do intervalo das facilidades permanentes (Banco de Portugal, 2009) – no fundo, o BCE alterou o seu modo de provisão de liquidez para uma política de atribuição total com taxa fixa, o que permitia aos bancos do Eurosistema requisitarem quantidades ilimitadas (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013).

Quanto ao segundo subconjunto de ações não convencionais, este foi assente num alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia (BCE, 2013), sendo que, em 2009, o valor desses títulos encontrava-se em €12.2 biliões, medida que aliviou os problemas de solvabilidade dos bancos (Trichet, 2009).

Em 2009, empreenderam-se três operações de refinanciamento de prazo alargado, com maturidades de um ano, a taxa fixa e com colocação total (Lenza, Pill e Reichlin, 2010). A primeira destas operações realizou-se a 25 de junho e resultou numa provisão de €442.2 mil milhões, seguida de outra a 1 de outubro (€75.2 mil milhões), ambas à taxa de 1% e, finalmente, a terceira a 17 de dezembro (€96.9 mil milhões) (Banco de Portugal, 2010). Contudo, anunciou a remoção gradual destas ações conforme o melhoramento da situação nos mercados (Banco de Portugal, 2010).

Finalmente, o último subconjunto de «*medidas de apoio ao crédito*» incluiu uma cedência de liquidez, em moeda estrangeira (primordialmente em dólares norte-americanos), aos bancos da Zona Euro (Constâncio, 2012).

A adoção de todas estas medidas comprova que, na realidade, o BCE não se preocupa apenas com a inflação, mas também com a estabilização económica adveniente de uma acalmia das tensões nos mercados. Ademais, comprova-se que esta instituição foi para além da “inércia” no mercado monetário: não só aumentou o

financiamento, estendendo as maturidades até um ano, como alargou temporariamente a lista de colaterais aceites como garantia (González-Páramo, 2009).

Por sua vez, em termos das *medidas para o mercado de títulos*, que complementaram as enumeradas acima, pode referir-se, desde logo, o Programa de Compra de Obrigações sobre o Setor Público e Hipotecárias (*Covered Bonds*), no valor de €60 mil milhões (Rivolta, 2012), anunciado pelo BCE a 7 de maio de 2009 (e implementado desde 6 de julho desse ano a 30 de junho de 2010), com o objetivo de flexibilizar as condições de crédito e aumentar a liquidez neste mercado, dado que a emissão deste tipo de títulos é uma das fontes principais de financiamento dos bancos na Zona Euro (BCE, 2011b).

Em maio de 2010, intensificou-se fortemente a crise das dívidas soberanas (Constâncio, 2012): alguns mercados secundários de obrigações governamentais começaram a esvaziar completamente e as *yields* destas atingiram níveis insustentáveis (Cour-Thimann e Winkler, 2013), o que originou problemas de solvência no sistema bancário (De Grauwe, 2013). Como tal, as taxas de juro oficiais foram mantidas nos mesmos níveis historicamente baixos do ano anterior (vide Anexo 1).

Consequentemente, a 10 de maio, o BCE iniciou um programa de resposta a tais tensões, recorrendo à compra de títulos (que normalmente não seriam comprados, mas aceites como garantia) nos mercados secundários (i.e., aquisição de títulos aos bancos e a preços de mercado) (BCE, 2013). Este programa – designado por *Securities Markets Programme* (SMP) – foi realizado apenas nos mercados secundários, dado que o TFUE proíbe a compra de obrigações dos governos no mercado primário – e ainda limita a atuação do BCE, no mercado secundário, a medidas que visem estritamente a prossecução do objetivo da estabilidade de preços (Cour-Thimann e Winkler, 2013) - e vigorou até setembro de 2012 (BCE, 2013), tendo sido destinado a lidar com o mau

funcionamento de alguns destes mercados, a melhorar a transmissão do mecanismo da política monetária (BCE, 2011b) e a evitar o efeito de contágio (Constâncio, 2012). Até finais de setembro de 2010, o SMP totalizou €61 mil milhões em compras de dívida soberana (Lenza, Pill e Reichlin, 2010). Contudo, importa notar que, para não afetar a liquidez nos mercados, o BCE neutraliza as aquisições destes títulos através de operações de absorção de liquidez (BCE, 2011d) – ou seja, compra dívida para conferir liquidez, mas depois absorve-a/esteriliza-a para que não aumente o risco de inflação.

A 13 de abril de 2011, o Conselho do BCE decide aumentar as taxas de juro por forma a lidar com pressões inflacionistas: a das operações principais de refinanciamento para 1.25%, a das facilidades permanentes de depósito para 0.50% e a de cedência marginal para 2% (Banco de Portugal, 2011) (vide Anexo 1).

Todavia, a crise das dívidas soberanas recrudesciu no verão de 2011. Consequentemente, a 6 de outubro, o Conselho do BCE resolveu continuar com medidas não convencionais: realizou mais duas operações de refinanciamento com prazo de um ano; aplicou, em todas as operações de cedência liquidez, um procedimento de leilão de taxa fixa com colocação total até, pelo menos, meio do ano de 2012; e, por fim, concebeu um segundo Programa de Compra de *Covered Bonds*, a iniciar-se em novembro de 2011 e com o objetivo de realizar, durante um ano, aquisições no valor de aproximadamente €40 mil milhões (Constâncio, 2012). A 8 de dezembro de 2011, ainda levou a cabo uma operação de refinanciamento com maturidade de três anos para aliviar a pressão dos bancos na procura de financiamento com maturidades com prazos alargados (Constâncio, 2012).

Os problemas de solvência enfrentados pela banca na Zona Euro levaram o BCE, em 2012, em termos convencionais, a baixar as taxas de juro diretoras para mínimos históricos (a das facilidades de depósito fixou-se em 0%, tal como se pode

observar no Anexo 1, página 50), e, a nível de ações não convencionais, a fornecer quantidades avultadas de liquidez aos bancos – o que resultou numa injeção de \$USD1 bilião, em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012 (De Grauwe, 2013).

A 29 de fevereiro de 2012, foi realizada uma segunda operação de cedência de liquidez com maturidade de 3 anos (Banco de Portugal, 2013). Ao longo desse ano, foram-se concretizando operações principais de refinanciamento, sendo que, em dezembro, tomou-se a decisão de continuar a realizar tais intervenções até ao final de julho de 2013 (Banco de Portugal, 2013).

Com a crise a deflagrar pela Zona Euro, a 6 de setembro de 2012, o BCE, presidido por Mario Draghi, decidiu anunciar uma grande alteração na sua postura, advogando que, doravante, passaria a atuar como «credor de último recurso» nos mercados de obrigações de dívida pública, apresentando como contrapartida o comprometimento dos países em seguirem padrões de austeridade (De Grauwe, 2013). Em decorrência desta viragem, anuncia a realização de *Transações Monetárias Diretas* (TMD), destinando-se a assegurar a fluidez do mecanismo de transmissão (Cour-Thimann e Winkler, 2013). As TMD – que consistem em intervenções nos mercados secundários de obrigações de dívida pública, acarretando a disponibilização de empréstimos ilimitados a bancos privados e aceitando-se as obrigações dos governos europeus como garantia (Krugman, 2012) – foram estabelecidas como tendo de ser acompanhadas pela condição de estarem em consonância com um programa estabelecido pelo MEEF/FEEF, intentando-se assegurar que os governos se esforcem para restaurar a sustentabilidade das finanças públicas (Cour-Thimann e Winkler, 2013). O programa cessa quando são alcançadas as metas propostas ou em caso de incumprimento. Tal como sucedeu com o SMP, toda a liquidez gerada pelas operações das TMD seria integralmente esterilizada (Banco de Portugal, 2013).

A 8 de novembro de 2013, o BCE declarou continuar, pelo menos até julho de 2015, com as operações principais de refinanciamento por via de leilões de taxa fixa com colocação total (BCE, 2014).

Já em junho de 2014, começou a preparar a realização de aquisições definitivas no mercado de instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities*), para além de ter anunciado que manterá estáveis as taxas de juro (BCE, 2014b).

Na atual conjuntura, enormes desafios foram lançados ao BCE e cada vez mais prementes serão, à medida que se dá um afastamento da tradicional política das taxas de juro, pois, a realizar-se a compra de dívida pública e a ampliarem-se os balanços, tal significa a assunção crescente de riscos financeiros e a possível perda de independência operacional em face de uma coordenação gradual com o governo (Borio e Disyatat, 2009). Concluindo, evidencia-se que as medidas não convencionais constituíram-se como uma extensão das convencionais através do alargamento das maturidades e de transações definitivas/diretas (BCE, 2011b). No fundo, os canais de crédito através dos quais o BCE assegurou o mecanismo de transmissão amplificaram os efeitos da política monetária convencional, não a tendo substituído, ação que demonstra como a economia responde a mudanças na política monetária e ressalta a importância do canal de crédito (salientada por Bernanke e Gertler, 1995).

Quadro-síntese 1 – Medidas não convencionais do BCE

Data	Medida	Montante
MEDIDAS DE APOIO AO CRÉDITO		
Agosto 2007	Operação de cedência de liquidez com colocação total	€95 mil milhões
Setembro 2008	Medida de <i>quantitative easing</i> : cedência ilimitada de liquidez por via de leilões de taxa fixa com colocação total	Ilimitado
2009	Alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia	—
25 junho 2009	Operação de refinanciamento de prazo alargado, com maturidade de 1 ano, por via de leilões de taxa fixa com colocação total	€442.2 mil milhões
1 outubro 2009	Operação de refinanciamento de prazo alargado, com maturidade de 1 ano, por via de leilões de taxa fixa com colocação total	€75.2 mil milhões
17 dezembro 2009	Operação de refinanciamento de prazo alargado, com maturidade de 1 ano, por via de leilões de taxa fixa com colocação total	€96.9 mil milhões
—	Cedência de liquidez em moeda estrangeira	—
MEDIDAS PARA O MERCADO DE TÍTULOS		
7 maio 2009	I Programa de Compra de Obrigações sobre o Setor Público e Hipotecárias	€60 mil milhões
10 maio 2010	<i>Securities Markets Programme</i>	€61 mil milhões em compras de dívida (até setembro de 2010)
6 outubro 2011	2 operações de refinanciamento com prazo de 1 ano	—
6 outubro 2011	II Programa de Compra de Obrigações sobre o Setor Público e Hipotecárias	Objetivo: compras no valor de €40 mil milhões
8 dezembro 2011	Primeira operação de refinanciamento com prazo de 3 anos	—
29 fevereiro 2012	Segunda operação de refinanciamento com maturidade de 3 anos	—
6 setembro 2012	Anúncio da realização de <i>Transações Monetárias Diretas</i>	—
8 novembro 2013	Declaração da continuação das operações principais de refinanciamento por via de leilões de taxa fixa com colocação total	—
Junho 2014	Preparação de aquisições definitivas no mercado de instrumentos de dívida titularizados	—

Fonte: *Elaboração própria*

2.3. O ajustamento de Portugal às medidas do BCE

O impacto da crise financeira a nível internacional foi sentido como um todo na Zona Euro, mas espelhou diferentes efeitos individualmente, o que significa que, desde

2008, o BCE encontra-se a atuar num contexto de heterogeneidade (Ciccarelli, Maddaloni e Peydró, 2013).

A crise financeira portuguesa irrompeu em decorrência da crise internacional e, a nível europeu, da crise das dívidas soberanas. Transformou-se numa crise política que colocou na ordem do dia todas as fragilidades estruturais desta economia. Consequentemente, todas as medidas tomadas na UE para combater a “Grande Recessão” repercutiram-se ao nível da economia portuguesa, sendo possível identificar, consoante Caldas (2013), três fases da crise: primeiramente, de março a dezembro de 2008, a «fase financeira», cuja prioridade assentou na estabilização do sistema financeiro; seguidamente, de dezembro de 2008 até fevereiro de 2010, a «fase económica», na qual o governo recorreu provisoriamente a políticas orçamentais expansionistas; e, finalmente, de fevereiro de 2010 até à atualidade, entrou-se na «fase orçamental», na qual se tem tentado coordenar toda a Zona Euro para a estabilidade da moeda única e para um retorno da confiança nos mercados.

Através dos dados apresentados no capítulo 3 (página 32), constata-se que Portugal cresceu positivamente antes da crise, não obstante os significativos défices da balança corrente e orçamentais (Blanchard, 2006). A adesão ao Euro havia provocado expectativas de um crescimento rápido (Santos, 2012) e de uma redução do desemprego (Blanchard, 2006). Embora tendo sido um dos maiores recetores de ajuda financeira por parte da UE (Geni e Munteanu, 2010), Portugal consegue atualmente enfrentar uma dívida pública crescente, um alto défice orçamental e uma taxa de desemprego elevadíssima (Holmberg e Bengtsson, 2012). Ademais, a adesão à moeda única implicou uma perda de autonomia a nível monetário e cambial – o país deixou de ter controlo sobre a moeda na qual a sua dívida é emitida (De Grauwe, 2011a), perdendo instrumentos importantíssimos de política económica (Farto e Mendonça, 2006), tais

como o recurso à depreciação da moeda, que atua como mecanismo de estabilização (Holmberg e Bengtsson, 2012) e que tanto auxiliou na recuperação da Grande Depressão dos anos 30 (Eichengreen e Sachs, 1985).

A exposição de tais factos torna-se relevante para a compreensão das consequências da crise em Portugal, demonstrando que existem outros fatores que potenciaram os efeitos desta e que indicam que o declínio do país já havia sido iniciado.

Seguidamente, e conforme as três etapas da crise identificadas, expor-se-ão as medidas que foram tomadas em Portugal e que são uma repercussão direta das adotadas na Europa. Esta separação da exposição é relevante na medida em que existe sempre diferenciação entre as medidas tomadas pelos governos – de estímulo orçamental e variando consoante a situação de cada país - e as ações delineadas pelas autoridades monetárias (Banco de Portugal, 2010).

Logo em 2008, sentiu-se o efeito de contágio da crise, especialmente quando o BPN faliu e teve de ser nacionalizado, inaugurando-se a «fase financeira». Especificamente de outubro a dezembro de 2008, o governo lançou, no âmbito do PEC 2008-2011, uma *Iniciativa de Reforço da Estabilidade Financeira* na qual advogou um aumento da transparência e solidez das instituições financeiras (Caldas, 2013).

Na «fase económica», em janeiro de 2009, o governo lança a *Iniciativa para o Investimento e o Emprego*, repleta de medidas anticíclicas (Caldas, 2013).

No início de 2010, perante um agravamento da crise das dívidas soberanas, deu-se um *volte-face* em Portugal, uma vez que o efeito de contágio rapidamente se fez sentir no Sul da Europa, entrando-se na «fase orçamental». O ano de 2009 havia marcado uma “rutura orçamental”, o que levou o governo a atualizar o PEC, em março de 2010, com vista a corrigir o elevado défice até 2013 (Banco de Portugal, 2010).

Receando-se o «efeito dominó», numa reunião de emergência entre os Chefes de Estado e de Governo da UE, em Bruxelas, em maio de 2010, acordou-se a criação do FEEF (Cour-Thimann e Winkler, 2013), destinado a financiar os países da Zona Euro em dificuldades e permitir-lhes regressar aos mercados (Constâncio, 2012). Ainda assim, Portugal respondeu às pressões do mercado por via de um regime de austeridade, através do PEC II, assinalando objetivos (demasiado ambiciosos) de redução do défice orçamental (Lourtie, 2011).

Entretanto, o BPP declara insolvência. Após o anúncio dos resgates grego e irlandês, a Assembleia da República, em novembro de 2010, aprova o mais austero orçamento dos últimos trinta anos, anunciando o objetivo de um défice de 4.6% para o final de 2011, o que implicava efetuar cortes nos salários do setor público, bloqueios nas admissões para a Administração Pública, congelamentos de pensões, redução de subsídios sociais, cortes no investimento público e na saúde, bem como, do lado da receita, aumentos do IVA e das contribuições para a Segurança Social (Lourtie, 2011).

Apesar de tudo, de 2010 para 2011, as perspetivas da economia não eram as piores: o défice orçamental de 2010 diminuiu mais do que o esperado – registou-se em 4.3%, em 2011, quando anteriormente havia sido 9.8% - e a economia portuguesa cresceu 1.9% em 2010, não obstante o crescimento negativo dos dois anos anteriores (ver dados na Tabela 2, página 32). Mas, nos mercados, os sentimentos eram negativos em relação à resistência do país numa altura em que outros já haviam requisitado o resgate financeiro. Existiam condições para resistir: a consolidação orçamental de 2010 e 2011 assentava em grandes cortes e aumentos na receita, facto que se repercutiu, desde logo, na redução do défice supramencionada (Lourtie, 2011).

Contudo, tornar-se-ia inevitável. A 23 de março de 2011, a Assembleia rejeitou o pacote de austeridade formulado no PEC IV (2012-2014), situação que resultou na

demissão do então governo liderado por José Sócrates e na convocação de eleições antecipadas, sendo que, na semana seguinte, as agências de *rating* desceram a notação da dívida pública e dos bancos portugueses (Santos, 2012).

A 7 de abril de 2011, face à deterioração das condições de financiamento aliadas à instabilidade política e à percepção do risco de *default* tão exacerbada pelos meios de comunicação e receada pelos mercados financeiros, o governo solicitou assistência financeira internacional (Santos, 2012). As negociações decorreram entre o então governo de gestão e uma equipa de três elementos, composta pelo BCE, pela Comissão Europeia e pelo FMI, centrando-se no desenhar de um PAEF assente em três objetivos - consolidação orçamental; estabilização financeira; reformas estruturais (Santos, 2012) – visando resolver as fragilidades estruturais da economia na sustentabilidade das finanças públicas. Este programa foi desenhado para durar trinta e seis meses, ao longo dos quais se atribuem, a Portugal, DSE 23.742 mil milhões, €26 mil milhões provenientes do FEEF e outros €26 mil milhões originários do MEEF (Banco de Portugal, 2011a).

Talvez se pudesse ter evitado o resgate, caso a UE tivesse tomado mais prontamente as decisões da reunião do Conselho da UE, em 21 de julho de 2011 (Lourtie, 2011), referentes a um reforço da flexibilidade do FEEF e do MEEF (Constâncio, 2012), medida dentro da qual se pode salientar a vontade expressa de intervenção do BCE no mercado secundário de dívida em situações excecionais, de maneira a evitar o contágio (Conselho da União Europeia, 2011).

A economia portuguesa beneficiou do anúncio do BCE em proceder a TMD, pois, no decurso deste, o Estado realizou importantes operações de financiamento: logo em outubro de 2012, uma emissão de dívida no valor de €26291 milhões; em dezembro de 2013, uma emissão no valor de €25723 milhões; e, recentemente, em abril de 2014, uma emissão de €30109 (dados do BPStat).

Embora o país possua problemas estruturais, pode afirmar-se que o efeito de contágio em nada auxiliou à resolução rápida da crise, uma vez que alastrou o problema, tendo posto em causa os fundamentos basilares da UE e a sua credibilidade na manutenção da estabilidade económica.

3. O COMPORTAMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA FACE À CRISE NA ZONA EURO

Neste capítulo, serão expostos os indicadores económicos portugueses considerados relevantes para o tema em apreciação. Consideram-se duas questões hipotéticas, que servem de ponto de partida, sendo a primeira: *os principais vetores que caracterizam a política monetária não convencional do BCE estão a resultar no atual contexto de crise económica?*, e a segunda: *os vetores da política monetária não convencional foram benéficos para a economia portuguesa?* Surge, como objeto de estudo dependente, a economia portuguesa integrada na UEM, enquanto, como objeto independente, tem-se a política monetária não convencional do BCE. Em termos metodológicos, realizar-se-á uma abordagem qualitativa, com recurso a uma análise de conteúdo, ou seja, interpretar-se-ão os dados recolhidos numa base essencialmente descritiva.

3.1. Indicadores económicos portugueses (2008-2014)

Todas as economias passam por períodos de contração e expansão (De Grauwe, 2012), sendo que as crises geram oscilações profundas nos indicadores económicos e serão estes que servirão de referência para empreender medidas de estabilização.

Para compreender o efeito das medidas não convencionais do BCE na economia portuguesa, foram considerados os seguintes indicadores, obtidos da AMECO, do

Eurostat, do INE, do Banco de Portugal e do Euribor-rates: PIB; taxa de desemprego; taxa de inflação; saldo orçamental geral; dívida pública bruta; balança comercial; taxa de rendibilidade das OT; empréstimos concedidos e EURIBOR. A maior parte dos dados apresenta-se desde 2006, para que seja possível estabelecer um termo de comparação para com o período anterior.

Seguidamente, serão apresentados os dados recolhidos e uma análise da tendência geral verificada para cada indicador. O confronto dos dados com os respetivos efeitos na economia efetuar-se-á no capítulo 4.

3.1.1. Produto Interno Bruto, Taxa de Desemprego, Taxa de Inflação, Saldo Orçamental Geral, Dívida Pública Bruta, Balança Comercial

Tabela 2: Produto Interno Bruto a preços de mercado, Taxa de Inflação, Saldo Orçamental Geral, Dívida Pública Bruta, Balança Comercial. Portugal, 2006-2014

	PIBpm	Taxa de Desemprego	Taxa de Inflação	Saldo Orçamental Geral (% PIB)	Dívida Pública Bruta (% PIB)	Saldo da Balança Comercial (milhões €)
2006	1.4%	8.6%	3.11%	-4.6%	69.4%	-13,38755
2007	2.4%	8.9%	2.45%	-3.1%	68.4%	-12,67319
2008	0%	8.5%	2.59%	-3.6%	71.7%	-16,38278
2009	-2.9%	10.6%	-0.83%	-10.2%	83.7%	-11,80875
2010	1.9%	12%	1.40%	-9.8%	94%	-12,51701
2011	-1.2%	12.9%	3.65%	-4.3%	108.2%	-6,507655
2012	-3.2%	15.9%	2.77%	-6.4%	124.1%	-147,923
2013	-1.3%	16.5%	0.27%	-4.9%	129%	2,845,381
2014	1.2%	15.4%	—	-4%	—	—

Elaboração própria.

Fonte dos dados: PIBpm – AMECO; Taxa de desemprego – AMECO; Taxa de Inflação - INE, PORDATA; Saldo Orçamental Geral – AMECO; Dívida Pública Bruta – Eurostat; Balança Comercial – PORDATA

Os indicadores na Tabela 2 são os mais relevantes para a análise geral do estado de uma economia, sendo essenciais para a compreensão do tema em análise.

Iniciando a interpretação pelo PIBpm, é possível verificar que a economia portuguesa crescia positivamente até à eclosão da crise, em 2008, ano no qual se verificou um crescimento nulo. Esta desaceleração significativa marca assim o início de uma época de recessão. Embora tenha havido uma recuperação em 2010 (1.9%), os anos seguintes demonstraram um crescimento negativo típico de uma fase de estagnação. Ainda assim, em 2014, já se vislumbra uma recuperação (1.2%). As razões por detrás desta tendência assentam, consoante Geni e Munteanu (2010), numa enorme falta de competitividade, nos elevados níveis de desemprego, num gigantesco défice externo e, ainda, numa baixa produtividade.

Quanto à taxa de desemprego, cabe referir que, antes do surgimento da crise, já se constataavam valores na ordem dos 8%, podendo verificar-se, já em 2010 (coincidindo com a crise das dívidas soberanas), uma taxa de 12%, atingindo-se o extraordinário valor de 16.5% em apenas em três anos.

Avançando para a taxa de inflação portuguesa, certifica-se que a mesma, à exceção dos anos 2009 e 2013, não se afasta largamente do valor de 2% estabelecido pelo BCE (sendo a estabilidade de preços o seu objetivo primordial, eram expectáveis os níveis observados). Todavia, podem notar-se tendências de deflação, especialmente em 2009, quando a taxa se situou em -0.83%, um facto inédito na economia portuguesa e que é justificado por um grande aumento do desemprego, que gerou queda da procura e diminuição da capacidade produtiva (Banco de Portugal, 2010). Embora nos anos seguintes esta tendência se tenha invertido, em 2013 voltaram a registar-se valores significativamente baixos (0.27%).

Por sua vez, quanto ao saldo orçamental, note-se que os valores deste indicador conferem uma visão da solidez das finanças de um país e demonstram o (des)equilíbrio das contas públicas. O PEC estabelece um limite máximo de 3% para o défice

orçamental, valor que, como se pode observar na Tabela 2, não tem sido respeitado por Portugal. Comprova-se que, ao longo do período considerado, o orçamento do governo português foi sempre deficitário, situação que piorou significativamente após a crise, sendo de salientar o seu agravamento exponencial de -3.6%, em 2008, para -10.2%, em 2009, mantendo-se gravemente elevado em 2010 (-9.8%), mas tendo decrescido a partir de então.

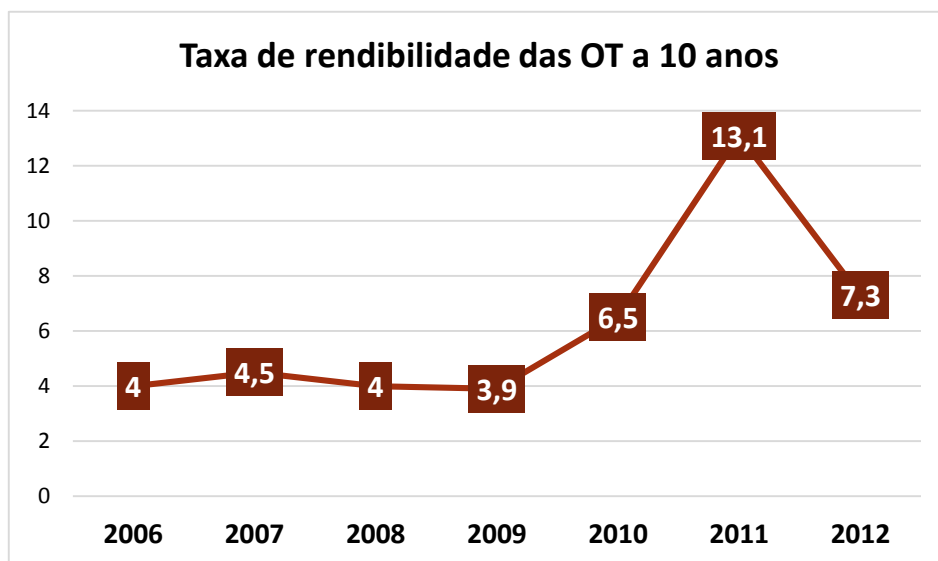
No que concerne à dívida pública bruta, note-se que, antes de 2008, esta já ultrapassava o limite de 60% do PIB imposto pelo PEC, mas os aumentos mais expressivos verificaram-se a partir de 2009, quando este indicador se registou em 83.7%, tendo chegado a um máximo histórico de 129%, em 2013.

Finalmente, analisando-se a balança comercial portuguesa, nota-se que esta foi sempre deficitária, desde 2006 até 2012, mas, em 2013, apresentou um excedente de €2,845,381, o que pode refletir a perda de poder de compra verificada com a crise (daí um decréscimo nas importações) ou, então, uma viragem da economia portuguesa para aumentar a sua capacidade de exportar.

3.1.2. Taxa de rendibilidade das Obrigações do Tesouro

As taxas de juro influenciam as expectativas de inflação e afetam os níveis de consumo, poupança e investimento de empresas e famílias (Banco de Portugal, 2010). Escolheu-se a taxa de rendibilidade das OT como indicador, porque esta transmite as expectativas dos investidores internacionais face a uma economia, na medida em que estes percecionam a probabilidade de incumprimento de determinado país consoante o nível da sua dívida pública (Banco de Portugal, 2013). Quanto maior a taxa de rendibilidade, maior o risco de crédito associado à dívida soberana correspondente, logo a desconfiança dos investidores e a incerteza provocam aumentos nesta taxa.

Gráfico 1 – Taxa de rendibilidade das OT a taxa fixa a 10 anos, Portugal (2006-2012)
Percentagem (valores retirados em dezembro de cada ano)



Elaboração própria.

Fonte: Relatórios do Conselho de Administração do Banco de Portugal (2008-2014)

A taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos atingiu o extraordinário valor de 13.1%, em 2011. Todavia, por efeitos positivos do PAEF e de uma acalmia dos mercados financeiros devido às decisões cruciais tomadas pelo BCE, a mesma diminuiu significativamente para 7.3% em 2012, o que significa que os mercados obrigacionistas melhoraram a sua perceção do risco da economia portuguesa (Banco de Portugal, 2013).

3.1.3. Concessão de crédito à economia

Denota-se, pela observação da Tabela 3, uma expansão da concessão de crédito a empresas entre 2007 e 2009, situação que demonstra o apoio do sistema financeiro a estas entidades. Todavia, tais valores têm vindo a decrescer desde 2010 (passando de um montante de €118964 milhões nesse ano para €99185 em 2014), o que poderá refletir a falta de liquidez do sistema bancário. No que diz respeito aos empréstimos a particulares e famílias, estes apresentaram também um decréscimo gradual e significativo (no caso das famílias, de €6072 milhões, em 2010, para €3870 milhões, em

2014), o que poder-se-á justificar pela perda de poder de compra associada às medidas de austeridade implantadas.

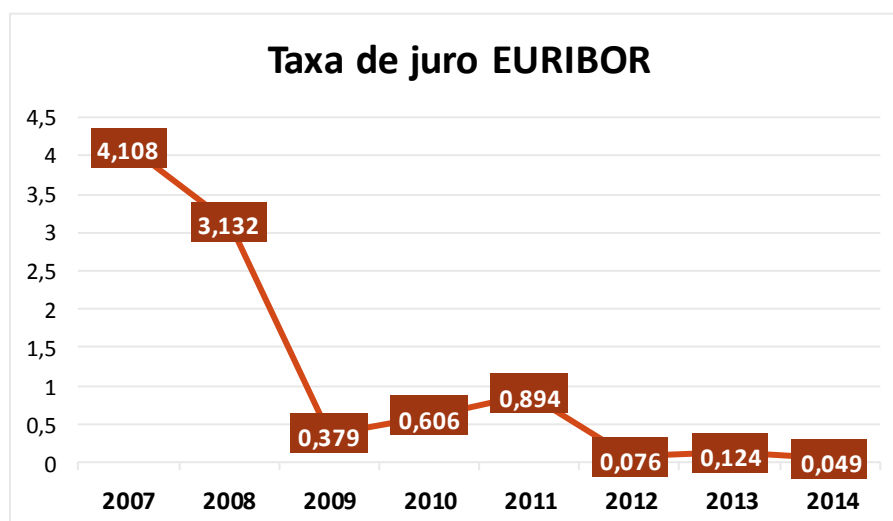
Tabela 3 – Empréstimos concedidos, Portugal (2007-2014)
Montante total em milhões de € (10⁶)

	Empréstimos de instituições financeiras a sociedades não financeiras	Empréstimos concedidos a particulares	Empréstimos a famílias (para consumo e atividade empresarial em nome individual)
31 dezembro 2007	108054	-	-
31 dezembro 2008	119079	-	-
31 dezembro 2009	120827	153369	6539
31 dezembro 2010	118964	155467	6072
31 dezembro 2011	114807	152123	5191
31 dezembro 2012	106524	144742	4434
31 dezembro 2013	99835	138281	3952
31 março 2014	99185	136822	3870

Elaboração própria.

Fonte: BPSat

Gráfico 2 – Taxa de juro EURIBOR (2007-2014). Percentagem (valores de dezembro de cada ano, à exceção de 2014, cuja taxa apresentada é de agosto)



Elaboração própria.

Fonte dos dados: Euribor-rates.eu

A EURIBOR é crucial para se ter uma noção do custo do crédito num determinado país, pois, quanto mais elevada for esta taxa, maior será o custo da obtenção de crédito. Pela observação do Gráfico 2, é claramente perceptível que o advento da crise veio provocar uma diminuição significativa desta taxa, sendo que, no

ano corrente, se regista o seu mínimo histórico (0,049%). Confrontando estes valores com os observados na tabela anterior, constata-se que, mesmo com a EURIBOR a níveis tão baixos, a concessão de crédito não aumentou.

4. EFEITOS DAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAIS DO BCE NA ECONOMIA PORTUGUESA

Neste capítulo serão retiradas conclusões a partir dos dados apresentados, confrontando-se tais valores, em cada ano, com as medidas não convencionais adotadas pelo BCE, apurando-se, qualitativamente, se os indicadores poderão refletir algum efeito dessas ações.

Entre 2008 e 2009, anos em que o crescimento económico português foi negativo (0% e -2.9%, respetivamente), combinado com deflação em 2009 (-0.83%), um défice orçamental e uma dívida pública crescentes, o BCE realizou, sobretudo, medidas de *quantitative easing*, centradas em operações de cedência de liquidez que complementaram a tradicional redução das taxas de juro diretas. Especificamente em 2009, salienta-se o primeiro Programa de Compra de Obrigações sobre o Setor Público e Hipotecárias. Em ambos os anos, a nível nacional, e no âmbito do PEC, o governo lança iniciativas de estabilidade financeira e promoção do investimento e do emprego.

Seguidamente, o ano de 2010, no qual irrompeu a crise das dívidas soberanas, não permitiu resolver os desequilíbrios macroeconómicos, sendo que o défice orçamental manteve-se elevadíssimo (-9.8%) e a balança comercial altamente deficitária (€-12,51701 milhões), o que acusou grandes necessidades de financiamento (Banco de Portugal, 2011). Conforme aumentou o défice, a mesma tendência se verificou na dívida pública (94%), o que é explicado pela inter-relação destes indicadores, não obstante o crescimento do país nesse ano (1.9%). A nível de medidas do BCE, importa salientar o

lançamento do SMP. Em termos nacionais, o governo atualiza o PEC para corrigir o elevado défice orçamental, o que resultou na aprovação de um Orçamento de Estado repleto de medidas de austeridade.

Mesmo com as medidas não convencionais realizadas, as condições monetárias e financeiras da economia portuguesa deterioraram-se ao longo de 2011 (Banco de Portugal, 2012). O crescimento económico foi negativo, conjugado com uma dívida pública crescente, interligação que faz sentido, na medida em que, sem crescimento, não é possível auferir receitas e, conseqüentemente, não se consegue pagar a dívida. Por conseguinte, este ano ficou marcado pelo PAEF, decorrente de uma grave crise política no país. Considera-se que as medidas de austeridade impostas por este programa, com vista a consolidar as finanças públicas e reduzir o endividamento excessivo, justificam o crescimento negativo em 2011, quando no ano anterior havia sido positivo. Ainda assim, *as medidas implementadas pelo BCE contribuíram para reduzir o risco de liquidez e eliminar a possibilidade da ocorrência de uma crise bancária sistémica na área do euro* (Relatório do Banco de Portugal, 2011, p. 27). Neste sentido, as operações de prazo alargado do BCE contribuíram para atenuar ligeiramente a perceção de risco associada aos bancos portugueses (Banco de Portugal, 2012). Tendo em conta a dificuldade destes em aceder aos mercados internacionais de dívida, o seu financiamento foi assegurado primordialmente pela cedência de liquidez do Eurosistema e através de depósitos de clientes (Banco de Portugal, 2012).

Seguidamente, 2012 foi um ano no qual o PIB decresceu fortemente (-3.2%) e o desemprego continuou em ascensão. A nível orçamental, o défice agravou-se e a dívida pública manteve a sua trajetória crescente para o máximo histórico de 124.1%. O único ponto positivo assentou numa melhoria do défice da balança comercial. O BCE anunciou proceder à realização de TMD, o que trouxe benefícios para a economia

portuguesa, na medida em que foram realizadas operações de troca de dívida pública e de venda de títulos em decorrência deste programa, o que contribuiu para melhorar a liquidez do sistema bancário face a uma acalmia dos mercados financeiros internacionais (Banco de Portugal, 2013), efeito similarmente comprovado por Altavilla, Giannone e Lenza (2014), que relacionaram o crescimento económico em Espanha e em Itália com este anúncio do BCE.

Em 2013, a economia entra em deflação (0.27%) e o crescimento negativo do PIB melhora para -1.3%, sendo que a taxa de desemprego se regista no máximo histórico de 16.5%. Face a estes valores, o BCE continua a prossecução de medidas não convencionais e, num âmbito nacional, o Estado português realiza operações de venda de títulos e emissões de dívida.

Tomando em consideração todos os indicadores económicos em geral, conclui-se, de todo o período analisado, que os dados demonstram claramente uma economia em recessão, mas que 2010 foi o ano menos conturbado, tendo-se registado um crescimento económico positivo (1.9%), embora o desemprego tivesse sido sempre crescente até à atualidade, o que é explicado pelo facto de estes indicadores apresentarem uma relação inversa: decréscimos do PIB traduzem-se em aumentos do desemprego (Draghi, 2014).

Está-se então em posição de responder à pergunta de partida formulada inicialmente e às questões hipotéticas levantadas no capítulo 3.

Atendendo à primeira questão (*os principais vetores que caracterizam a política monetária não convencional do BCE estão a resultar no atual contexto de crise económica?*), e tendo em conta os dados apresentados, pode afirmar-se que as medidas não convencionais não impediram que a economia portuguesa tivesse ficado submersa numa profunda recessão. Ao longo do período estudado, factos como a ausência de

crescimento económico e o aumento exponencial do desemprego levam a formular tal ilação. Mas, se as medidas tomadas não resultam plenamente, deixar os países da Zona Euro à mercê, única e simplesmente, dos respetivos governos poderia ser solução? Não propriamente, uma vez que a coordenação de ações a nível internacional (especialmente no contexto desta crise) ocasiona multiplicadores orçamentais mais elevados (Banco de Portugal, 2009). Desta forma, a resposta à questão levantada assentará na constatação de que as medidas tomadas resultaram, na medida em que evitaram uma calamidade igual à dos anos 30, ao permitirem assegurar a transmissão do mecanismo da política monetária (Giannone *et al.*, 2011), tão fortemente destabilizado pelas dívidas soberanas, sendo que caberá sempre ao BCE reparar esse mecanismo (Draghi, 2014).

Quanto à segunda questão (*os vetores da política monetária não convencional foram benéficos para a economia portuguesa?*), cabe referir que, caso não tivesse sido a intervenção do BCE, é de supor que a economia ter-se-ia “afundado” ainda mais. Contudo, estas medidas, só por si, dificilmente podiam evitar que Portugal tivesse sido resgatado pelo PAEF. Este era, de certa forma, indispensável, na medida em que necessitam de ser corrigidos os desequilíbrios macroeconómicos estruturais, para que não se voltem a verificar níveis de endividamento insustentáveis e para que sejam criadas as condições para um crescimento potencial. Não obstante, não é possível descurar o facto de a Europa estar a passar por um contexto de paralisação económica, o que, por conseguinte, impede uma recuperação mais célere a nível nacional (Banco de Portugal, 2013). O BCE demonstrou uma enorme flexibilidade, não apenas na redução das taxas de juro para mínimos históricos, mas também em todo o conjunto de ações não convencionais promovidas.

No concernente à pergunta de partida (*de que modo as medidas de política monetária não convencionais do BCE influenciaram a economia portuguesa, nos anos*

2008-2014, num contexto de crise na Zona Euro?), pode dizer-se, desde logo que, inicialmente, a resposta do BCE foi tardia. Quando irrompeu a crise das dívidas soberanas, precisamente no momento em que a economia começou a acusar grandes necessidades de financiamento, o BCE lançou o SMP e baixou as taxas de juro, o que foi benéfico, pois Portugal apresentou um crescimento positivo em 2010. As medidas não impediram que o país tivesse de solicitar um «resgate financeiro» e mergulhasse numa recessão profunda, mas, todavia, muito provavelmente, evitaram o colapso do sistema financeiro (Rivolta, 2012) e, nesse sentido, traduziram-se numa influência positiva.

Todavia, e concluindo, persiste uma forte conflitualidade entre as medidas não convencionais do BCE e as medidas de austeridade: por um lado, o PAEF é vantajoso, dado que contribui para a sustentabilidade das finanças públicas, mas, por outro lado, contribuiu para aumentar o desemprego, facto deveras prejudicial para a economia e que impede que as ações não convencionais sejam ainda mais bem-sucedidas. No fundo, para enfrentar este tipo de situações dentro da UEM, serão sempre necessárias ações tanto do lado da procura agregada como do lado das políticas estruturais a nível nacional (Draghi, 2014). Enormes desafios são enfrentados pela UE, mantendo-se em aberto a questão de um «final feliz» para o Euro e, por extensão, para o BCE.

5. CONCLUSÃO

Na realização do presente trabalho, o objetivo geral centrou-se numa descrição da política monetária não convencional do BCE, por forma a aferir a influência das medidas não convencionais tomadas, por esta instituição, na economia portuguesa, durante a crise económico-financeira, eclodida em 2008. Para além da compreensão da estratégia de política monetária do BCE, assente na movimentação das taxas de juro

diretoras para assegurar o funcionamento do mecanismo de transmissão, ficou patente que, em caso de falhanço dessa primeira ação, recorre-se a medidas não convencionais. Quando a redução gradual das taxas de juro deixou de funcionar para assegurar tal mecanismo, foram lançadas medidas não convencionais para toda a Zona Euro, que se repercutiram positivamente em Portugal, onde o governo se foi adaptando a essa realidade e tomando medidas que tiveram de contar com a resolução de diversas fragilidades económicas estruturais.

Foi possível averiguar que as medidas não convencionais do BCE tiveram uma influência crucial na economia portuguesa. Ao longo do período analisado, estas foram sendo cada vez mais, desde o inicial *quantitative easing*, até à compra de dívida no mercado secundário, um passo decisivo para o alargamento das funções do BCE para «credor de último recurso».

Os dados selecionados atestam que as medidas não convencionais não impediram o país de submergir na “Grande Recessão”, bem como o PAEF não resolveu o problema rapidamente (devido ao desfasamento temporal existente entre o lançamento das medidas e a verificação dos seus efeitos). Ainda assim, os números teriam sido indubitavelmente mais problemáticos caso não tivesse sido a atuação do BCE, que conseguiu ir expandindo as suas funções para se adaptar às circunstâncias sem deixar de ser fiel aos seus vetores fundamentais, evidenciando uma enorme flexibilidade. Conclui-se que as ações não convencionais tiveram, apesar de tudo, um efeito positivo na economia portuguesa, durante o período de 2008 a 2014, especialmente no que concerne às medidas de *quantitative easing*, que permitiram assegurar a liquidez no sistema bancário, e ao anúncio de TMD, que permitiram a Portugal trocar e vender dívida pública, o que até então não tinha sido permitido.

Esta é uma introdução completa ao estudo do papel do BCE na atual crise, aplicado a uma economia específica, tendo possibilitado compreender a evolução das funções desta instituição, bem como a sua importância numa crise que a própria Europa gerou, sendo que a sua sobrevivência dependerá dos resultados positivos das suas medidas nas economias envolvidas. Portugal continuará a ser efetivamente um bom estudo de caso, pois trata-se de uma economia com potencialidades desaproveitadas.

Em termos de sugestões para trabalhos futuros, seria interessante tornar quantitativa esta análise, com a presença de mais dados e num período mais alongado. As limitações, em termos de tempo e dos próprios factos inerentes (dado que se incide num período recente e ainda em aberto, imbuído da incerteza dos ditames do futuro), não permitiram enveredar por essa via.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALTAVILLA, C.; GIANNONE, D.; LENZA, M. (2014) – *The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements*. Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), Naples. Disponível em: <http://www.csef.it/WP/wp352.pdf> (Consultado em: 01 de setembro de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2010a) – *The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis*. Publicações do Banco Central Europeu. Boletim Mensal, Janeiro 2010. Disponível em: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201001en_pp63-71en.pdf (Consultado em: 31 de março de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2010b) – *The ECB's response to the financial crisis*. Publicações do Banco Central Europeu. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf (Consultado em: 31 de março de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2010c) – *Monthly Bulletin*. Outubro de 2010. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201010en.pdf> (Consultado em: 31 de março de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2011a) – *O Banco Central Europeu. O Eurosistema. O Sistema Europeu de Bancos Centrais*. Publicações do Banco Central Europeu. Disponível em:

http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_web_2011pt.pdf?29a85c04fbb309eba24b1f7d1c83b295 (Consultado em: 19 de fevereiro de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2011b) – *The ECB's Non-Standard Measures – Impact and Phasing-out*. Publicações do Banco Central Europeu. Disponível em:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201107en_pp55-69en.pdf?300d40b2029025b0e92608ffdc1ba983 (Consultado em: 31 de março de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2011c) – *A Execução da Política Monetária na Área do Euro. Documentação geral sobre os instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema*. Jornal Oficial da União Europeia. Disponível em:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109pt.pdf?9b811194d0875717fdde0b1c3653a0d5> (Consultado em: 19 de fevereiro de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2011d) – *La Política Monetaria del BCE*. Publicações do Banco Central Europeu. Disponível em:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011es.pdf?742021f1e118a422a1c3a74e01b207f0> (Consultado em: 20 de fevereiro de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2013) – *Política Monetária*. Disponível em:

http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.pt.html

(Consultado em: 18 de fevereiro de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2014) – *Relatório Annual 2013*. Frankfurt.

Disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/BCE/RelatorioAnual/Publicacoes/rabce13pt.pdf>

(Consultado em: 04 de Agosto de 2014)

BANCO CENTRAL EUROPEU (2014) – *Boletim Mensal*. Agosto. Disponível em:

<http://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/BCE/BoletimMensal/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/394/bmbce-edit-ago14-pt.pdf> (Consultado em: 25 de Agosto de 2014)

BANCO DE PORTUGAL (2009) - *Relatório do Conselho de Administração. Relatório e Contas 2008*. Lisboa. Disponível em:

https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/rel_08_p.pdf (Consultado em: 14 de julho de 2014)

BANCO DE PORTUGAL (2010) - *Relatório do Conselho de Administração. Relatório e Contas 2009*. Lisboa. Disponível em: https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/el_09_p.pdf (Consultado em: 14 de julho de 2014)

BANCO DE PORTUGAL (2011) - *Relatório do Conselho de Administração 2010*. Lisboa. Disponível em: https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/a_10_p.pdf (Consultado em: 14 de julho de 2014)

BANCO DE PORTUGAL (2011a) – *Portugal, Programa de Assistência Financeira UE/FMI*. Lisboa. Disponível em: http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ProgramaApoioEconomicoFinanceiro/Documents/Brochura_pt.pdf (Consultado em: 15 de agosto de 2014)

BANCO DE PORTUGAL (2012) – *Relatório do Conselho de Administração. A Economia Portuguesa em 2011*. Lisboa. Disponível em: https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/a_11_p.pdf (Consultado em: 14 de julho de 2014)

BANCO DE PORTUGAL (2013) – *Relatório do Conselho de Administração. A Economia Portuguesa em 2012*. Lisboa. Disponível em: https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/Publicacoes/RA_12_p.pdf (Consultado em: 14 de julho de 2014)

BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark (1995) – *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 27 – 48. Disponível em: http://web.calstatela.edu/faculty/rcastil/ECON_435/Bernanke.pdf (Consultado em: 3 de junho de 2014)

BLANCHARD, Olivier J. (2006) – *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*. MIT Department of Economics Working Paper No. 06-04. Disponível em: <http://economics.mit.edu/files/740> (Consultado em: 24 de fevereiro de 2014)

BORIO, Claudio; DISYATAT, Piti (2009) – *Unconventional Monetary Policies: an appraisal*. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, BIS Working Papers No. 292. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/work292.pdf> (Consultado em: 15 de junho de 2014)

CALDAS, José Castro (2013) – *O impacto das medidas ‘anti-crise’ e a situação social e de emprego: Portugal*. Publicações do Comité Económico e Social Europeu. Disponível em: <http://www.eesc.europa.eu/resources/docs/qe-31-12-351-pt-c.pdf> (Consultado em: 15 de abril de 2014)

CICCARELLI, Matteo; MADDALONI, Angela; PEYDRÓ, José-Luis (2013) – *Heterogeneous Transmission Mechanism. Monetary and Financial Fragility in the Euro Area*. Banco Central Europeu, Working Paper Series, Nº 1527. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1527.pdf> (Consultado em: 11 de abril de 2014)

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2008) – *Plano de relançamento da economia europeia*. Comunicação da Comissão ao Conselho Europeu. Bruxelas, COM (2008). Disponível em: <http://ftp.infoeuropa.euroid.pt/files/database/000041001-000042000/000041663.pdf> (Consultado em: 06 de maio de 2014)

CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA (2011) – *Declaração dos Chefes de Estado ou de Governo da Área do Euro e das Instituições da UE*. Bruxelas. Disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/pt/ec/124003.pdf (Consultado em: 25 de março de 2014)

CONSTÂNCIO, Vítor (2012) – *Contagion and the European debt crisis*. Banque de France, Financial Stability Review, No. 16 – *Public debt, monetary policy and financial stability*. Disponível em: http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-10.pdf (Consultado em: 2 de abril de 2014)

COUR-THIMANN, Philippine; WINKLER, Bernhard (2013) – *The ECB’s Non-standard Monetary Policy Measures. The role of institutional factors and financial structure*. European Central Bank – Working Paper Series, No 1528. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf> (Consultado em: 20 de fevereiro de 2014)

DE GRAUWE, Paul (2007) – *Economics of Monetary Union*. 7ª edição. Oxford: Oxford University Press

DE GRAUWE, Paul (2011a) – *A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone*. Publicações CEPS (Centre for European Policy Studies), Nº

230. Disponível em: <file:///C:/Users/Nair/Downloads/5087665.pdf> (Consultado em: 24 de fevereiro de 2014)

DE GRAUWE, Paul (2011c) – *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?* Publicações CESifo Working Papers, nº 3569. Disponível em: <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1211348.PDF> (Consultado em: 07 Novembro 2012)

DE GRAUWE, Paul (2012) – *Booms and busts in economic activity: a behavioral explanation*. Journal of Economic Behavior & Organization, DOI 10. Disponível em: http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently_published_articles/JEBO-Booms-and-Busts-2012.pdf (Consultado em: 24 de fevereiro de 2014)

DE GRAUWE, Paul (2013) – *The Political Economy of the Euro*. Annual Review of Political Science, DOI 10.1146/annurev-polisci-060911-085923. Disponível em: <http://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-polisci-060911-085923> (Consultado em: 15 de junho de 2014)

DRAGHI, Mario (2014) – *Unemployment in the Euro Area*. Speech by Mario Draghi. Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August 2014. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html> (Consultado em: 9 de setembro de 2014)

EICHENGREEN, Barry; SACHS, Jeffrey (1985) – *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s*. The Journal of Economic History, Vol. 45, No. 4 (Dec., 1985), pp. 925-946. Publicado por Cambridge University Press, através de Economic History Association. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2121887> (Consultado em: 17 de março de 2014)

FARTO, Manuel; MENDONÇA, António (2006) – *A política monetária nos últimos 20 anos*. In ROMÃO, António (org.) – *A Economia Portuguesa – 20 anos após a adesão*. Lisboa: Celta Editora, Coleção Económicas, 2ª Série, Nº 1

GENI, Jurinda; MUNTEANU, Jasmina (2010) – *Could the crisis in the PIIGS countries have been avoided with an independent central bank? – A study using the Taylor rule*. Uppsala Universitet, Department of Economics. Disponível em: <http://tuganomics.files.wordpress.com/2012/03/could-the-crisis-in-the-piigs-countries-have-been-avoided-with-an-independent-central-bank-a-study-using-the-taylor-rule.pdf> (Consultado em: 18 de fevereiro de 2014)

GIANNONE, D. *et al.* (2011) – *Non-Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments*. European Central Bank – Working Paper Series, No. 1290. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1290.pdf> (Consultado em: 20 de maio de 2014)

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J-M. (2009) – *Managing risk: The role of the central bank in a financial crisis*. Discurso no Risk Europe 2009, Frankfurt am Main. Disponível em: <http://www.bis.org/review/r090610d.pdf> (Consultado em: 20 de maio de 2014)

HALL, Stephen G.; SWAMY, P.A.V.B.; TAVLAS, George S. (2012) – *Milton Friedman, the Demand for Money, and the ECB's Monetary Policy Strategy*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 94, pp.153-85. Disponível em: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/article/9247> (Consultado em: 17 de junho de 2014)

HOLMBERG, Andreas; BENGTSSON, Christoffer (2012) – *Portugal and the European Monetary Union. Investigating an alternative interest rate development using the Taylor Rule*. Tese de Licenciatura, Södertörn University, Institution for Economics. Disponível em: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:559603/FULLTEXT01.pdf> (Consultado em: 18 de fevereiro de 2014)

ISSING, Otmar; GASPAR, Vítor; ANGELONI, Ignazio; TRISTANI, Oreste (2004) – *Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and decision-making at the European Central Bank*. Cambridge: Cambridge University Press

KOPF, Christian (2011) – *Restoring Financial Stability in the Euro Area*. CEPS, No. 237. Disponível em: http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/Studi--ric/Archivio-23/CEPS-Restoring_Financial_Stability_15_03_11.pdf (Consultado em: 23 de junho de 2014)

KRUGMAN, Paul – *Acabem com esta crise já!* Lisboa: Editorial Presença, 2012

LENZA, Michele; PILL, Huw; REICHLIN, Lucrezia (2010) - *Monetary Policy in Exceptional Times*. Banco Central Europeu, Working Paper Series, No. 1253. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf> (Consultado em: 06 de maio de 2014)

LOURTIE, Pedro (2011) – *Understanding Portugal in the Context of the Euro Crisis*. Paper prepared for resolving the European Debt Crisis, a conference hosted by the Peterson Institute for International Economics and Bruegel, Chantilly, France,

September 13-14, 2011. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/lourtie20110913.pdf> (Consultado em: 24 de fevereiro de 2014)

MENDONÇA, António (1995) – *O conceito de Zona Monetária Ótima e o problema da sua aplicação à discussão sobre o processo de integração monetária na Europa*. In *Ensaio de Homenagem a Francisco Pereira de Moura*, 567-582. Lisboa: em: 21 de fevereiro de 2014)

MERCIER, Thibault (2013) – *Portugal. Good Student Paradox*. BNP Paribas, Eco Perspective, Economic Research. Disponível em: <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=22473> (Consultado em: 27 de junho de 2014)

REIS, Ricardo (2013) – *The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis*. Columbia University Publications. Disponível em: <http://www.columbia.edu/~rr2572/papers/13-BPportugal.pdf> (Consultado em: 24 de fevereiro de 2014)

RIVOLTA, Giulia (2012) – *An Event Study Analysis of ECB Unconventional Monetary Policy*. University of Milan. Disponível em: https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=SNDE2013&paper_id=142 (Consultado em: 11 de setembro de 2014)

SANTOS, Emanuel Augusto dos (2012) – *Sem Crescimento não há Consolidação Orçamental*. 1ª edição. Lisboa: Edições Sílabo. ISBN 978-972-618-701-1

SCHELLER, Hanspeter K. (2006) – *O Banco Central Europeu – história, papel e funções*. Publicações do Banco Central Europeu. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pt.pdf?92f08ceee36712398cf805bc503c4cbf> (Consultado em: 19 de fevereiro de 2014)

TRICHET, J-C. (2009) – *The ECB's enhanced credit support*. Keynote address at the University of Munich / IFO symposium. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html> (Consultado em: 20 de maio de 2014)

Dados estatísticos:

AMECO, ECB Statistical Data Warehouse. Frankfurt. Disponível em: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>

BPStat. Portugal. Disponível em:
[http://www.bportugal.pt/EstatisticasWeb/\(S\(zyznop45y5cuqbq5ftiblibq\)\)/SeriesCronologicas.aspx#](http://www.bportugal.pt/EstatisticasWeb/(S(zyznop45y5cuqbq5ftiblibq))/SeriesCronologicas.aspx#)

EUROSTAT, Statistics Database. Frankfurt. Disponível em:
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database

PORDATA. Base de Dados Portugal Contemporâneo. Disponível em:
<http://www.pordata.pt/>

EURIBOR-RATES. Disponível em: <http://pt.euribor-rates.eu/euribor-2007.asp>

ANEXOS

Tabela 1: Taxas de juro diretoras do BCE (2007-2013; percentagem)

		Taxa para facilidades de depósito	Taxa das operações principais de refinanciamento (taxa fixa)	Taxa para as facilidades de cedência de liquidez
2007	13 jun.	3.00	-	5.00
2008	9 jul.	3.25	-	5.25
	8 out.	2.75	-	4.75
	15 out.	3.25	3.75	4.25
	12 nov.	2.75	3.25	3.75
	10 dez.	2.00	2.50	3.00
2009	21 jan.	1.00	2.00	3.00
	11 mar.	0.50	1.50	2.50
	8 abr.	0.25	1.25	2.25
	13 maio	0.25	1.00	1.75
2011	13 abr.	0.50	1.25	2.00
	13 jul.	0.75	1.50	2.25
	9 nov.	0.50	1.25	2.00
	14 dez.	0.25	1.00	1.75
2012	11 jul.	0.00	0.75	1.50
2013	8 maio	0.00	0.50	1.00
	13 nov.	0.00	0.25	0.75

Elaboração própria

Fonte: Estatísticas do BCE - <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>