

**MESTRADO**  
ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS  
EUROPEUS

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
DISSERTAÇÃO

O FENÓMENO DA DEFLAÇÃO NA ZONA EURO E A  
POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DO  
BANCO CENTRAL EUROPEU

ENYA MARIA DIRR

OUTUBRO – 2015

**MESTRADO EM**  
**ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS**  
**EUROPEUS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**O FENÓMENO DA DEFLAÇÃO NA ZONA EURO E A**  
**POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DO**  
**BANCO CENTRAL EUROPEU**

**ENYA MARIA DIRR**

**ORIENTAÇÃO: PROFESSOR DOUTOR ANTÓNIO AUGUSTO DA**  
**ASCENÇÃO MENDONÇA**

**OUTUBRO - 2015**

*“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**

Gostaria de agradecer, desde logo, ao *Professor António Augusto da Ascensão Mendonça* pela sua orientação, correções e preciosa ajuda ao longo da elaboração do presente trabalho.

Á minha família, em especial os meus *pais*, por aquilo que são, pelo seu apoio incondicional, motivação e amizade.

Á minha *avó*.

Quero agradecer aos meus amigos e a todos aqueles que me deram apoio ao longo desta fase e tornaram possível a sua conclusão.

Um especial agradecimento ao *Pedro*, pelo seu amor, força e companhia.

Quero ainda destacar as minhas companheiras de “combate” *Luísa, Tânia e Sofia* que foram essenciais ao longo destes meses e sem as quais a elaboração da presente Dissertação teria sido impossível.

## Resumo

Todas as referências sobre as quais a Zona Euro se ergueu foram postas em causa no dia em que se iniciou a crise. O choque inicial teve início com a chamada crise do *suprime* nos Estados Unidos tendo-se alastrado globalmente afetando, de forma particular, a União Europeia. Esta ganhou uma dinâmica própria na sequência de problemas estruturais já existentes na União, que vieram ao de cima, impedindo-a de dar uma resposta coerente aos problemas da crise conjuntural. O presente estudo justifica-se pelas mudanças que se fizeram sentir desde então. Pode-se mesmo classificar o período iniciado de transformador, inovador, extravagante ou, simplesmente, incomum, no quadro do que tem sido a evolução da zona euro. Várias ocorrências atípicas se sucederam: estagflação seguida de deflação, taxas de juro nulas e medidas extraordinárias de política monetária. O foco do presente trabalho recai sobre o fenómeno da deflação e das medidas extraordinárias de política monetária, incluindo as taxas de juro nulas e o que daí resulta. Assim, pretende-se dar resposta à questão se as medidas não convencionais do Banco Central Europeu conseguiram dar resposta ao fenómeno da deflação (e taxas de inflação muito reduzidas) recuperando a estabilidade de preços. Para isso, utiliza-se uma abordagem teórico-descritiva, assente numa análise de alguns indicadores, posteriormente analisados de forma qualitativa. Concluiu-se que, apesar das medidas inovativas, a abordagem do BCE não conseguiu até agora dar resposta aos problemas essenciais vividos pelos Estados-Membros da Zona Euro, nomeadamente, o da estabilidade de preços.

**Palavras-chave:** Deflação, Crise, Zona Euro, Medidas Não Convencionais, Política Monetária, Banco Central Europeu

### **Abstract**

All the foundations on which the Euro Zone rose were called into question in the day that the current crisis began. The initial impact began with the so-called subprime crisis in the United States taking up sprawled globally affecting, in a very particular way, the European Union. This gained its own dynamics, worsening the already existing structural problems, and blocking a coherent and united response to the crisis. This study is justified by the dramatic changes felt since then. This period may even be classified as transforming, innovative, extravagant or, at least, unusual in the context of what has been the evolution of the eurozone. Several atypical events have taken place: deflation followed by stagflation, zero interest rates, and extraordinary monetary policy measures. This work focuses on the deflation phenomenon and the extraordinary monetary policy measures, also including the zero interest rates and its related effects. Thus, it is intended to answer the question whether the unconventional measures the European Central Bank failed to respond to the phenomenon of deflation (and very low inflation rates) restoring price stability, or not. For this, a theoretical and descriptive approach was employed, based on the analysis of certain indicators, posteriorly explored in a quantitative way. The key conclusion was that, despite all the innovative measures, the ECB approach did not succeed in solving effectively the critical problems faced by the EU Member-States, in particular, price stability.

**Keywords:** Deflation, Crisis, Eurozone, Non-Conventional Measures, Monetary Policy, European Central Bank

## Índice

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2. O FENÓMENO DA DEFLAÇÃO: REFERÊNCIAS HISTÓRICAS E TEÓRICAS.....</b>	<b>3</b>
2.1 A História da Deflação.....	3
2.2 Abordagem da Preferência pela Liquidez .....	10
2.3 Armadilha da Liquidez.....	12
<b>3. A RESPOSTA À CRISE DA ZONA EURO.....</b>	<b>15</b>
3.1 Política Monetária do BCE na Zona Euro.....	16
3.1.1 Mecanismos de Transmissão.....	16
3.1.2 Orientação Estratégica .....	18
3.1.3 Principais Instrumentos.....	19
3.2 Medidas Não Convencionais do BCE.....	20
3.2.1 Zona Euro no período 2008-2015.....	22
3.2.2 As desigualdades dentro da Zona Euro e a Austeridade .....	26
<b>4. O IMPACTO DAS MEDIDAS NÃO CONVENCIONAIS DO BCE NA ESTABILIDADE DE PREÇOS DA ZONA EURO .....</b>	<b>27</b>
4.1 Produto Interno Bruto, Dívida Pública, Défice Público, Taxa de Juro, Taxa de Inflação.....	28
4.2 Taxa de Inflação .....	30
<b>5. CONCLUSÕES.....</b>	<b>34</b>
 <b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	 <b>38</b>
 <b>ANEXOS .....</b>	 <b>44</b>

### Índice de Figuras

<b>FIGURA 1:</b> MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	17
<b>FIGURA 2:</b> RELAÇÃO ENTRE AUMENTO DA QUANTIDADE DE MOEDA E INFLAÇÃO: “A HIGH, POSITIVE CORRELATION”. TAXAS MÉDIAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DO M2 E DOS PREÇOS NO CONSUMIDOR DE 1960 A 1990 EM 110 PAÍSES. ....	49
<b>FIGURA 3:</b> VARIAÇÕES OBSERVÁVEIS NA ZONA EURO RELATIVAMENTE AOS INDICADORES DE TAXA DE INFLAÇÃO, TAXA DE JURO, PRODUTO INTERNO BRUTO, DÍVIDA PÚBLICA E DÉFICE PÚBLICO A PARTIR DE GRÁFICOS EM RADAR 2007-2015 .....	49

### Índice de Quadros

<b>QUADRO 1:</b> POSIÇÃO DAS DIFERENTES TEORIAS RELATIVAMENTE À DEFLAÇÃO .....	45
<b>QUADRO 2:</b> OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA .....	45
<b>QUADRO 3:</b> QUADRO EXPLICATIVO DAS OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO .....	46
<b>QUADRO 4:</b> DEFINIÇÃO DE AGREGADOS MONETÁRIOS DA ÁREA EURO .....	47
<b>QUADRO 5:</b> QUADRO DAS PRINCIPAIS TOMADAS PELO BCE ENTRE 2007-2015 .....	47

### Índice de Gráficos

<b>GRÁFICO 1:</b> REPRESENTAÇÃO GRÁFICA DA PROCURA DE MOEDA, POR ESPECULAÇÃO, RELACIONADA COM A CURVA LM .....	11
<b>GRÁFICO 2:</b> POLÍTICA ORÇAMENTAL E MONETÁRIA NUMA SITUAÇÃO DE ARMADILHA DE LIQUIDEZ.....	14
<b>GRÁFICO 3:</b> TAXA DE INFLAÇÃO NA ZONA EURO NO PERÍODO 2007-2015, COM REPRESENTAÇÃO DAS DIFERENTES FASES DA CRISE E OS MOMENTOS DE DESTAQUE DAS TAXAS DIRETORAS DO BCE.....	44

### Índice de Tabelas

<b>TABELA 1:</b> PRODUTO INTERNO BRUTO A PREÇOS DE MERCADO, DÍVIDA PÚBLICA, DÉFICE PÚBLICO, TAXA DE JURO EURIBOR A 12 MESES, TAXA DE INFLAÇÃO. ZONA EURO, 2007-2015.....	29
<b>TABELA 2:</b> TAXAS DE JURO DIRETORAS DO BCE EM PORCENTAGEM (2000-2014) .....	44

### Lista de Acrónimos

AL	Armadilha da Liquidez
BC	Banco Central
BCE	Banco Central Europeu
BCN	Banco Central Nacional
CE	Comissão Europeia
EM	Estado-Membro
EONIA	<i>Euro OverNight Index Average</i>
EUA	Estados Unidos da América
EURIBOR	<i>Euro Interbank Offered Rate</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
HIPC	Índice Harmonizado de Preços do Consumidor
IPC	Índice de Preços do Consumidor
MC	Medidas Convencionais
MNC	Medidas Não Convencionais
PEC	Pacto de Estabilidade Comum
PIB	Produto Interno Bruto
PM	Política Monetária
SEBC	Sistema Europeu dos Bancos Centrais
TPL	Teoria da Preferência pela Liquidez
UE	União Europeia
ZE	Zona Euro

## 1. Introdução

Atendendo à importância da deflação, fenómeno recente observado na atual conjuntura da Zona Euro (ZE), justifica-se a investigação sobre a sua relação com a evolução das respostas à crise económica e financeira, desde as suas primeiras formas de manifestação em 2007 até à fase atual.

Tem-se assistido a um período conturbado relativamente ao qual ainda não se vislumbra o fim. Vive-se uma crise económica e financeira de dimensões inéditas, que teve o seu epicentro na economia americana com a eclosão da chamada crise do *subprime* e se alastrou globalmente, afetando de forma particular a União Europeia (EU) e a Zona euro, ganhando uma dinâmica própria na sequência da manifestação dos problemas estruturais desta zona económica e à medida que se revelou a sua incapacidade para dar resposta à evolução dos problemas conjunturais (Mendonça, 2012).

O presente estudo justifica-se pelas mudanças que ocorreram desde então. Todas as referências sobre as quais a Zona Euro se ergueu foram postas em causa a partir do dia em que se iniciou a crise. A adesão à moeda única implicou uma perda de autonomia a nível monetário e cambial que, num contexto de baixa inflação (e deflação) e (praticamente) nulas taxas de juro poderá levar a um ainda maior aprofundamento das tendências centrífugas já existentes no seio da ZE. De modo a dar resposta às limitações referidas, o Banco Central Europeu (BCE) atuou segundo uma política monetária de fornecimento ilimitado de liquidez que pode ser comprometida se outros mecanismos não atuarem de forma eficaz (Mendonça, 2012).

Assim, e de acordo com o exposto, a pergunta a que se pretende dar resposta é:  
*“Conseguiram as medidas não convencionais do BCE dar resposta ao seu primordial objetivo que é o da estabilidade de preços na Zona Euro, num contexto de deflação*

*tendencial?*”. O espaço temporal em análise abrangerá o período entre a eclosão da crise nos Estados Unidos da América (EUA) e a atualidade. Procurar-se-á estudar por um lado as medidas que foram adotadas (com especial foco nas chamadas medidas não convencionais) e, por outro as repercussões na economia através da observação de alguns indicadores, com especial relevo para a taxa de inflação.

Desta forma, o objetivo central da investigação é: *“Compreender até que ponto o BCE conseguiu alcançar o seu principal objetivo, que seria a recuperação da estabilidade de preços na ZE”*. Definido o objetivo central, definem-se três objetivos específicos que ajudarão a dar resposta à questão central da presente dissertação, são eles: (1) *“Compreender se a deflação é de facto um fenómeno a temer por qualquer economia e, se o deverá ser também, na Zona Euro no atual contexto da crise”*; (2) *“Entender se a Zona Euro, no contexto da crise, se encontra encurralada numa Armadilha de Liquidez”*; e (3) *“Entender se terá havido consonância entre as medidas que foram tomadas na Zona Euro, como resposta à crise”*. Daqui resulta a proposição central da investigação: *“A Zona Euro conseguiu dar resposta à instabilidade de preços no atual contexto de crise”*, por fim definida a proposição central, é relevante definir ainda as proposições específicas, sendo elas: (1) *“A deflação deverá sempre ser evitada pelas economias, assim como, especificamente, pela Zona Euro no seu atual contexto”*; (2) *“A Zona Euro encontra-se, de facto, numa Armadilha de Liquidez”*; e (3) *“As medidas adotadas pela Zona Euro em resposta à crise foram consonantes entre si”*.

O presente trabalho terá uma abordagem essencialmente teórica e descritiva. O método assenta na análise de dados que serão posteriormente avaliados qualitativamente para que se alcance os objetivos pretendidos acima referidos dando então resposta à questão central.

O capítulo que se segue tem como objetivo esclarecer de que forma tem evoluído a perceção relativamente à deflação começando na idade média e terminando na atualidade. De seguida far-se-á referência à Teoria da Preferência pela Liquidez (TPL) de Keynes e, conseqüentemente, à Armadilha da Liquidez (AL) explicando-a através do Modelo IS-LM. O capítulo 3 terá foco essencialmente na Zona Euro e nas medidas não convencionais (MNC) adotadas pelo BCE, enquanto o capítulo 4 se focará na estabilidade de preços, analisando em particular a taxa de inflação, com recurso ao Índice de Preços do Consumidor (IPC).

## **2. O fenómeno da Deflação: Referências Históricas e Teóricas**

Ao longo deste capítulo pretende-se esclarecer, quando se iniciou o debate ou discussão relativamente à deflação *versus* inflação e de que forma tem vindo a evoluir ao longo das décadas. Para isso, será feito um apanhado das principais vozes do meio académico e económico das diferentes épocas. De seguida, pretende-se explicar a abordagem da preferência pela liquidez keynesiana e, a hoje em dia muito discutida, armadilha da liquidez.

### ***2.1 A História da Deflação***

Tradicionalmente, o foco em economia recai sobre a inflação, sendo geralmente a análise da deflação negligenciada. Um facto curioso é a *perceção* relativa à deflação ao longo dos anos que se tem metamorfoseado desde o período clássico até à atualidade.

Uma das definições para deflação, atualmente muito utilizada, é a de Laidler, que a designou como o “*processo de queda de preços e um aumento do valor da moeda.*” (Laidler, 1992, pág.607). Já conforme Mises (1924), deflação corresponde a uma diminuição da quantidade de moeda, não compensada por uma redução na mesma proporção de procura pela mesma, que acabará por fazer aumentar o seu valor de troca.

Por seu turno, Bagus (2015) faz a distinção entre *deflação de preços* e *deflação monetária*, em que a primeira corresponde ao conceito de deflação comumente utilizado (redução dos preços), e a segunda à redução da oferta de moeda que, por sua vez, resulta na primeira.

Na idade média, deflação não era um assunto tido em conta. A primeira vez que esta foi referida, mesmo que indiretamente, foi no período do mercantilismo (Bagus, 2015). Aqui, as opiniões dividiam-se (Heckscher, 1936) entre acumular (o chamado “*hoarding*”) ou não, moeda. Por um lado, maior quantidade de moeda em circulação significava mais comércio, tal como era afirmado pelos economistas John Law<sup>1</sup> e William Potter<sup>2</sup> (Viner, 1937), por outro lado, o aumento de moeda acumulada numa dada economia, seja em termos público ou privado, significava maior bem-estar da mesma (Bagus, 2015).

No início do período clássico, ainda pouca importância era dada ao tema em questão, no entanto, foi no decorrer do mesmo que a discussão “anti *versus* pró – deflação”, despertou (Bagus, 2015). Desde o século XIX, diversos regimes monetários foram utilizados na tentativa de disciplinar o comportamento dos preços (Mendonça, 2002). No Padrão-Ouro, o mecanismo de funcionamento baseava-se na teoria quantitativa da moeda de Hume (Gontijo, 2014) e a relação entre moeda e níveis de preços passou a ter mais impacto nas análises de economistas monetários. Este sistema entrou em desuso e surgiu o sistema de *Bretton Woods* no início dos anos 70 (Mendonça, 2002). Por seu turno, nos anos de 90, com base nas ideias originais de Marshall<sup>3</sup> e Wicksell<sup>4</sup> um novo regime monetário eclodiu, baseado em metas para a inflação, que se propagou com

---

<sup>1</sup> Em “*Money and trade considered*” (1750)

<sup>2</sup> Em “*The key of wealth*” (1650)

<sup>3</sup> Em “*Remedies for Fluctuation in General Prices*” (1887)

<sup>4</sup> Em “*Interest and Prices*” (1898)

bastante facilidade devido à tendência, a partir da segunda metade dos anos 80, dos bancos centrais (BC) se tornarem independentes e adotarem como principal meta a estabilidade de preços (Mendonça, 2002).

Fazendo alusão à distinção entre deflação monetária e de preços acima referida, para Hume, o problema estaria não na deflação de preços, mas sim numa deflação monetária contínua (Bagus, 2015). Uma redução na quantidade de moeda reduziria o “*spirit of industry in the nation*”, e portanto uma boa política “ (...) *consists only in keeping it* [a quantidade de moeda], *if possible, still increasing*” (Hume, 1752, pág.316). No período da economia clássica, Pehr Christiernin é dos poucos que argumenta contra a deflação e as suas consequências negativas (Bagus, 2015), tais como aumento do peso da dívida real e bancarrotas, aumento do peso dos impostos e, acumulação de moeda devido a expetativas deflacionistas (Christiernin, [1971] 1761). O economista é acima de tudo a favor da estabilidade de preços, no entanto, entre inflação ou deflação, escolheria a primeira. Já Adam Smith, Jean-Baptiste Say ou David Ricardo, apesar de analisarem o processo deflacionista, não o referem como sendo problemático (Bagus, 2015).

De acordo com Henry Thornton o pior cenário seria o de uma deflação deliberadamente incitada que sucedesse um período inflacionista. Para o autor, as razões que o justificam são a consequente redução de salários mais rígida que o seu aumento, restrição de compras por parte dos consumidores com o intuito de recuperar as anteriores perdas, ineficiências induzidas pela deflação e, acumulação de produtos não vendidos (Humphrey, 2004). Tanto Christiernin como Thornton temiam a contração monetária deliberadamente estimulada, no entanto, o primeiro atribuía um aumento dos preços unicamente a um excesso emissão de moeda, ao passo que o segundo reconhecia ainda os choques na economia como uma possível causa para o mesmo (Humphrey, 2004). John

Stuart Mill seguiu o mesmo raciocínio lógico de Adam Smith, David Ricardo e Jean-Baptiste Jay (Bagus, 2015).

É após o período das guerras Napoleónicas na Grã-Bretanha, início do século XIX, que surge o grande “movimento anti-deflação”. Abandonou-se o Padrão Ouro, os bancos expandiram o crédito e passaram a emitir moeda. A guerra levou a uma contração de crédito acompanhada de crescimento económico e de expectativas de que se voltasse ao regime monetário anterior, resultando numa grande deflação de preços. Durante este período muitos economistas que até então eram favoráveis à deflação alteraram a sua posição passando a contra argumentar (Bagus, 2015).

As primeiras vozes que criticaram fortemente o fenómeno da deflação foram Thomas Attwood e o seu irmão Matthias Attwood (Humphrey, 2004). Thomas afirmou que *“If prices were to fall suddenly, and generally, and equally, in all things, and if it was well understood, that the amount of debts and obligations were to fall in the same proportion, at the same time, it is possible that such a fall might take place without arresting consumption and production, and in that case it would neither be injurious or beneficial in any great degree”*<sup>5</sup>. No entanto, não sendo este o caso, *“it has the effect of destroying all confidence in property, and all inducements to its production, or to the employment of laborers in any way”*<sup>6</sup>. Os assalariados apenas começariam a aceitar baixar os salários após um determinado período de tempo quando já se encontrassem em “profunda miséria” (Bagus, 2015; Viner, 1937).

O economista Robert Torrens incorporou, no estudo da deflação, através da sua teoria, as tarifas<sup>7</sup>. Pretendia prevenir a queda de preços através do aumento das tarifas domésticas, aceitando que tal restrição ao comércio significaria o sacrifício das vantagens

---

<sup>5</sup> Thomas Attwood, em *“Prosperity Restored”* (1817) pág.78

<sup>6</sup> *Ibid.*, pág.79

<sup>7</sup> Em *“An essay on money and paper currency”* (1812)

da especialização e divisão do trabalho internacional. No entanto, para o mesmo, os custos de deflação que se evitariam superariam os ganhos perdidos no livre comércio (Humphrey, 2004; Viner, 1937).

Em contrapartida, John Wheatley distingue “*good deflation*”, ie, aumento da produção com quantidade de moeda inalterada, de “*bad deflation*”, ou seja, redução da quantidade de moeda com produção inalterada. O autor não encara como obstáculo uma redução de preços acompanhada por crescimento económico, mas revela preocupações aquando de outras situações em que a mesma possa ocorrer (Wheatley, 1816; Bagus, 2015).

Durante o período neoclássico, surge Knut Wicksell divulgando uma nova abordagem relativa à inflação e deflação (Bagus, 2015) em que, se o setor bancário diminuísse as suas taxas de juro abaixo do seu nível normal, *ceteris paribus*, e mantivesse esse nível por algum tempo, então o preço das *commodities* aumentaria ilimitadamente (o que resultaria em inflação), e vice-versa. Para Wicksell deflação resultaria em estagnação, desemprego e queda de salários. No entanto, se fosse antecipada, não teria efeitos reais se esta contração acontecesse na globalidade da economia (Wicksell, 1907). Para o economista, inflação também não é isenta de problemas e portanto a situação ideal, se tivéssemos total controlo do nível de preços, seria a estabilidade de preços, em que não houvesse deflação nem inflação (Wicksell, 1898).

No decorrer deste período surge um conjunto de teóricos que desagregam deflação em diferentes tipos. A “*Productivity Norm*” esclarece que deflação provocada pela produtividade (i.e., aumento dos preços resultante do decréscimo de produtividade) não traria consequências negativas para a economia (Bagus, 2015). Um dos pioneiros foi Samuel Bailey<sup>8</sup>, tal como o afirma Selgin (1990). Desta forma, uma alteração no nível de

---

<sup>8</sup> Em “*Money and Its Vicissitudes in Value*” (1837)

preços que não fosse antecipada serviria para compensar uma alteração imprevista da produtividade real. Ao passo que, quando a mesma fosse proveniente de causas monetárias, resultaria numa redistribuição injusta de rendimentos. Outros defensores desta norma são Francis Edgeworth, Arthur Pigou, Bertil Ohlin, Eli Heckscher, Frank Taussig, entre outros (Bagus, 2015; Selgin, 1990).

Os apoiantes da “*Price-level stability norm*” argumentam que a estabilidade dos preços é indispensável para se conseguir uma estabilidade da macroeconomia no seu todo, e portanto, contestam tanto deflação como inflação. São eles, economistas como Knut Wicksell, Irving Fisher, ou mesmo John Maynard Keynes, entre outros (Bagus, 2015).

A era das teorias modernas relativas à deflação começa com Keynes. O economista critica fortemente este fenómeno, ao sintetizar os principais pontos de vista de outros economistas do seu tempo (Vines & Temin, 2015) e lhes acrescentar um novo cenário, o da armadilha da liquidez (Bagus, 2015). Keynes é um dos autores que mais influenciou o debate anti deflacionista. Defende que as principais consequências da deflação são: redistribuição injusta prejudicando essencialmente mutuários (devedores); despesa e consumo adiados (Keynes, [1923] 2000); rigidez salarial dificultando o acompanhamento da redução dos preços (Keynes, 1936); obstrução da produção levando ao seu adiamento e a perdas futuras (o retorno futuro é inferior ao gasto atual); instabilidade social (Keynes, [1923] 2000); e, ameaça à solidez da estrutura financeira (Keynes, [1931] 2011). Keynes sustinha a conceção mercantilista “*anti-hoarding*” em que acumulação de moeda levaria a que determinada economia não fosse capaz de ser estimulada numa crise deflacionária devido à elevada poupança (Keynes, 1936) – é neste contexto que surge o conceito da Teoria da Armadilha de Liquidez (Bagus, 2015) explicado de seguida.

Duas posições distintas são defendidas pela maioria dos teóricos contemporâneos relativamente à deflação: o primeiro grupo teme a deflação e afirma que esta pode colocar uma economia numa situação de armadilha de liquidez, o segundo, mais inspirado pela Escola de Chicago e orientado para a *productivity norm* e *price-level stability norm*, distingue deflação entre “*good*” e “*bad*” (Bagus, 2015). Para estes, deflação pode ter duas causas: (1) choque de oferta positivo e, assim, receitas elevadas, preços de ativos e salários em crescimento, acompanhados de um setor financeiro estável; (2) choque de procura negativo, com uma curva de oferta agregada não vertical e efeitos negativos no *output* (Borio & Filardo, 2004). Borio e Filardo distinguem 3 tipos de deflação: deflação “*good*”, causada pelo aumento de produtividade; deflação “*bad*”, causada pela rigidez nominal; deflação “*ugly*” quando perturba a economia ao ponto de atingir uma espiral recessiva.

A inflação tem o seu período de foco após a segunda Guerra Mundial, sendo que aí voltam novamente a surgir economistas para os quais não a deflação, mas a inflação são a grande preocupação. Esta tendência alterou-se mais uma vez, com a deflação de preços do Japão na última década do século XX e, mais recentemente com a crise dos EUA e UE, século XXI (Bagus, 2015). É possível ver uma síntese da posição das teorias relativas à deflação no quadro 1 em Anexo.

Assim, verificou-se que a perceção relativamente às possíveis consequências de deflação não tem sido constante ao longo do tempo e conclui-se que nem sempre deflação é tida como prejudicial para uma economia, dependendo tanto da origem da mesma como do contexto interno e externo da economia em questão.

## *2.2 Abordagem da Preferência pela Liquidez*

Até à Grande Depressão, o pensamento dominante era o clássico ou liberal. Nesta altura existia flexibilidade de salários e preços de bens e serviços e, dominava a Lei de Say, segundo o qual os agentes procuravam moeda unicamente para fins de transação (Ferraz, 2014). A ênfase era colocada no lado da oferta e considerava-se que aquilo que era produzido encontraria certamente uma procura que se ajustasse através da “mão invisível” dos mercados (Gomes, 2012).

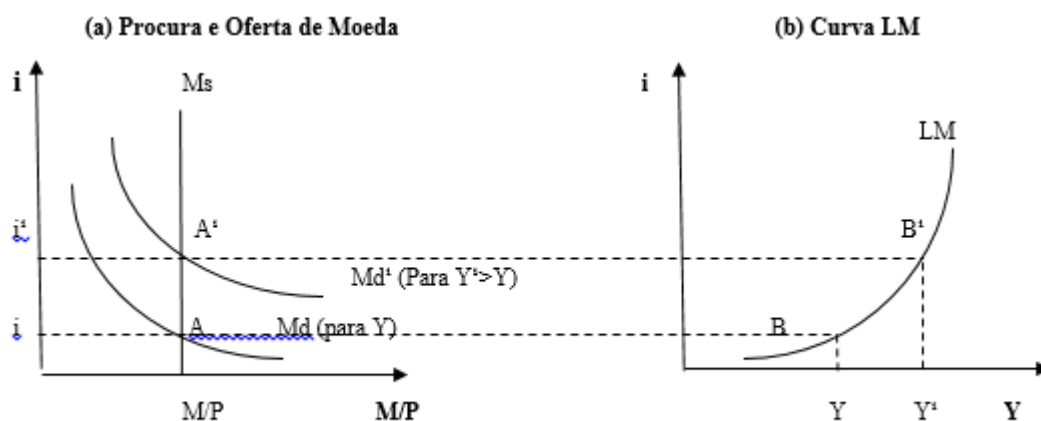
A partir da Grande Depressão, em 1929, altura em que Keynes formulou as suas teorias, as teses clássicas foram postas em causa e surgiram novos modelos intervencionistas. O economista argumentava que a oferta de moeda gerida por uma autoridade monetária podia ser um elemento fundamental para alcançar o pleno emprego (Pinto, 2014). Os bancos, tidos como meros intermediários financeiros, passaram a ser vistos como entidades capazes de gerar dinheiro (Paula, 2006) e com as teorias keynesianas a ênfase passou a ser colocada no lado da procura (Gomes, 2012).

É neste contexto que surge a Teoria da Preferência pela Liquidez, a referência à Armadilha da Liquidez e, a enorme influência keynesiana no pensamento económico atual.

Para Keynes, a reserva de valor na sua forma líquida está intrinsecamente ligada à incerteza e às expectativas em relação ao futuro da taxa de juro, que por sua vez é determinada como resultado do equilíbrio entre a oferta e procura no mercado de moeda (Abreu, et al., 2012). Deste modo, os agentes definem a sua procura por moeda tendo por base as suas expectativas em relação ao futuro. É a este fenómeno que Keynes chama de “preferência pela liquidez”. Assim, quanto maior a taxa de juro, maior a preferência por ativos ilíquidos, que garantam maior remuneração futura; de modo contrário, quando mais baixa a taxa de juro, maior a preferência pela liquidez (Pinto, 2014).

Graficamente,  $M$  representa a oferta de moeda e  $P$  o nível de preços ( $M/P$  representa o equilíbrio do mercado monetário, em que  $M_s=M_d$ ). Pressupõe-se uma oferta de moeda ( $M_s$ ) fixa e independente da taxa de juro ( $i$ ), enquanto a procura de moeda, dependente da taxa de juro, é representada pela curva  $M_d$ . O gráfico 1 demonstra por um lado que, à medida que a quantidade de moeda aumenta, a taxa de juro decresce (inclinação negativa de  $M_d$ ). Por outro lado, a taxa de juro é determinada pela interação entre procura e oferta de moeda. Quando o rendimento aumenta ( $Y$  para  $Y'$ ), a procura por moeda aumenta ( $M_d$  para  $M_d'$ ). Neste caso, mantendo-se a curva  $M_s$  inalterada, a taxa de juro aumenta para " $i'$ ". Cada ponto da curva LM representa o equilíbrio no mercado monetário. Quanto mais elevado  $Y$ , maior a  $M_d$  e maior o  $i$ .

**Gráfico 1: Representação gráfica da procura de moeda, por especulação, relacionada com a curva LM**



Fonte: *Elaboração própria*

Se a moeda começar a sair de circulação a política monetária passa a ter maiores dificuldades em estimular a economia, no caso de, por exemplo, uma crise deflacionária, com taxas de juro próximas de zero. É neste cenário que surge a chamada AL. Na figura 2 em Anexo é possível verificar a relação positiva entre moeda e inflação.

### **2.3 Armadilha da Liquidez**

No seguimento do ponto anterior, surge o conceito de Armadilha da Liquidez. Na sua obra *“The General Theory of Employment, Interest and Money”*, Keynes faz uma primeira formulação teórica referente a este conceito, expondo a seguinte hipótese:

*“There is the possibility, for the reasons discussed above, that, after the rate of interest has fallen to a certain level, liquidity-preference may become virtually absolute in the sense that almost everyone prefers cash to holding a debt which yields so low a rate of interest. In this event the monetary authority would have lost effective control over the rate of interest.”*

(Keynes, 1936, pág. 103)

Mais tarde, Krugman segue o discurso de Keynes, e classifica a armadilha da liquidez como:

*“(...) a situation in which conventional monetary policies have become impotent, because nominal interest rates are at or near zero: injecting monetary base into the economy has no effect, because base and bonds are viewed by the private sector as perfect substitutes.”*

(Krugman, 1998, pág.141)

Na prática, se tivermos sempre em conta que os agentes económicos são avessos ao risco, considera-se que o limite inferior para as taxas de juro será ligeiramente acima de zero. Quanto mais próximo de zero, maior a indiferença relativamente a deter moeda ou deter ativos financeiros. Logo, nesta situação, a procura de moeda é perfeitamente elástica relativamente à taxa de juro. Qualquer variação da taxa de juro vai influenciar muito pouco a procura de moeda e, qualquer quantidade adicional de moeda injetada na economia terá um efeito pequeno na procura do ativo financeiro (Gameiro & Pinheiro, 1999).

O termo de AL aparece muitas vezes associado ao chamado perigo da “espiral deflacionista” (Gameiro & Pinheiro, 1999). De acordo com Keynes um aumento da preferência pela liquidez causa uma redução da procura que por sua vez provoca redução do nível geral de preços. Assim, uma queda da procura (aumento do desemprego) provoca

aumento da preferência pela liquidez, que por conseguinte provoca nova redução da procura. Esta sequência tenderá a repetir-se até se gerar uma espiral deflação-desemprego, resultando, por fim, numa profunda recessão (Sicsú & Mendonça, 2000).

De modo a impedir a recessão, o banco central emite moeda e reduz as taxas de juro. Isto levaria ao aumento da confiança por parte dos agentes e à regularização do mercado. No entanto, quando a redução dos juros é muita e, a preferência pela liquidez é absoluta, a autoridade monetária perde o controlo da taxa de juro (Keynes, 1936). Neste caso, o banco central deveria intervir através de política monetária expansionista, sempre com o objetivo estimular o aumento da procura agregada (Ferraz, 2014).

Krugman (1998), mais uma vez seguindo as ideologias keynesianas, sugere também um modelo de políticas expansionistas, no entanto, faz a ressalva de que quando estas são percecionadas como temporárias, por parte dos agentes económicos, têm menor impacto sobre o produto:

*“(...) a liquidity trap fundamentally involves a credibility problem (...). Monetary policy will in fact be effective if the central bank can credibly promise to be irresponsible, to seek a higher future price level.”*  
(Krugman, 1998, pág. 139)

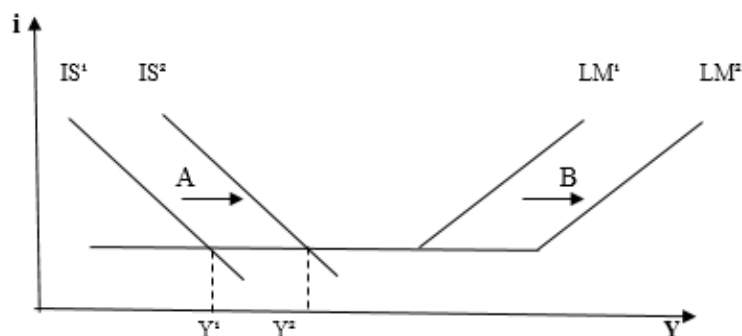
A AL é demonstrada através do modelo Hicksiano *IS-LM* e representa aquilo a que se chama na literatura moderna de versão tradicional da AL: para um nível suficientemente baixo da taxa de juro de curto-prazo, a procura por liquidez, isto é, moeda, torna-se perfeitamente elástica (Pinto, 2014), tal como veremos na subsecção seguinte.

#### **Armadilha da Liquidez explicada através do Modelo IS-LM**

Os diagramas do modelo *IS-LM* de Hicks foram o meio de divulgação, por excelência, da possibilidade de ocorrer o cenário da AL. Nesta situação, com um nível de taxa de juro de curto prazo baixo e a procura por liquidez elástica obtém-se uma curva

$LM$  horizontal, representando o cenário em que a política monetária não consegue estimular a economia (Hicks, 1937), como se pode observar no gráfico 2.

**Gráfico 2: Política Orçamental e Monetária numa situação de Armadilha de Liquidez**



Legenda: A- Representa Política Orçamental, B – Representa Política Monetária

Fonte: *Elaboração Própria.*

A curva  $IS$  representa o equilíbrio do mercado de bens e serviços e está geralmente associada aos níveis de taxa de juro e níveis de procura, demonstrando que à medida que as taxas de juro diminuem, a procura aumenta, estimulando a economia. A curva  $LM$  representa o equilíbrio do mercado monetário e está associado aos níveis de procura de moeda e níveis da taxa de juro, demonstrando que à medida que o produto aumenta, através de uma maior procura por moeda, as taxas de juro aumentam (Santos, et al., 2010).

O gráfico 2 representa o cenário quando o ponto de partida na economia são taxas de juro baixas e, portanto, a economia encontra-se “encurralada” no nível de produto  $Y^1$ , de modo que a PM expansionista não tem espaço de manobra para continuar a cortar as taxas, tornando-se ineficaz para estímulo da economia (Koenig, 2011). Um aumento da oferta de moeda deslocará  $LM$  para a direita ( $LM1$  para  $LM2$ ), contudo sem provocar qualquer efeito sobre a economia, já que a liquidez adicional seria armazenada pelos agentes: o custo de deter moeda é próximo de zero e como tal, de acordo com o motivo de especulação, os agentes aprovisionarão relativamente mais moeda (Pinto, 2014). Segundo algumas teorias, em particular, a keynesiana, as autoridades monetárias poderão, ainda assim, estimular a economia. Como? Através da adoção de políticas expansionistas

que deslocam a curva  $IS$  para a direita ( $IS^1$  para  $IS^2$ ), o que se traduziria num aumento do rendimento e do produto ( $Y^1$  para  $Y^2$ ) se a inflação de curto-prazo esperada aumentar (Koenig, 2011).

Na literatura moderna, aquando da necessidade de construir um modelo que analisasse a Década Perdida do Japão, surgiu o conceito da versão moderna da AL. A diferença relativamente à análise tradicional é que, ao contrário desta, que emergia num contexto de incerteza, a versão moderna resulta de um choque negativo sobre o sistema de equações em equilíbrio (Pinto, 2014)

Em suma, ao longo do presente capítulo, foi possível verificar que a discussão em torno do fenómeno da deflação já é bastante antiga e que a perceção em relação ao mesmo se foi modificando ao longo dos tempos. Grosso modo, o receio relativamente aos períodos com inflação negativa foi-se tornando maior, em particular desde o surgimento de Keynes. É ainda feita referência à TPL de Keynes, já que a mesma tem forte influência no atual pensamento económico assim como à AL que, segundo alguns teóricos, representa a situação atual da ZE e, pode graficamente ser representada através do Modelo IS/LM de Hicks. No capítulo seguinte, passar-se-á a analisar a resposta à crise da Zona Euro.

### **3. A resposta à Crise da Zona Euro**

Ao longo deste capítulo, o principal foco recairá sobre a ZE e o seu percurso desde a crise de 2008. Efetuar-se-á uma apresentação teórica dos instrumentos do BCE, das Medidas Convencionais (MC) e ainda das chamadas Medidas Não Convencionais (MNC) utilizadas desde então, assim como as suas consequências nos mercados. De seguida, analisar-se-á os desenvolvimentos ocorridos no período 2008-2015.

### ***3.1 Política Monetária do BCE na Zona Euro***

Primeiramente importa referir que o BCE é o responsável pela implementação da PM na ZE e que juntamente com os diferentes Bancos Centrais Nacionais (BCN) forma-se o chamado Eurosistema. Os órgãos de decisão do BCE (Conselho, Comissão Executiva e Conselho Geral) têm dupla função: dirigir o próprio BCE e dirigir o Eurosistema e o Sistema Europeu dos Bancos Centrais (SEBC) (Scheller, 2006).

Antes de fazer alusão às políticas monetárias não convencionais é importante apresentar os alicerces teóricos relativos ao quadro da política monetária (PM) convencional (que têm por base os mecanismos de transmissão), a sua orientação estratégica e principais instrumentos.

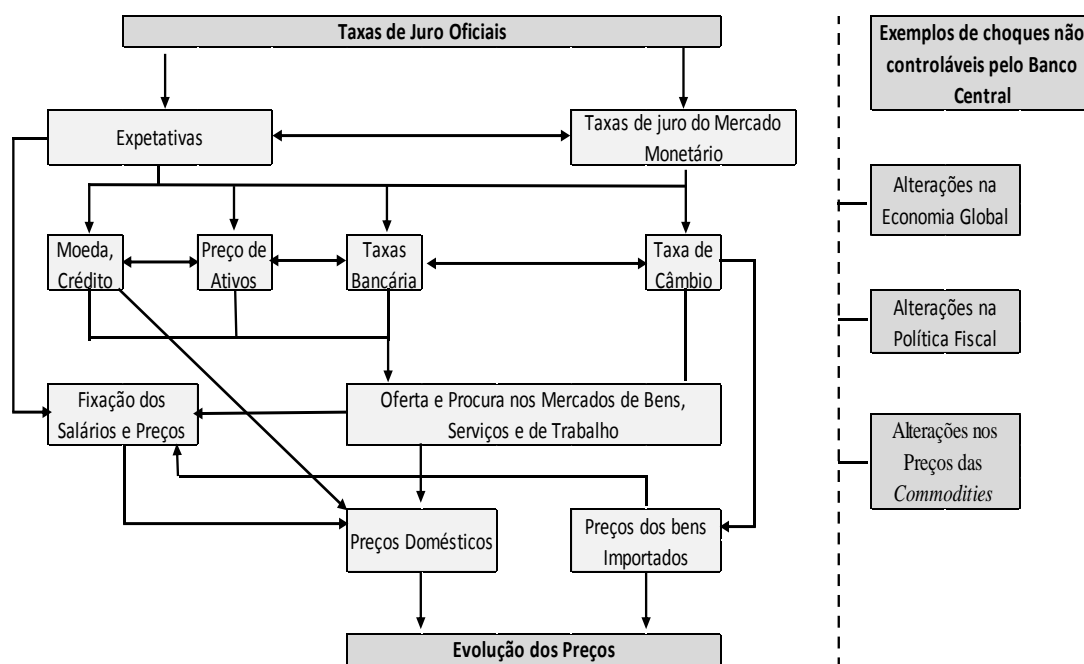
#### ***3.1.1 Mecanismos de Transmissão***

O processo através do qual as medidas do BC (nomeadamente a alteração das taxas de juro) influenciam as condições em que os bancos transacionam entre si no mercado monetário e as transmitem à economia e ao nível de preços – é chamado “mecanismo de transmissão” (Gameiro, et al., 2011).

Como funciona então o processo dos mecanismos de transmissão? Em primeiro lugar, o mesmo torna-se possível uma vez que o BCE é o fornecedor monopolista da chamada “base monetária” Logo, tem liberdade para determinar as taxas de juro a que fornece liquidez primária (taxas de juro diretoras), influenciando as taxas de juro de curto prazo do mercado (Banco de Portugal, 2009) a fim de fazer face à procura de moeda em circulação, compensar saldos interbancários e responder às necessidades de reservas mínimas que poderão ser depositadas no banco central (Scheller, 2006).

Na figura 1 é possível verificar os mecanismos que ocorrem desde as alterações nas taxas de juro oficiais (diretoras) até à alteração dos níveis de preços.

**Figura 1: Mecanismos de Transmissão da Política Monetária**



Fonte: *Elaboração Própria. Adaptado de BCE Monthly Bulletin (Outubro de 2010)*

O circuito inicia-se, com o estabelecimento das taxas de juro diretoras do BCE. Por sua vez, as referidas taxas afetam outras taxas a diferentes níveis. As taxas de juro do mercado monetário (sendo as mais importantes a *Eonia*, o índice *overnight* médio do euro, e a *Euribor*, taxa interbancária de oferta do euro (BCE, 2004)) acabam por ter impacto, por exemplo, sobre as taxas de juro fixadas para empréstimos e depósitos de curto prazo por parte dos bancos, enquanto as alterações nas expetativas de evoluções futuras das taxas de juro oficiais acabam por afetar as taxas de juro de mais longo prazo (indiretamente). Também os preços dos ativos financeiros e as taxas de câmbio acabam por ser afetadas devido ao impacto que a política monetária tem sobre as condições de financiamento na economia e sobre as expetativas. Estes por sua vez, afetam as decisões de poupança, despesa e investimento das famílias e empresas que consequentemente modificarão o equilíbrio entre procura e oferta a nível de trabalho de mercado e de mercado de bens e serviços, ambos levando a uma alteração dos preços e salários. As taxas de juro oficiais vão ainda, ter influência sobre a oferta de crédito na medida em que, um aumento das taxas de juro poderá elevar o risco de não cumprimento, como consequência as

instituições credoras diminuirão a concessão de crédito. Assim, os mutuários acabarão por adiar os planos de consumo e/ou investimento. Encerrando o circuito, essas alterações no investimento e consumo influenciarão a evolução dos preços na economia (quando a procura excede a oferta, *ceteris paribus*, surgem pressões ascendentes sobre os preços e vice-versa). (Scheller, 2006).

### 3.1.2 *Orientação Estratégica*

O primordial objetivo atribuído pelo Tratado que constitui a Comunidade Europeia ao BCE consiste na manutenção da estabilidade de preços. De modo a alcançar esse objetivo, o BCE predispõe de uma orientação estratégica. Essa estratégia encontra-se assente em dois pilares através das quais determina os riscos para a estabilidade de preços: o primeiro consiste numa meta quantitativa de estabilidade de preços, o segundo consiste numa análise de riscos de base económica e monetária (Scheller, 2006).

O primeiro pilar anunciado em 1998 pelo próprio BCE define estabilidade de preços como sendo “(...) o aumento em termos homólogos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2%. A estabilidade de preços deverá ser mantida a médio prazo”<sup>9</sup>. Portanto, o seu objetivo primário passa por manter, a médio prazo, a taxa de inflação num nível inferior, mas próximo de 2%, proporcionando uma margem de segurança suficiente para a prevenção contra riscos de deflação (Scheller, 2006).

Relativamente ao segundo pilar é de referir que a análise de riscos de *base económica* tem como finalidade a identificação de riscos de curto/médio prazo para a estabilidade de preços (Banco de Portugal, 2009). É com base nestas avaliações que é

---

<sup>9</sup> Retirado do Artigo 127º. do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) (UE, 2010).

decidido o nível da taxa de juro de curto prazo, por parte do Conselho do BCE, por forma a manter controladas pressões inflacionistas e deflacionistas (Gerdesmeier, 2009)

### **3.1.3 Principais Instrumentos**

O conjunto de procedimentos e instrumentos utilizados pelo Eurosistema é o chamado “quadro operacional” (Gerdesmeier, 2009) (Ver organização do Quadro Operacional no quadro 2 em Anexo). Destacam-se três instrumentos: as operações de mercado aberto, as facilidades permanentes e as reservas mínimas obrigatórias (BCE, 2014a).

As operações de mercado aberto constituem o grupo mais importante de política monetária e consistem, grosso modo, na compra e venda de ativos no mercado monetário, pretendendo assegurar o correto funcionamento do mesmo. Distingue-se entre as operações principais de refinanciamento, as operações de refinanciamento de prazo alargado, as operações ocasionais de regularização e as operações estruturais. No quadro 3 em Anexo é possível ver informação mais detalhada relativamente a este instrumento.

As facilidades permanentes são utilizadas para ceder e absorver liquidez, pelo prazo *overnight*. Distingue-se entre a facilidade permanente de cedência de liquidez (cede liquidez) e a facilidade permanente de depósito (absorve liquidez) (BCE, 2014a). Os depósitos podem ser realizados sem qualquer limite, mas a uma taxa fixada pelo BCE, taxa essa que servirá de mínimo para as taxas de juro no mercado *overnight* (Rainha & Alves, 2013)

Por sua vez, o regime de reservas mínimas tem como objetivos primordiais a contribuição para a estabilização das taxas de juro do mercado monetário e aumento de escassez estrutural de liquidez, permitindo maior eficiência por parte do Eurosistema em ceder liquidez necessária ao mercado (BCE, 2014a).

É importante, por fim, fazer a ressalva de que quando falamos em moeda, nem sempre é clara a forma como esta é definida e quais os ativos financeiros que pertencem a que definição. O Eurosistema definiu três agregados monetários – M1, M2, M3 –, sendo que o primeiro agregado é o mais estreito e líquido, e o M3 o mais amplo e ilíquido (Abreu, et al., 2012). O elevado grau de liquidez e certeza fazem com que os instrumentos do agregado M3 sejam substitutos mais próximos dos depósitos. Assim, este é o agregado que acaba por ser o menos afetado por substituições entre as diversas categorias de ativos líquidos, sendo por isso, o mais estável (Gerdesmeier, 2009). No quadro 4 em Anexo é possível ver um resumo das definições dos diferentes agregados monetários assim como dos seus constituintes.

É precisamente quando os mecanismos de transmissão e os tradicionais instrumentos de política monetária não atingem os objetivos pretendidos, nomeadamente o da estabilidade de preços, que se recorre às chamadas medidas não convencionais.

### ***3.2 Medidas Não Convencionais do BCE***

São um “conjunto de instrumentos sem precedentes em termos de natureza, alcance e magnitude” (Trichet, 2009) que segundo Bernanke et al (2004) podem ser agrupadas em três categorias: (1) política de comunicação para influenciar expectativas futuras relativamente às taxas de juro; (2) aumento da dimensão do balanço dos Bancos Centrais (*Quantitative Easing*); e (3) alteração da composição do balanço dos Bancos Centrais, não afetando a base monetária (*Qualitative Easing*). Por sua vez Carpenter et al (2013) delimita apenas dois grupos: o primeiro enquadra as medidas especificamente viradas para o apoio ao sistema bancário, o segundo que pretende apoiar segmentos específicos do mercado financeiro, importantes para a transmissão de política monetária.

A primeira ação empreendida pelo BCE passa sempre pela alteração das taxas de juro diretores (nominais de curto-prazo) constituintes da “*interest rate policy*”, são elas:

taxa das operações principais de refinanciamento, taxa para as facilidades de cedência de liquidez e taxa para as facilidades de depósito (Banco de Portugal, 2009a). Quando estas não são suficientes, é quando entram em prática as MNC (Meier, 2009) que elevam os fluxos de crédito muito para lá do que seria possível atingir através da política das taxas de juro isoladamente (Borio & Disyatat, 2009).

Para o antigo Presidente do BCE a totalidade das medidas que têm vindo a ser tomadas desde aproximadamente o ano de 2009, podem ser divididas em duas categorias: (1) alteração das taxas de juro diretas e, (2) as chamadas medidas não convencionais, como medidas complementares. Estas duas categorias em conjunto são as “*ECB policy Toolkit*” para a política de apoio ao crédito (*enhanced credit support*) que estão fundamentalmente focadas na atividade bancária, de modo a melhorá-la mais do que seria possível apenas pela “*interest rate policy*” (Trichet, 2009).

Assim, são de destacar cinco blocos distintos de medidas de apoio ao crédito segundo Trichet (2009): *cedência de liquidez com colocação total a taxa fixa* são leilões a uma taxa previamente fixada; *aumento do prazo de maturidade das operações de refinanciamento* para os 6-meses, 12-meses, 3-anos (normalmente seria elaborado a maturidade de 3-meses); *alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia*, permitindo aos bancos um mais fácil acesso às operações de cedência de liquidez do BCE, na medida em que são alargados os requisitos mínimos de elegibilidade dos ativos de garantia apresentados para obtenção de empréstimos; *provisão de liquidez em moeda estrangeira* em parceria com o *US Federal Reserve*; *aquisição de instrumentos de dívida específicos* que consiste na aquisição de determinados ativos (títulos de dívida públicos e privados) de forma definitiva, e não apenas como garantia (Cour-Thimann & Winkler, 2013). A estes, acrescenta-se a alteração do rácio de reservas mínimas exigido aos bancos.

No ponto seguinte, ir-se-á fazer uma breve explicação das diferentes fases da crise da ZE desde o seu início, referindo as MNC mais significativas que foram adotadas em cada fase da crise. Não recaindo o foco nas medidas no âmbito do quadro operacional nem nas variações das taxas de juro nominais de curto-prazo serão apenas referidas algumas alterações mais importantes.

### **3.2.1 Zona Euro no período 2008-2015**

O objetivo principal da política monetária do BCE continua ao longo de todo o período recessivo a ser o da estabilidade de preços (González-Páramo, 2011). Relativamente às medidas não convencionais servem simultaneamente de complemento e extensão da “*interest rate policy*” (Meier, 2009).

É possível separar o período da crise em três fases segundo Cour-Thimann e Winkler (2013): a primeira inicia-se com uma crise financeira global em Setembro de 2008 (o colapso de *Lehman Brother*); a segunda passa para uma crise de dívidas soberanas em Maio de 2010; a terceira, e atual, teve início em meados de 2011 e consiste numa crise do setor bancário, com uma intensificação do problema das dívidas soberanas. Por seu turno, Vítor Constâncio divide as MNC em dois momentos: o primeiro abrangendo o período 2008-2012; o segundo tendo início em meados de 2012, quando a inflação começa a reduzir consideravelmente (Constâncio, 2015).

A primeira tipologia das MNC ficou marcada pelas drásticas reduções de taxas de juro e pelos diferentes tipos de operações de refinanciamento utilizados, com foco na provisão de liquidez (Constâncio, 2015).

No início da primeira fase da crise, os bancos começaram por duvidar da estabilidade financeira das suas contrapartes, no mercado interbancário, o que levou a uma subida das taxas de juro. A partir daí, o BCE adotou uma série de MNC como suporte às condições de financiamento e crédito na zona euro: as chamadas medidas de “*enhanced*

*credit support*” acima referidas. Uma das primeiras a ser tomada logo a 9 de Agosto de 2007 foi a provisão de liquidez *overnight* num montante de €95 mil milhões, seguindo-se várias operações de refinanciamento com colocação total e diferentes maturidades com o objetivo de recuperar a confiança na liquidez bancária (Cour-Thimann & Winkler, 2013; Meier, 2009). Em 2008 as taxas de juro diretas tiveram a primeira das suas grandes reduções, 3.25% para 2% (Ver tabela 2 em Anexo). Os principais instrumentos utilizados em 2009 no âmbito do quadro operacional incluem operações de mercado aberto. Relativamente às medidas extraordinárias foi aplicado o primeiro programa de compra de obrigações hipotecárias e obrigações do setor público, o *Covered Bond Programme* (BCE, 2010).

Em Maio 2010, início da segunda fase da crise, a expectativa de um *default* grego coloca também em risco Portugal, Espanha e Itália. Como resposta, foi criado o programa de *Securities Markets* (SMP) de modo a fornecer liquidez a esses mercados. Apesar do programa estar direcionado para a PM, serviu também para fornecer algum tempo aos governos de modo a encontrarem soluções para a crise e repor a sustentabilidade financeira perdida. Estes, no entanto, não o fizeram de forma eficiente. A Grécia aumentou a sua dívida, as receitas governamentais foram insuficientes e a competitividade era fraca. Ao mesmo tempo, o governo alemão argumentava que deveria haver uma reestruturação da dívida nos setores privados (Cour-Thimann & Winkler, 2013). Dá-se assim, início a um processo de consolidação orçamental, nos EM com maior défice orçamental, nomeadamente nos países do sul. É a chamada *austeridade*.

Em meados de 2011, iniciou-se a terceira fase, quando a crise das dívidas soberanas chega a Itália e Espanha. As taxas de rendibilidade das Obrigações do Tesouro aumentaram, enfraquecendo os balanços dos bancos, que deste modo perderam a sua credibilidade. O mercado interbancário tornou-se disfuncional: o financiamento bancário

em grande parte da zona euro “secou”, as obrigações hipotecárias foram limitadas e emissões descobertas fechadas, tudo isto pondo em causa a liquidez dos bancos. Esta situação levou a uma ainda maior diferenciação entre os diferentes EM (BCE, 2013). Como resposta, a 8 de Dezembro de 2011, foram enunciadas algumas medidas de apoio ao crédito e grande foco no fornecimento de liquidez aos bancos, implementadas nos meses que se seguiram, tais como: dois LTROs com maturidade de 3 anos, redução do rácio de reservas mínimas e alargamento da lista de ativos como colateral. É então, que em meados de 2012 se dá início da segunda tipologia de MNC segundo a agregação de Constâncio (2015). No decorrer do ano de 2012, foi anunciado o alargamento dos requisitos elegíveis para ABS; encerraram-se as SMP; e iniciaram-se as *Outright Monetary Transactions* (OMT) que representam a intervenção do BCE no mercado secundário para aquisição ilimitada de dívida pública de curto prazo (Cour-Thimann & Winkler, 2013). Mario Draghi aplicou ainda um outro tipo de medida não convencional, com grande impacto, a 6 de Setembro de 2012 (Draghi, 2012), em que utilizou apenas a *comunicação* como forma de influenciar as expetativas futuras. Conforme planeado em Outubro 2012 terminou o segundo *Covered Bond Programme*. Em 2013 o Conselho do BCE decidiu que continuaria a ceder liquidez aos bancos através de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total (BCE, 2013). Entre 2010 e 2013 o Défice Público reduziu bastante, em grande parte, devido aos elevadíssimos esforços resultantes das medidas de austeridade aplicadas pelos EM, em particular, dos países do Sul. Em Março de 2012 foi assinado um “pacto orçamental” adicionando uma regra de equilíbrio do saldo orçamental estrutural (BCE, 2013).

As políticas introduzidas em 2014 incluíram três elementos principais: (1) redução das taxas de juro diretas do BCE para o limite inferior efetivo; (2) a introdução de uma série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA

direcionadas); e (3) lançamento de dois programas de compra de ativos do setor privado selecionados (um de compra de obrigações hipotecárias, CBPP3, e o outro de instrumentos de dívida titularizada, ABSPP) (BCE, 2015).

O foco na provisão de liquidez e no apoio ao crédito continua a ser uma das principais diretrizes da política monetária do BCE, na medida em que a 18 de Setembro de 2014 se deu a primeira, de uma série de oito LTROs. Posteriormente, em Outubro de 2014 começou o terceiro programa de aquisição de obrigações cobertas (*Covered Bond Programme*, CBPP3) e em Novembro, do mesmo ano, o programa de aquisição de instrumentos de dívida titularizada (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP).

Em Janeiro de 2015 o BCE decidiu expandir o programa alargado de aquisição de ativos privados de modo a abranger títulos emitidos por governos e agências e instituições europeias (*Quantitative Easing*, QE, i.e., compra de dívida pública), a se iniciar em Março. A compra combinada mensal de títulos do setor público e privado totalizará €60 mil milhões mensais. Neste contexto, o Conselho do BCE comunicou a sua intenção de aumentar consideravelmente o balanço do Eurosistema como forma de proporcionar um grau suficiente de estímulo monetário para elevar as taxas de inflação homóloga medida pelo IHPC para níveis abaixo, mas próximo, de 2% (BCE, 2015).

No quadro 5 em Anexo encontram-se cronologicamente representadas as medidas acima referidas, enquanto na tabela 2 é possível observar a evolução das taxas de juro diretas do BCE.

Todas as decisões adotadas pelo BCE acabam por ter sempre um foco principal que é o da estabilidade de preços (Meier, 2009; Constâncio, 2015) e portanto, no contexto atual, isso significaria o aumento das taxas de inflação. Tal apenas se verificou no

segundo período da crise, tendo logo de seguida voltado a cair até atingir os valores negativos novamente (Ver gráfico 3 em Anexo).

### **3.2.2 *As desigualdades dentro da Zona Euro e a Austeridade***

Logo no início da criação da ZE verificou-se uma clara distinção entre os países do norte (como a Alemanha, Holanda, Bélgica, Finlândia e Áustria) e os países do sul (como Espanha, Portugal, Itália e Grécia) (Hall, 2015; Hassel, 2015). Os primeiros verificam estruturas institucionais orientadas para um crescimento com base em exportações. Para os segundos as estratégias de crescimento têm por base a aplicação de medidas expansionistas, já que a competitividade pelo valor das exportações é uma característica pouco desenvolvida (Hall, 2015). Com a sua orientação para a procura, e sem a possibilidade de desvalorização no sentido de aumentar a competitividade, a sua entrada na UEM foi desajustada (Hall, 2015), ao passo que para os países do norte, em particular a Alemanha, resultou num aumento da sua competitividade (Hassel, 2015; Becker, 2015). Uma das suas grandes vitórias foi o nível de desemprego, em particular jovem, muito baixo (Unger, 2015), que conquistou mesmo o título de “*German job miracle*” (Krugman, 2009).

O facto de a política monetária estar centralizada e a política fiscal e salarial ser de decisão governamental, produziu sistematicamente diferentes trajetórias entre os dois “grupos” (Hassel, 2015).

A Comissão Europeia (CE) promoveu a austeridade na ZE a partir de 2010 e transmitiu deste modo o peso da correção das desigualdades para os países periféricos afetando essencialmente o setor público, pensionistas e famílias de menor rendimento. As medidas impostas pela *Troika* (CE, BCE e FMI) nos países da periferia consistiam essencialmente no corte dos orçamentos, várias formas de corte salarial, desregulação do

mercado trabalho e privatização. As políticas europeias resultaram numa severa recessão com deflação para a maioria (Becker, 2015).

Assim, a *austeridade* consistiu grosso modo, numa imposição de medidas de política fiscal contracionista a países não orientados para as exportações, impedindo simultaneamente a prossecução do seu crescimento (Hall, 2015). Isto teve um efeito pró-cíclico nas economias já debilitadas e ao longo do tempo as divergências intensificaram-se (Hassel, 2015), sendo este apontado por vários autores como um dos grandes erros do BCE: ter ignorado as enormes divergências em termos de competitividade e desigualdades que se verificam na ZE entre os tão distintos EM (Bibow, 2015).

Em suma, no presente capítulo foi possível identificar os principais momentos da crise da zona euro desde o ano de 2007, as diferentes MNC utilizadas, e verificar em que termos a *austeridade* afetou as já existentes assimetrias entre EM. De seguida será feita uma análise da evolução da inflação no mesmo período de modo a fazer uma contraposição entre as medidas e os seus efeitos na inflação para a estabilidade de preços, no período 2007-2015.

#### **4. O impacto das medidas não convencionais do BCE na Estabilidade de Preços da Zona Euro**

O objetivo do presente capítulo será retirar conclusões relativamente à influência que as MNC do BCE tiveram na taxa de inflação e portanto na tão almejada estabilidade de preços.

Como forma introdutória ir-se-á analisar primeiramente o desempenho geral da ZE entre 2007-2015 incorporando na análise o Produto Interno Bruto (PIB), Dívida Pública, Défice Público, Taxa de Juro e Taxa de Inflação. Seguidamente o foco recairá unicamente na Inflação/Deflação e será realizada uma descrição, ano a ano, do desempenho que as MNC tiveram no combate à deflação na ZE. Por fim, pretende-se

concluir se de facto as medidas foram eficazes para a recuperação da estabilidade de preços.

É de notar que todos os dados abaixo analisados são médias calculadas com valores de Janeiro a Dezembro, para cada ano, à exceção dos dados para 2015 que correspondem a informações do primeiro trimestre.

Para analisar os indicadores em causa recorrer-se-á a um conjunto de gráficos em radar calculados a partir de dados estandardizados (valor de cada variável em cada ano subtraído da média e dividido pelo desvio padrão total), de modo a obter uma análise consistente e eficiente entre os diferentes indicadores<sup>10</sup>.

#### ***4.1 Produto Interno Bruto, Dívida Pública, Déficit Público, Taxa de Juro, Taxa de Inflação***

A confiança cada vez menor na economia, a grande volatilidade dos mercados e preços, o processo de ajustamento dos balanços, enormes desigualdades entre EM, juntamente com uma maior restritividade orçamental, elevadíssimas percentagens de dívida pública e taxas de juro extremamente baixas, têm transformado o período em análise num espaço temporal conturbado.

A partir da análise da tabela 1 e dos gráficos em radar representados na figura 3 em Anexo, conclui-se já à partida que o período 2007-2015 é um período recheado de impermanências. Em 2007 observa-se uma situação bastante favorável para os EM, em que déficit e dívida pública cumprem os limites do PEC, ao passo que PIB, taxa de juro e taxa de inflação são bastante positivos, encontrando-se a taxa de inflação próxima do objetivo dos 2%. Em 2008 as mudanças são bastante reduzidas no déficit, dívida e taxa

---

<sup>10</sup> Quando as escalas de medidas de variáveis são consideravelmente diferentes, as suas variâncias vão influenciar as componentes principais. Nesta situação deve-se estandardizar de modo a eliminar essa contaminação.

de juro, no entanto a taxa de inflação tem um aumento bastante considerável, pondo já aqui a estabilidade de preços em causa, e o crescimento do PIB apresenta uma redução

**Tabela 1: Produto Interno Bruto a preços de mercado, Dívida Pública, Défice Público, Taxa de juro EURIBOR a 12 meses, Taxa de Inflação. Zona Euro, 2007-2015**

Zona Euro					
	PIB <sub>pm</sub> (var. %)	Dívida Pública (% do PIB)	Défice Governamental (% PIB)	Taxa de juro EURIBOR a 12 meses (em %)	Taxa de Inflação (em %)
2007	3,1%	68,83%	-0,6%	4,42%	2,10%
2008	0,5%	68,95%	-2,1%	4,88%	3,30%
2009	-4,5%	78,13%	-6,2%	1,69%	0,30%
2010	2,0%	83,83%	-6,1%	1,34%	1,60%
2011	1,6%	87,85%	-4,1%	1,99%	2,70%
2012	-0,8%	91,65%	-3,6%	1,17%	2,50%
2013	-0,4%	95,40%	-2,9%	0,54%	1,40%
2014	0,9%	96,40%	-2,4%	0,49%	0,40%
2015	1,5%	92,90%	-3,7%	0,21%	0,15%

**Fonte:** *Elaboração Própria*. Fontes estatísticas: AMECO (PIB<sub>pm</sub>), EUROSTAT (Dívida Pública, Défice Governamental, Taxa de Inflação), Euribor-rates (Taxa de Juro).

abrupta (aqui assistem-se a sinais de estagflação: recessão e inflação). Passando de 2008 para 2009 verifica-se que o gráfico do segundo tem um aspeto quase oposto ao verificado no ano anterior. A economia da ZE assiste a uma queda a todos os níveis. A inflação assiste a uma redução notável, passando de 3.3% para 0.3% o que mais uma vez põe em causa o primordial objetivo do BCE, o PIB decresce 4.5%, défice e dívida pública aumentam muito e as taxas de juro começam a baixar com o principal objetivo de tentar recuperar a estabilidade de preços.

Relativamente ao ano de 2010, com taxa de juro a decrescer, inflação a denotar uma pequena subida e o PIB a subir ligeiramente, o grande foco recai no défice público que se mantém extremamente elevado e graficamente falando é o grande destaque deste ano.

Em 2011 é visível que os EM da ZE apresentam uma boa recuperação dos seus níveis e, o gráfico apresenta uma figura bastante mais centrada, com um défice a baixar consideravelmente devido aos intensos esforços como resposta aos planos de austeridade

impostos pela *Troika* a partir de 2010, a inflação a atingir os 2.7% e a taxa de juro a aumentar.

Passando para 2012, verifica-se que o gráfico tem uma área bastante diminuta, representando quase um triângulo. Este gráfico é a representação de uma economia em bastante mau estado já que se explica através do facto de que tanto a taxa de inflação, como a taxa de juro, como o aumento do PIB são praticamente inexistentes. Dentro deste cenário bastante desagradável para os EM, o único ponto positivo é a redução do défice, relativamente ao ano anterior. Nos anos seguintes os gráficos têm todos um aspeto bastante semelhante sendo a única diferença um ligeiro aumento do crescimento do PIB, e em 2015 um novo aumento do défice público. Existe atualmente uma grande insuficiência de procura na ZE o que corresponde a parte integrante do seu problema *core*, e mais uma vez intensifica as disparidades entre EM.

#### ***4.2 Taxa de Inflação***

A taxa de inflação representa a taxa de crescimento do nível de preços. Pode ser utilizada como medida do custo de vida já que indica o ganho ou a perda do poder de compra que determinada quantidade de moeda sofre à medida que o nível geral de preços vai aumentando ou diminuindo (Gomes, 2012)

O termo “inflação da zona euro”, concerne geralmente à variação média de preços da zona euro, e nunca a um valor exato, uma vez que nunca se poderá refletir nem à variação da totalidade de preços dos estados-membros, nem à forma como como este influencia o orçamento de cada consumidor (Gerdesmeier, 2009).

#### **A taxa de inflação no período da Crise**

Tal como a maior parte dos BCs, o BCE influencia a taxa de inflação através de alterações nas taxas de juro. Quando é pretendido combater uma inflação demasiado elevada, aumentam-se as taxas de juro, tornando empréstimos mais dispendiosos e

poupança mais atrativa. Quando o objetivo é o inverso, isto é, aumentar a inflação, então o BCE reduz as taxas de juro (BCE, 2014). Os preços globais são primariamente influenciados pela evolução dos preços do petróleo.

Antes da eclosão da crise financeira global, a inflação apresentou uma década de preços relativamente estáveis, mantendo-se estes, em média, ligeiramente superiores aos 2% estipulados pelo BCE. O desenvolvimento económico e financeiro até à data tinha sido bastante positivo, apesar das desigualdades entre os EM. Em 2008, início da primeira fase da crise, devido a fortes subidas nos preços das matérias-primas, a inflação aumentou de forma significativa no primeiro semestre, pondo já aqui, a estabilidade de preços em risco. Atingiu o seu pico em Julho do mesmo ano (4.1%). De modo a assegurar o primordial objetivo, o BCE aumentou as suas taxas diretoras em Julho de 2008 (objetivando a descida da inflação). A partir de Setembro as tensões financeiras a nível mundial intensificaram-se. Descidas nos preços dos produtos energéticos e de outras matérias-primas conduziram a uma redução das pressões inflacionistas na zona euro, simultaneamente o aumento da incerteza afetou a liquidez, os preços dos ativos e os balanços. Entre 8 de Outubro 2008 e Março de 2009 o BCE reduziu as suas taxas de juro diretoras de 3.75% para 1% sendo que as taxas no mercado *overnight* tiveram uma ainda maior queda, e a cedência de liquidez aos bancos da área euro aumentou de forma significativa (BCE, 2009).

No ano de 2009, a taxa de inflação homóloga da zona euro situou-se nos 0.3% em parte devido a um aumento da capacidade excedentária em resultado da redução da atividade económica a nível mundial (BCE, 2010). Entre Junho e Outubro a zona euro esteve perante um período de deflação, no entanto, logo de seguida regressou ao campo positivo, registando a partir daí um grande aumento, relativamente continuo até Outubro de 2011, refletindo essencialmente o aumento dos preços das matérias-primas a nível

mundial. As taxas das operações principais de refinanciamento mantiveram-se inalteradas ao longo do ano, visto já se encontrarem num nível relativamente baixo (BCE, 2011). Daqui se conclui que a segunda fase da crise da ZE é representada por uma pequena recuperação em termos de taxa de inflação, chegando aos 2.8% (média ZE) em Abril 2011.

Logo de seguida, pouco depois do início da terceira e, atual, fase da crise (crise do setor bancário) a taxa de inflação assistiu a um novo decréscimo menos acentuado que o primeiro em 2009, no entanto, mais prolongado e contínuo, o que levou a que em Dezembro de 2014 a ZE se encontrasse novamente em Deflação (desde então a taxa de inflação tem-se mantido extremamente baixa e próxima de zero).

Em 2012 a inflação rondavam os 2.5%. Este resultado prende-se em grande parte com os esforços para a consolidação orçamental, que levaram a aumentos das taxas do imposto sobre o valor acrescentado (IVA) a partir de 2010 e se tornaram assim um fator considerável que levou à subida dos preços do consumidor. Esta medida pretendia impulsionar as receitas sem afetar negativamente a respetiva competitividade, no entanto, obteve o resultado oposto, afetando negativamente os países do sul, já pouco competitivos. No final desse ano, quando as pressões inflacionistas voltaram a descer devido à fraca atividade económica as taxas de juro diretas do BCE foram novamente reduzidas. Este corte revelou-se ineficaz e nalguns casos as taxas de juro dos empréstimos bancários permaneceram inalterados assim como também a taxa de inflação não inverteu a sua tendência descendente (BCE, 2013). Os investidores perderam confiança na habilidade do BCE reverter os níveis de inflação o que levou Mario Draghi a prometer em setembro de 2012 que seria credor de última instância e que utilizaria todos os instrumentos ao seu alcance para recuperar a estabilidade de preços. Medida esta, que não

obteve o impacto pretendido nos preços, visto que em setembro 2013 a taxa de inflação era de 1.1% (redução de 1.5%).

Entramos aqui no âmbito do segundo período de tipologias de MNC segundo Constâncio. A verdade é que até meados de 2012 o grande aumento da base monetária não foi o responsável pelo aumento da inflação, contrariamente ao expectável, já que existe uma enorme desconexão entre a base monetária e inflação. Apesar da base monetária entre 2007 e 2014 aumentar 120%, o problema da deflação permanece e não se verifica inflação como seria previsível (Constâncio, 2015).

Em 2013 o sentido da taxa de inflação manteve-se descendente (2% em Janeiro para 0.8% em Dezembro). Esta tendência foi refletida em parte pela descida dos preços dos produtos energéticos e alimentares devido à fraca conjuntura económica. De modo a assegurar a estabilidade de preços (aumentar a inflação) o BCE reduziu novamente as suas taxas diretoras. Devido às perspetivas no que respeitava à inflação, o BCE anunciou, a 4 Julho de 2013, manter as taxas de juro inalteradas (em 0.25%, 0.00% e 0.75% para operação principal de refinanciamento, facilidade permanente de depósito e facilidade permanente de cedência de liquidez, respetivamente) ou mesmo baixá-las mais se necessário (BCE, 2014b).

O ano de 2014 foi mais uma vez um ano em que a inflação passou para valores negativos e as expectativas caíram fortemente (BCE, 2015). No entanto este período apresentou uma considerável diferença relativamente a 2009 – a taxa de juro no seu limite mínimo. Com a taxa de juro já a atingir os zero por cento o BCE perdeu o seu principal instrumento para influenciar a inflação. Muitos acreditaram que a ZE tinha finalmente atingido a Armadilha de Liquidez.

Consequentemente o ano de 2014 foi caracterizado por ter aplicado um grande reforço nas medidas não convencionais de modo a colmatar esta lacuna nos mecanismos

de transmissão. Ainda assim, e não obstante tudo o que tem sido feito pelo BCE, este de facto não conseguiu inverter a situação uma vez que a inflação continua a baixar.

Um dos grandes problemas de períodos deflacionistas na zona euro, em particular o atual, acaba por ser a forte desigualdade verificada entre EM que acabará por ser intensificada. Inflação baixa para o norte significa, no mesmo período, deflação para o sul. Os países da periferia (como é o caso de Portugal) necessitam fortalecer a sua competitividade relativamente aos mais fortes, nomeadamente Alemanha. Já que não podem desvalorizar a moeda, os preços e salários deverão ser ligeiramente mais baixos que dos mais competitivos.

Como é possível concluir no gráfico 3 em Anexo, as constantes reduções nas taxas de juro, pouco efeito tiveram na taxa de inflação. O mesmo é possível concluir também relativamente às medidas adotadas na Zona Euro, fazendo uma contraposição entre o quadro 5 e o mesmo gráfico 3, ambos em anexo.

## **5. CONCLUSÕES**

Tudo aquilo que estava a ser encaminhado para uma Europa ascendente em termos de competitividade e importância global terminou no dia em que começou a Crise. A prosperidade que se ansiava encontrar com a criação da ZE, a coesão, a entejuda e a aliança económica e política entre os países, acabou por resultar num cenário bem diferente. Um cenário em que as divergências são imensuráveis e a solidariedade económica e política entre os países que necessitam de ajuda e aqueles que a poderiam fornecer não é para já visível. Um cenário em que a ZE se encontra dividida.

No seguimento do panorama descrito, dar-se-á resposta à questão central, fundamentando-a com as respostas aos três objetivos específicos e, discutindo em que medida as diversas hipóteses formuladas se terão verificado ou negado.

Relativamente ao objetivo específico (1) “*Compreender se a deflação é de facto um fenómeno a temer por qualquer economia e, se o deverá ser também, na Zona Euro no atual contexto da crise*”. Conclui-se através do capítulo da “História da Deflação”, que ao longo dos tempos a percepção de académicos e estudiosos em relação ao fenómeno da deflação tem sido pouco clara até ao período pós Crise de 29. A partir dessa data e com o surgimento do pensamento keynesiano a percepção mudou tornando-se essencialmente negativa. No entanto, parece haver concordância entre diversos autores relativamente às afirmações de Borio & Filardo (2004) quando se referem a uma diferenciação entre uma deflação “*good*”, “*bad*” e “*ugly*”. Significa isto, que nem todos os tipos de deflação são considerados prejudiciais para uma economia, dependendo esta em grande parte da sua origem que, por sua vez, é fortemente influenciada pela conjuntura de dado mercado em dada altura. Relativamente à ZE, foi possível concluir que de facto a deflação é prejudicial para os EM no seu atual contexto, em grande parte devido às grandes desigualdades entre os mesmos, já que inflação baixa para o norte significa no mesmo período deflação para o sul, revigorando as assimetrias. Daqui retira-se que a primeira proposição apenas se verifica parcialmente.

Relativamente ao objetivo específico (2) “*Entender se a Zona Euro, no contexto da crise, se encontra encurralada numa Armadilha de Liquidez*”. Conclui-se que, nas conceções definidas por Keynes, a zona euro poderia de facto encontrar-se numa Armadilha de Liquidez no sentido em que a taxa de juro é praticamente nula, juntamente com uma inflação próxima de zero (e deflação) que não se deixou influenciar pelos níveis extremos de taxa de juro, provocando uma lacuna na política monetária convencional no seguimento do seu primordial objetivo. No entanto, com a adoção das medidas não convencionais o BCE conseguiu em parte desviar-se dessa limitação, ainda que não na sua totalidade, visto que apenas alguns indicadores apresentam alguns sinais positivos,

mantendo-se os restantes, até à atualidade, fora do alcance completo das medidas. Daqui retira-se que também a segunda preposição se verifica apenas parcialmente.

Relativamente ao objetivo específico (3) “*Entender se terá havido consonância entre as medidas que foram tomadas na Zona Euro, como resposta à crise*”. Conclui-se que não tem havido consonância entre as medidas tomadas na ZE. Por um lado, o BCE tem injetado quantidades ilimitadas de liquidez no sistema bancário, promovendo uma política monetária expansionista. Por outro lado, a Comissão Europeia levou os EM com maiores défices a adotar uma postura fortemente, se não totalmente, virada para a redução dos seus défices públicos, através da chamada austeridade, adotando uma política monetária contracionista, e assim, pró cíclica. Daqui retira-se que a terceira preposição não se verifica.

Em forma de conclusão, e respondendo por fim à questão central da presente dissertação em que se pretendia compreender até que ponto o BCE conseguiu alcançar o seu primordial objetivo, num contexto de instabilidade de preços na ZE (existência de deflação ou com inflação quase nula), verifica-se que a resposta a esta questão é negativa. Isto é, apesar de todos os esforços que têm sido adotados, desde 2008 até à atual data, com exceção do período que se inicia no último trimestre de 2009, e termina em meados de 2011 (aproximadamente a 2º fase da crise), i.e., até serem visíveis os resultados das medidas de contenção de custos e redução de défices públicos, a inflação tem-se mantido em valores próximos de zero (ou deflacionários) apesar das taxas de juro diretas do BCE também elas já se encontrarem em campo nulo (e mesmo negativo). Também os restantes indicadores da ZE aqui analisados não apresentam melhorias consideráveis, à exceção do défice público.

O futuro da Zona Euro é neste momento incerto. Com perspetivas bastantes negativas, espera-se que as tendências atuais observem uma reviravolta e que esta fase, seja apenas isso, uma fase negra com fim próximo.

Relativamente às limitações, é de notar que ao fazer uma análise para a Zona Euro na sua totalidade, perde-se a noção de que grande parte dos EM se encontram bastante abaixo dos níveis que aqui são representados e que uma amostra de apenas, grosso modo, um país (Alemanha) faz a média subir para valores mais positivos. Isto demonstra que as evoluções aqui representadas não refletem de facto a Zona Euro, mas sim apenas uma mera média não representativa da realidade económica de facto vivida na mesma.

Dado que o presente trabalho incide sobre um período recente e ainda em aberto torna-se repleto de incertezas relativamente ao futuro, impedindo o atingir de conclusões que sejam livres de incertezas.

Seria interessante num estudo futuro aprofundar a questão da Armadilha da Liquidez adaptada ao caso da Zona Euro, assim como fazer uma análise de prospeção futura. Outra sugestão de estudos relativos à ZE e ao seu futuro incide sobre a União Bancária, já que num contexto como é o atual, cheio de dúvidas, extravagante e incomum, recheado de discrepâncias entre EM, a mesma pode ter vários desfechos, positivos como negativos.

### BIBLIOGRAFIA

- Abreu, M.; Ferreira, C.; Barata, L. & Escária, V. (2012). *Economia Monetária e Financeira*, 1ªEd. Lisboa: Escolar Editora.
- Bagus, P. (2015). *In Defense of Deflation*. Switzerland: Springer International Publishing.
- Banco Central Europeu. (2004). *A Política monetária do BCE*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004pt.pdf?a32d32ab2fbfbc05cd19ef775727bce](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004pt.pdf?a32d32ab2fbfbc05cd19ef775727bce) [Acesso em: 2015/8/20]
- Banco Central Europeu. (2009). *Relatório anual 2008*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008pt.pdf?e40019dd45e09dac0a8533f29b17a411](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008pt.pdf?e40019dd45e09dac0a8533f29b17a411) [Acesso em: 2015/8/23]
- Banco Central Europeu. (2010). *Relatório anual 2009*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009pt.pdf?cd47330804b050542779e8600b620eca](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009pt.pdf?cd47330804b050542779e8600b620eca) [Acesso em: 2015/8/23]
- Banco Central Europeu. (2011). *Relatório anual 2010*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010pt.pdf?5f218f59f9881104b4c2c2ddbf5a72b2](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010pt.pdf?5f218f59f9881104b4c2c2ddbf5a72b2) [Acesso em: 2015/8/23]
- Banco Central Europeu. (2013). *Relatório anual 2012*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu. [Em linha]. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012pt.pdf?86fde07faaa231ca3d166285387a6fcc> [Acesso em: 2015/8/24]
- Banco Central Europeu. (2014). Why has the ECB introduced a negative interest rate?. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html) [Acesso em: 2015/07/10]
- Banco Central Europeu. (2014a). Orientação (EU) 2015/510 do Banco Central Europeu. *Jornal Oficial da União Europeia*.
- Banco Central Europeu. (2014b). *Relatório anual 2013*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013pt.pdf?88a58014f56b820e25136169e4b8d639](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013pt.pdf?88a58014f56b820e25136169e4b8d639) [Acesso em: 2015/8/25]
- Banco Central Europeu. (2015). *Relatório anual 2014*. Frankfurt am Main: Publicações do Banco Central Europeu [Em linha]. Disponível em:

[www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014pt.pdf?893f9460e8068f6d98e5dfa782f3a2cf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014pt.pdf?893f9460e8068f6d98e5dfa782f3a2cf) [Acesso em: 2015/7/25]

Banco de Portugal. (2009). *Política Monetária*. [Em linha]. Disponível em: [www.bportugal.pt/PT-PT/POLITICAMONETARIA/Paginas/default.aspx](http://www.bportugal.pt/PT-PT/POLITICAMONETARIA/Paginas/default.aspx) [Acesso em: 2015/7/15]

Banco de Portugal. (2009a). *Taxas de Juro*. [Em linha]. Disponível em: [www.bportugal.pt/PT-PT/POLITICAMONETARIA/TAXASDEJURO/Paginas/TaxasdejurooficiaisdoEurosistema.aspx](http://www.bportugal.pt/PT-PT/POLITICAMONETARIA/TAXASDEJURO/Paginas/TaxasdejurooficiaisdoEurosistema.aspx) [Acesso em: 2015/7/15]

Banco de Portugal. (2013). *Operações de mercado aberto*. Boletim Oficial do banco de Portugal Eletrónico. [Em linha]. Disponível em: [www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/Banco/BoletimOficial/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/76/BO\\_Maio\\_2013.pdf](http://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/Banco/BoletimOficial/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/76/BO_Maio_2013.pdf) [Acesso em: 2015/6/12]

Becker, J. (2015). German Neo-Mercantilism: contradiction of a (non-)model. In: Unger, B., (Eds) *The German Model - Seen by its Neighbours*. SE Publishing, pp. 237-249.

Bernanke, B. S., Reinhart, V. R. & Sack, B. P. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Federal Reserve Board* (2004-48).

Bibow, J. (2015). The euro's savior? Assessing the ECV's crisis management performance and potential for crisis resolution. *Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung* (42).

Borio, C. & Disyatat, P. (2009). Unconventional Monetary Policies: an appraisal. *BIS Working Papers*. Monetary and Economic Department (292).

Borio, C. & Filardo, A. J. (2004). Looking back at the international deflation record. *North American Journal of Economics and Finance* (15), 287-311.

Carpenter, S., Demiralp, S. & Eisenschmidt, J. (2013). The effectiveness of the non-standard policy measures during the financial crises. The experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank. *Publicações do Banco Central Europeu* (1562).

Christiernin, P. N., [1971] 1761. *The Swedish bullionist controversy: P. N. Christiernin's Lectures on the high price of foreign exchange in Sweden*. Philadelphia: American Philosophical Society.

Constâncio, V. (2015). Monetary Policy challenges in the euro area. *The power of policy: solving problems and shaping the future*. Cambridge, 31 Janeiro 2015. Banco

Central Europeu. [Em linha]. Disponível em:  
[www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150131\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150131_1.en.html) [Acesso em: 2015/04/25]

Cour-Thimann, P. & Winkler, B. (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures - The role of institutional factors and financial structure. *Working Paper Series*. Banco Central Europeu (1528).

Draghi, M. (2012). Technical features of Outright Monetary Transactions. *ECB Press Conference*. Frankfurt am Main, 6 Setembro 2012. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html) [Acesso em: 2015/05/16]

Ferraz, A. (2014). *Macroeconomia: Teoria e Prática*

Gameiro, I. M. & Pinheiro, M. (1999). Algumas reflexões sobre armadilha de liquidez e condução da política monetária em ambiente de baixa inflação. Banco de Portugal, *Boletim Económico*. 33-41.

Gameiro, I. M., Soares, C. & Sousa, J. (2011). Política Monetária e Estabilidade Financeira: Um debate em aberto. Banco de Portugal, *Boletim Económico*, 17(1) 7-27.

Gerdesmeier, D. (2009). *A Estabilidade dos Preços é Importante Porque?*. Frankfurt am Main: Banco Central Europeu.

Gomes, O. (2012). *Macroeconomia: noções básicas. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa*.

Gontijo, C. (2014). The working mechanisms of the "gold standard": a critical view. *Economia e Sociedade*, 23(1).

González-Páramo, J. M. (2011). The ECB's monetary policy during the crisis. *Tenth Economic Policy Conference*. Málaga, 21 Outubro 2011. Banco Central Europeu. [Em linha]. Disponível em: [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html) [Acesso em: 2015/16/25]

Hall, P. A. (2015). The fate of the German Model. In: Unger, B., (Eds) *The German Model - Seen by its Neighbours*. SE Publishing, pp. 43-61.

Hassel, A. (2015). The German Model in Transition. In: Unger, B., (Eds) *The German Model - Seen by its Neighbours*. SE Publishing, pp. 105-133.

- Heckscher, E. F. (1936). Mercantilismo. *The Economic History Review*, 7(1) 44-54.
- Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. *STOR*, 5(2) 147-159.
- Hume, D., [1752] 1854. Of Money. Em: W. T. a. C. T. E. Adam Black, ed. The philosophical works of David Hume, including all the essays, and exhibiting the more important alterations and corrections in the successive editions published by the author. s.l.:Little, Brown and Company, pp. 309-323.
- Humphrey, T. M. (2004). Classical Deflation Theory. *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*. Volume 90/1.
- Keynes, J. M., [1923] 2000. A tract on monetary reform. New York: Prometheus Books.
- Keynes, J. M., [1931] 2011. The consequences to the banks of the collapse of money values. Em: In *Essays in persuasion*. Londres: R. & R. Clark, Limited, pp. 168-178.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Zurich.
- Koenig, E. F. (2011). An IS-LM Analysis of the Zero-Bound Problem. *Federal Reserve Bank of Dallas, Staff Papers* (13).
- Krugman, P. (1998). It's Baaack! Japan's Slump and the return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*. Massachusetts Institute of Technology.
- Krugman, P. (2009). Free to Lose. *New York Times*.
- Laidler, D. (1992). Deflation. In: Eatwell J., Milgate M., Newman P., (Eds) *The New Palgrave dictionary*. Nova Iorque: Macmillan Press.
- Meier, A. (2009). Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom. *IMF Working Paper*, European Department (163).
- Mendonça, A. (2012). As dimensões da crise económica e financeira atual: A economia global, a Europa e Portugal. In: Silva, R. J., Mendonça, A., Romão, A., Costa, S. F. (Eds) *Portugal, A Europa, e a Crise Económica e Financeira Internacional*. Lisboa 105-133.
- Mendonça, H. F. d. (2002). Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. *Revista de Economia Política*, (1/85) 22.

- Mises, L. V. (1924). *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*. München: Duncker und Humblot.
- Paternoster, D. (2015). Parlamento Europeu. [Em linha]. Disponível em: [www.europarl.europa.eu/atyourservice/pt/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_1.3.11.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/pt/displayFtu.html?ftuId=FTU_1.3.11.html) [Acesso em: 2015/23/06]
- Paula, L. F. d. (2006). Bancos e crédito: A abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. *Revista de Economia*, 32 (2) 81-93.
- Pinto, J. (2014). *Armadilha de Liquidez e o Quantitative Easing*. Coimbra: Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra.
- Rainha, D. M. (2013). *Política Monetária sob "Zero Lower Bound": O caso da Política de Comunicação do BCE*. Porto: Faculdade de Economia, Universidade do Porto.
- Santos, J., Pina, Á., Braga, J. & Aubyn, M. S. (2010). *Macroeconomia*. 3ª Ed. Lisboa: Escolar Editora.
- Scheller, H. K. (2006). Banca Central na UEM: Aspectos Jurídicos, Institucionais e Organizacionais. *O Banco Central Europeu - História, Papel e Funções*. Segunda Edição.
- Selgin, G. A. (1990). Monetary equilibrium and the productivity norm of price-level policy. *Cato journal*, 10 (1).
- Sicsú, J. & Mendonça, H. F. d. (2000). Deflação, Recessão e Recuperação Económica: um modelo keynesiano. *Revista Brasileira de Economia*, 54 (4) 473-492.
- Trichet, J.-C. (2009). *The ECB's enhanced credit support*. Munique: Banco Central Europeu.
- União Europeia. (2010). *Tratados Consolidados, Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia*. Bélgica: União Europeia.
- Unger, B. (2015). *The German Model - Seen by its Neighbours*. SE Publishing.
- Viner, J. (1937). *Studies in the Theory of International Trade*. *Library of Economics and Liberty*.
- Vines, D. & Temin, P. (2015). *Keynes, Uma teoria útil à economia mundial*. D. Quixote Editora.

Wheatley, J. (1816). *A Letter... on the distress of the country*. Londres: Printed for Ridgway and Sons.

Wicksell, K. (1898). *Geldzins und Güterpreise: Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*. Jena.

Wicksell, K. (1907). The Influence of the Rate of Interest on Prices. *Economic Journal*. Volume XVII 213-220.

**Bases de Dados:**

AMECO. ECB Statistical Data Warehouse. Frankfurt. [Em linha]. Disponível em: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm)

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

EUROSTAT. Statistics Database. Frankfurt. [Em linha]. Disponível em: <http://ec.europa.eu/eurostat>

EURIBOR-RATES. [Em linha]. Disponível em: <http://pt.euribor-rates.eu/>

ANEXOS

**Tabelas**

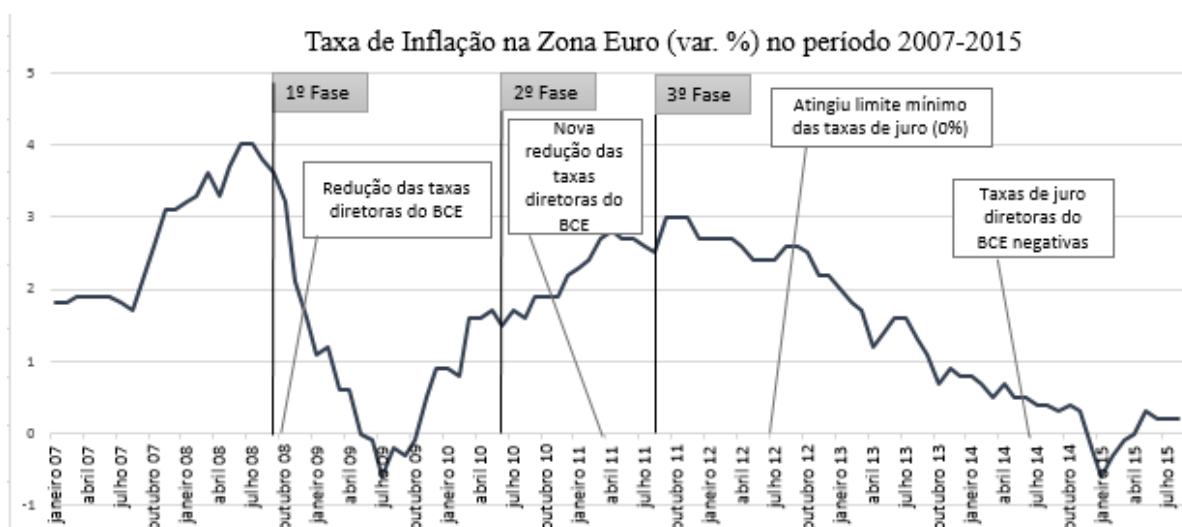
**Tabela 2: Taxas de juro diretoras do BCE em percentagem (2000-2014)**

Data	Facilidades Permanentes de Depósitos	Operações Principais de Refinanciamento de Taxa Fixa	Facilidades Permanentes de Cedência Marginal de Liquidez
2014	10 Set. -0.20	0.05	0.30
	11 Jun. -0.10	0.15	0.40
2013	13 Nov. 0.00	0.25	0.75
	8 Mai. 0.00	0.50	1.00
2012	11 Jul. 0.00	0.75	1.50
2011	14 Dez. 0.25	1.00	1.75
	9 Nov. 0.50	1.25	2.00
	13 Jul. 0.75	1.50	2.25
	13 Abr. 0.50	1.25	2.00
2009	13 Mai. 0.25	1.00	1.75
	8 Abr. 0.25	1.25	2.25
	11 Mar. 0.50	1.50	2.50
	21 Jan. 1.00	2.00	3.00
2008	10 Dez. 2.00	2.50	3.00
	12 Nov. 2.75	3.25	3.75
	15 Out. 3.25	3.75	4.25
	9 Out. 3.25	-	4.25
	8 Out. 2.75	-	4.75
	9 Jul. 3.25	-	5.25
2007	13 Jun. 3.00	-	5.00
	14 Mar. 2.75	-	4.75

Fonte: Estatísticas do BCE.

**Gráficos**

**Gráfico 3: Taxa de Inflação na Zona Euro no período 2007-2015, com representação das diferentes fases da crise e os momentos de destaque das taxas diretoras do BCE**



Fonte: *Elaboração Própria.*: Eurostat (Taxa de Inflação), Euribor-rates (Taxas de Juro)

## Quadros

**Quadro 1: Posição das diferentes teorias relativamente à deflação**

	Temem deflação de preços causada pelo crescimento	Temem deflação de preços causada pelo aumento da procura por moeda	Temem deflação de preços causada por uma contração do crédito
Teóricos da Armadilha de Liquidez	Sim	Sim	Sim
Teóricos de estabilidade do nível de preços	Sim	Sim	sim
Teóricos da deflação good-versus-bad (Borio, Filardo)	Não	Sim	sim
Teóricos da norma da Produtividade	Não	Sim	Sim
Mises	Não	Não	Sim

Fonte: *Elaboração própria*. Adaptado de Bagus (2015)

**Quadro 2: Operações de política monetária do Eurosistema**

Operações de Política Monetária	Tipos de Transações		Prazo	Frequência	Procedimento
	Cedência de Liquidez	Absorção de Liquidez			
Operações de Mercado Aberto					
Operações Principais de Refinanciamento	Op. Reversíveis	-	Uma Semana	Semanal	Leilão Normal
Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado	Op. Reversíveis	-	Três Meses	Mensal	Leilão Normal
Operações Ocasionais de Regularização	Op. Reversíveis/ Swaps Cambiais	Op. Reversíveis Constituição de depósitos a prazo fixo <i>Swaps Cambiais</i>	Não Normalizado	Não Regular	Leilão rápido Procedimentos bilaterais
	Compras Definitivas	Vendas Definitivas	-	Não Regular	Procedimentos bilaterais
Operações Estruturais	Op. Reversíveis	Emissão de certificados de dívida	Normalizado/Não Normalizado	Regular e Não Regular	Leilão Normal
	Compras Definitivas	Vendas Definitivas	-	Não Regular	Procedimentos bilaterais
Facilidades Permanentes					
Facilidade Permanente de Cedência de Liquidez	Op. Reversíveis	-	<i>Overnight</i>	Acesso por iniciativa das contrapartes	
Facilidade Permanente de Depósito	-	Depósitos	<i>Overnight</i>		
Reservas Mínimas Obrigatórias					

Fonte: *Elaboração Própria*. Adaptado de Scheller (2006).

### Quadro 3: Quadro explicativo das Operações de Mercado Aberto

- **Podem ser executadas sob a forma de:**

**Operações reversíveis** – O Banco de Portugal concede crédito com garantia de ativos elegíveis nas operações de cedência de liquidez e, vende ativos elegíveis nos acordos de recompra, no caso de operações de absorção de liquidez. Leilões normais, rápidos ou procedimentos bilaterais;

**Transações definitivas** – O Banco de Portugal compra ou vende no mercado, a título definitivo, ativos elegíveis. Procedimentos bilaterais;

**Emissão de certificados de dívida do BCE** – Os certificados de dívida do BCE são valores mobiliários escriturais emitidos pelo BCE;

**Swaps cambiais para fins de política monetária** – O Banco de Portugal compra (vende) à vista um dado montante de euros, contra uma moeda estrangeira (qualquer moeda com curso legal diferente do euro) e, simultaneamente, vende (compra) esse montante de euros contra a mesma moeda estrangeira, em uma data-valor futura previamente fixada. Leilões rápidos ou procedimentos bilaterais;

**Constituição de depósitos a prazo fixo** – Taxa de juro e prazo desses depósitos fixados na data da sua constituição. Leilões rápidos ou procedimentos bilaterais.

- **Distinguem-se, quanto ao prazo e à regularidade da sua realização, em quatro categorias:**

**Operações principais de refinanciamento (MRO – *Main Refinancing Operations*)** – Operações de cedência de liquidez do BCE para as instituições financeiras. Geralmente com prazo de uma semana e contra garantidas por colaterais do mesmo valor. Dois tipos de taxas: variável ou fixa;

**Operações de refinanciamento de prazo alargado (LTROs – *Long Term Refinancing Operations*)** – Proporcionam financiamento complementar de longo prazo aos bancos;

**Operações ocasionais de regularização (FTOs – *Fine-Tuning Operations*)** – Pretendem orientar as taxas de juro do mercado monetário e liquidez. Podem ser de absorção ou de cedência de liquidez;

**Operações estruturais** – Pretendem melhorar a posição estrutural face ao setor financeiro. Podem ser de absorção ou cedência de liquidez.

Fonte: *Elaboração própria*. Baseado no Boletim Oficial do Banco de Portugal (Janeiro de 2013).

**Quadro 4: Definição de agregados monetários da área euro**

Passivo	M1	M2	M3
Circulação monetária	X	X	X
Depósitos à ordem	X	X	X
Depósitos a prazo até dois anos		X	X
Depósitos com pré-aviso até três meses		X	X
Acordos de recompra			X
Ações/unidades de participação em fundos do mercado monetário			X
Títulos de dívida com prazo até dois anos			X

Fonte: BCE (2015a).

**Quadro 5: Quadro das principais tomadas pelo BCE entre 2007-2015**

Data	Montante	Medida
9 Agosto 2007	€95 mil milhões	Operação de cedência de liquidez com colocação total
12 Setembro 2007	€75 mil milhões	Operações de refinanciamento de prazo alargado
23 Novembro 2007	€60 mil milhões	Operações de refinanciamento de prazo alargado
12 Dezembro 2007	€60 mil milhões	Operações de refinanciamento de prazo alargado
21 Fevereiro 2008	€60 mil milhões	Operações de Refinanciamento de prazo alargado a taxa variável
13 Março 2008	€60 mil milhões	Operações de Refinanciamento de prazo alargado a taxa variável
27 Março 2008	-	Implementação de operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 6 meses
3 Abril 2008	€25 mil milhões	Operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 meses
9 Julho 2008	€25 mil milhões	Operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 6 meses
6 Outubro 2008	-	Implementação de operações ocasionais de regularização
9 Outubro 2008	€50 mil milhões	Operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 6 meses
13 Outubro 2008	Ilimitado	Provisão de liquidez em moeda estrangeira (US dollar)
15 Outubro 2008	Ilimitado	Cedência ilimitada de liquidez por via de leilões de taxa fixa com colocação total
13 Novembro 2008	€50 mil milhões	Operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 meses
11 Dezembro 2008	€50 mil milhões	Operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 meses
2009	-	Alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia
Março 2009	-	Todas as operações de refinanciamento de longo prazo passam a ser com colocação total a taxa fixa
7 Maio 2009	-	Cedência de liquidez através de operações principais de refinanciamento de maturidade de 1 ano a taxa fixa com colocação total
Julho 2009	€60 mil milhões	Programa de Compra de Obrigações sobre o Setor Público e Hipotecárias ( <i>Covered Bond Programme - CBPP1</i> )
20 Novembro 2009	-	Alteração dos requisitos de classificação para Aquisições de instrumentos de dívida titulados ( <i>Asset-Backed Securities - ABS</i> )

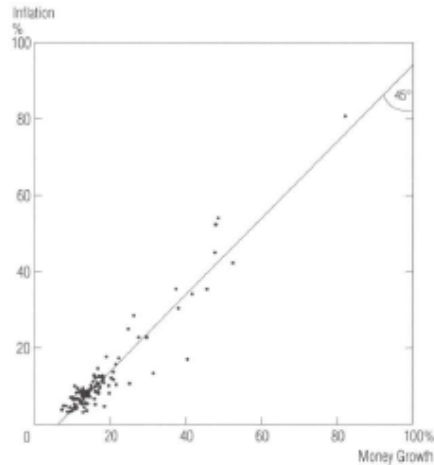
ENYA MARIA DIRR  
O FENÓMENO DA DEFLAÇÃO NA ZONA EURO E A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DO BANCO  
CENTRAL EUROPEU

(Continuação)		
10 Maio 2010	€220 mil milhões (até 2012)	Implementação das <i>Security Market Programmes</i> (SPM)
10 Junho 2010	-	Implementação de operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 meses com colocação total
Abril 2011	-	<b>Entrada da Troika em Portugal</b>
Novembro 2011	€40 mil milhões	<i>Covered Bond Programme</i> (CBPP2)
8 Dezembro 2011	-	Alargamento da lista de ativos como colateral
22 Dezembro 2011	€96,7 mil milhões	1ª Operação de refinanciamento de longo prazo com maturidade de 3 anos
20 Dezembro 2011	-	Operação ocasionais de regularização <i>overnight</i>
18 Janeiro 2012	Libertou €100 mil milhões	Redução do rácio de reservas mínimas (2% → 1%)
28 Fevereiro 2012	-	Operação ocasionais de regularização <i>overnight</i>
1 Março 2012	€96,7 mil milhões	2ª Operação de refinanciamento de longo prazo com maturidade de 3 anos
6 Junho 2012	Ilimitado	Prolongamento das operações principais de refinanciamento (MRO)
6 Junho 2012	-	Prolongamento operação principal de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 meses e colocação total
22 Junho 2012	-	Alteração dos requisitos de classificação para Asset-Backed Securities
6 Setembro 2012	-	Anúncio de Mario Draghi: "Credor de último recurso" no mercado de obrigações de dívida pública
6 Setembro 2012	-	Término das <i>Security Market Programmes</i> (SMP) - programa dos mercados de títulos de dívida
6 Setembro 2012	-	Transações Monetárias definitivas ( <i>Outright Monetary Transactions</i> - OMT)
6 Setembro 2012	-	Alargamento da lista de ativos elegíveis como garantia
2013	-	Prolongamento operação principal de refinanciamento através de leilões de taxa fixa com colocação total
5 Junho 2014 (até Setembro 2018)	-	Implementação de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA Direcionadas) para o setor privado
18 Setembro 2014	€82,6 mil milhões	Operações de refinanciamento de prazo alargado (LTRO) (1ª de 8)
20 Outubro 2014	-	Programa de Aquisição de Obrigações Cobertas ( <i>Covered Bond Programme</i> - CBPP3)
21 Novembro 2014	-	Programa de aquisição de instrumentos de dívida titularizados ( <i>Asset-Backed Securities Purchase Programme</i> - ABSPP)
11 Dezembro 2014	-	Operações de refinanciamento de prazo alargado (LTRO) (2ª de 8)
22 Janeiro 2015	€60 mil milhões/mês	Anúncio de programa alargado de aquisição de ativos: <i>Quantitative Easing</i> (ABSPP + CBPP3 + PSPP)
9 Março 2015	-	<i>Public Sector Purchase Programme</i> (PSPP)

Fonte: *Elaboração Própria*. Baseado nos anúncios publicados no *website* do Banco Central Europeu desde 2007.

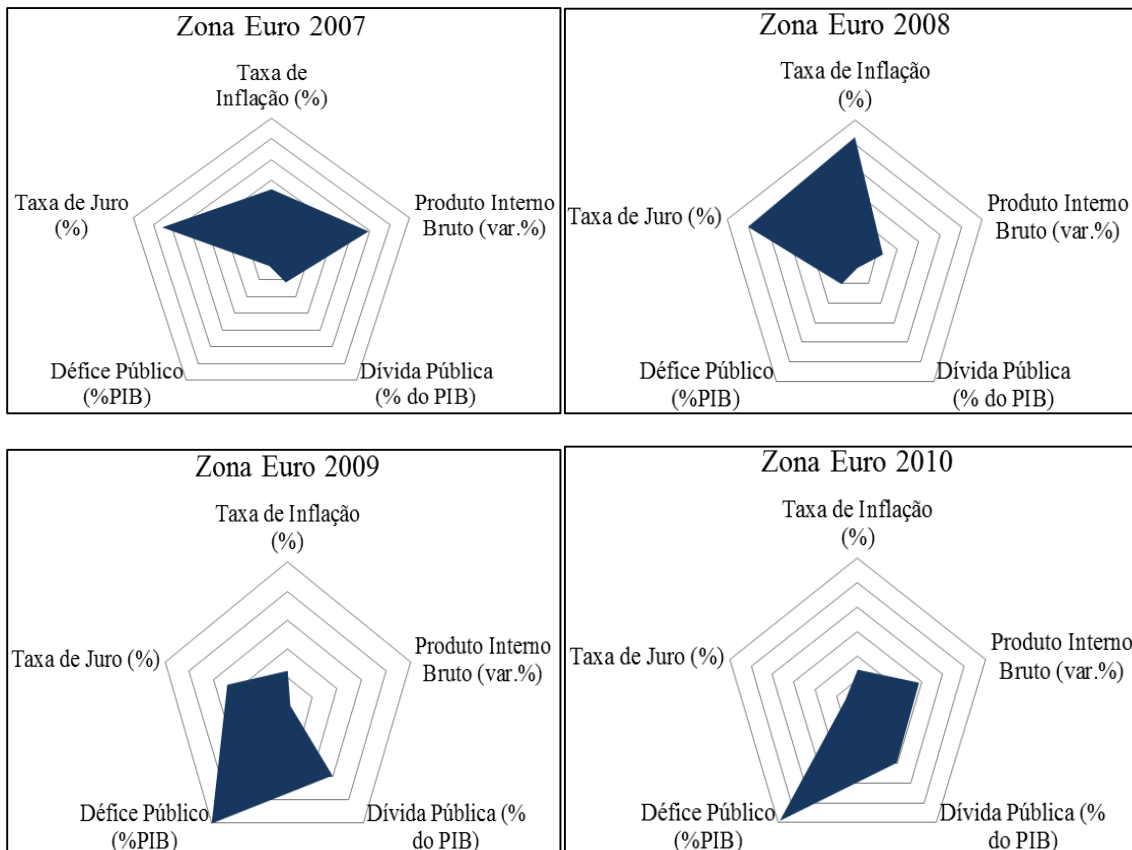
## Figuras

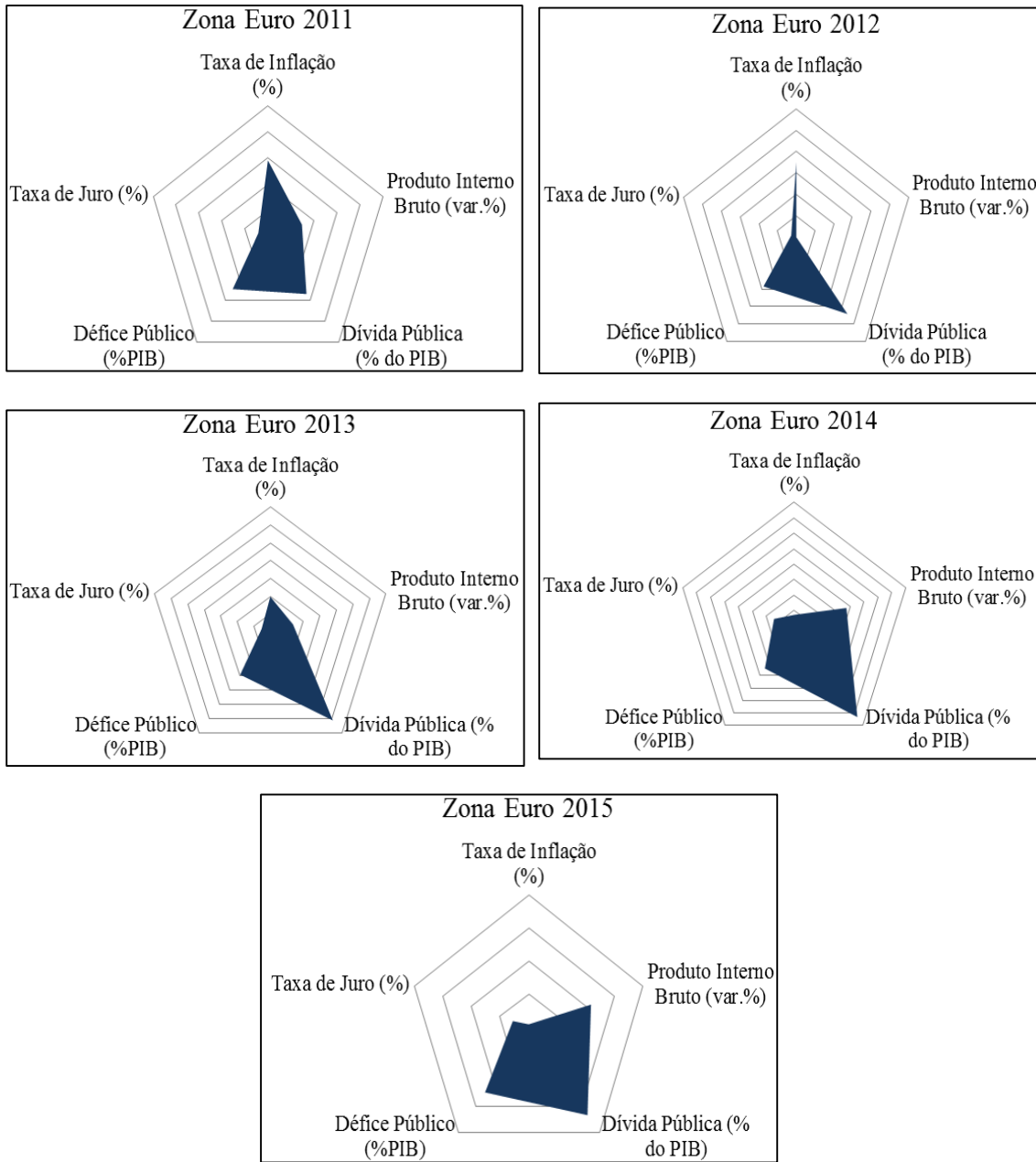
**Figura 2: Relação entre aumento da quantidade de moeda e inflação: “A High, Positive Correlation”.**  
Taxas médias anuais de crescimento do M2 e dos preços no consumidor de 1960 a 1990 em 110 países.



Fonte: McCandless e Weber (1995).

**Figura 3: Variações observáveis na Zona Euro relativamente aos indicadores de Taxa de Inflação, Taxa de Juro, Produto Interno Bruto, Dívida Pública e Déficit Público a partir de gráficos em radar 2007-2015**





Fonte: *Elaboração Própria.*