

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

A Estabilidade Monetária e a Função da Moeda Reserva de Valor

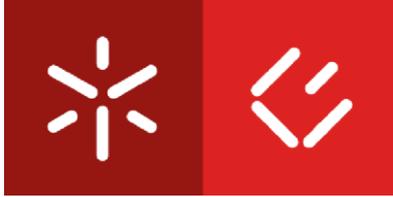
Sara Sofia Alves Ferreira Soutelo

A Estabilidade Monetária e a Função da
Moeda Reserva de Valor

Sara Sofia Alves Ferreira Soutelo

UMinho | 2020

Dezembro de 2020



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Sara Sofia Alves Ferreira Soutelo

A Estabilidade Monetária e a Função da Moeda Reserva de Valor

Dissertação de Mestrado em Economia
Monetária, Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação da
**Professora Doutora Ermelinda Amélia Veloso da
Costa Lopes Fernandes da Silva**

Dezembro de 2020

Direitos de Autor e Condições de Utilização do Trabalho por Terceiros

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.



Atribuição-NãoComercial-Compartilhalgual

CC BY-NC-SA

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Agradecimentos

Chegada a etapa final destes dois anos que foram bastante árduos, mas também gratificantes, só me resta deixar um pequeno texto para todos aqueles que estiveram do meu lado e me apoiaram nesta fase tão importante da minha formação académica na Universidade do Minho.

Primeiramente, quero agradecer à minha orientadora, professora Ermelinda Lopes, por toda a disponibilidade que me transmitiu, nomeadamente através de reuniões ou via e-mail, nas demais dúvidas que surgiram durante o trabalho e por toda a paciência nas leituras constantes de partes do trabalho enviadas para eventuais melhorias. Para além de minha orientadora, foi também minha professora de Tópicos de Economia Monetária, o que veio facilitar em muitos aspetos o desenvolvimento desta dissertação, pois devido a todos os conhecimentos transmitidos por ela, consegui abordar determinados assuntos mais facilmente. Ainda assim, não posso deixar passar ao lado o facto de ter aceite ser minha orientadora, pois se tal não tivesse acontecido não estaria a desenvolver um tema interessante, até porque de todas as cadeiras que fiz no primeiro ano do mestrado a que mais me chamou a atenção foi Tópicos de Economia Monetária.

Em segundo lugar, reservando um agradecimento especial, agradeço à minha família por toda a coragem e auxílio, pois sem eles a evolução deste trabalho tornar-se-ia bem mais difícil. Aos meus pais, quero apenas dizer que me orgulho imenso por serem pessoas bastante motivadoras e interessadas, que nunca pensei que me pudessem vir a ajudar a perceber melhor certos assuntos da minha tese. Por serem os melhores pais do mundo, tornei-me a pessoa que sou hoje, trabalhadora, ambiciosa, aplicada, (..) e por isso, muito obrigada!

Finalmente, resta-me agradecer a todos os meus amigos que encontrei durante esta passagem, por todos os momentos vividos, quer fosse alegria, tristeza, euforia ou até mesmo o stresse que passávamos juntos na hora dos exames.

Aos meus amigos mais próximos, aqueles que estiveram sempre ao meu lado durante todos estes anos, agradeço pelo vosso companheirismo, pela vossa amizade verdadeira, pelas conversas longas, e pelas saídas que me permitiam fugir à rotina. Devo dizer também que não foi fácil viver com a pandemia do COVID-19 em simultâneo com um trabalho na linha da frente, daí que o papel deles tenha sido fulcral, sendo que muitas vezes me salvaram desses momentos tão difíceis.

A todos vocês, muito obrigado!

Declaração de Integridade

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.

Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

Resumo

A moeda é um ativo fundamental na dinamização da atividade económica, é um bem intermediário nas transações de bens e serviços, tendo como principais características a aceitação generalizada e a liquidez máxima. No entanto, a inflação tem a capacidade de deteriorar o seu valor no futuro, questionando a sua função reserva de valor.

O objetivo desta dissertação é analisar a estabilidade monetária, bem como fazer uma análise da função da moeda reserva de valor. Na análise empírica a taxa de inflação é a variável a explicar, e a taxa de juro dos depósitos a prazo, a taxa de juro do crédito à habitação (Euribor a 6 meses), e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos são as variáveis explicativas.

Os resultados obtidos neste estudo empírico, confirmam a existência de uma correlação positiva moderada e não significativa entre a taxa de inflação e a taxa de juro dos depósitos a prazo, e uma correlação positiva baixa e moderada, mas não significativa entre a taxa de inflação e as variáveis taxa Euribor a 6 meses e taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos.

Com base nesta análise, conclui-se que a função da moeda reserva de valor para as duas economias não foi posta em causa, dada a estabilidade encontrada entre a taxa de inflação e a taxa de juro de remuneração dos depósitos a prazo, registando uma correlação positiva moderada.

Palavras-Chave: Depósitos a Prazo, Moeda, Reserva, Taxa de Inflação, Taxa de Juro

Abstract

Money is a fundamental asset in the dynamisation of the economic activity, it is an intermediary good in the transactions of goods and services, having as main characteristics the general acceptance and the maximum liquidity. However, inflation has the capacity to deteriorate its value in the future, questioning its value reserve function.

The aim of this dissertation is to analyse monetary stability, as well as to make an analysis of the function of the value reserve currency. In the empirical analysis the inflation rate is the variable to explain, and the interest rate on term deposits, the interest rate on housing loans (6-month Euribor), and the 10-year government bond yield are the explanatory variables.

The results obtained in this empirical study confirm the existence of a moderate and not significant positive correlation between the inflation rate and the interest rate on term deposits, and a low and moderate but not significant positive correlation between the inflation rate and the variables 6-month Euribor and 10-year government bond yields.

Based on this analysis, it can be concluded that the function of the monetary reserve of value for the two economies has not been questioned, given the stability found between the inflation rate and the interest rate on term deposits, with a moderate positive correlation.

Key Words: Currency, Inflation, Interest Rate, Reserve, Term Deposits

Índice Geral

Direitos de Autor e Condições de Utilização do Trabalho por Terceiros.....	i
Agradecimentos.....	ii
Declaração de Integridade	iii
Resumo.....	iv
Abstract.....	v
Índice Geral.....	vi
Relações de Tabelas e Figuras	ix
Lista de Tabelas.....	ix
Lista de Figuras	ix
Lista de Gráficos	x
Lista de Abreviaturas.....	xi
Introdução.....	1
Capítulo I: Evolução da Moeda e Suas Funções.....	4
1. Evolução da Moeda	5
1.1. Moeda Escritural.....	6
1.2. Moeda Eletrónica.....	6
1.3. Meios de Pagamento e Inovação Tecnológica.....	7
2. A Moeda e Suas Funções	8
2.1. Unidade de Conta e Meio de Pagamento.....	8
2.2. Reserva de Valor.....	9
2.3. Moeda e Outros Ativos.....	9
3. A Inflação	11
3.1. A Instabilidade de Preços em Portugal: 1961-2020	12
3.2. A Inflação e a Taxa de juro.....	14
Capítulo II: A Estabilidade da Inflação, Taxa de Juro e Contas Públicas	17
1. Estabilidade Monetária: O Controlo da Inflação.....	18
1.1. Causas da Inflação	19
1.2. Fenómenos de Hiperinflação e Objetivo do Banco Central	20
1.3. Evolução da Taxa de Inflação em Contexto da Zona Euro.....	21
2. A Taxa de Juro	22
2.1. Taxa de Juro Real	22

2.2. Equação de Fisher	23
3. Contas Públicas: Défice e Dívida	24
3.1. Défice Orçamental para Portugal e Média Zona Euro	25
3.2. Dívida Pública para Portugal e Média Zona Euro.....	26
4. Inflação e Taxa de Juro: Outras Economias	27
4.1. Taxa de Juro da Argentina.....	28
4.2. Taxa de Juro do Brasil	29
4.3. Taxa de Juro do México	30
4.4. Evolução da Taxa de Juro Real.....	30
4.4.1. Brasil, Argentina e México.....	30
4.4.2. Portugal e Espanha.....	31
5. Síntese dos Contributos Teóricos	33
5.1. Principais Problemáticas Relacionadas com a Inflação, Taxa de Juro e Contas Públicas	34
5.1.1. Problemática da Taxa de Inflação.....	34
5.1.2. Problemática da Taxa de Juro	34
5.1.3. Problemática das Contas Públicas	35
5.2. Convergências Sobre esta Temática.....	35
Capítulo III: Metodologia	36
1. Objetivo do Estudo.....	37
2. Modelo econométrico	37
2.1. Variável a Explicar: Inflação.....	38
2.2. Variáveis Explicativas: Taxa de Juro dos Depósitos a Prazo, Taxa Euribor a 6 meses e Taxa de Rendibilidade das Obrigações dos Tesouro a 10 anos.....	39
3. Bases de Dados e Período de Análise	39
Capítulo IV: Estudo Empírico.....	41
1. Análise da Evolução das Variáveis do Modelo	42
1.1. Taxa de Inflação	42
1.2. Taxa de juro dos Depósitos a Prazo.....	44
1.3. Taxa de Juro do Crédito à Habitação (Euribor a 6 meses).....	47
1.4. Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos	49
2. Resultados do Modelo Econométrico.....	53
2.1. Leitura dos Principais Resultados.....	56
2.1.1. Análise Global.....	56
2.1.2. Portugal.....	57

2.1.3. Espanha	57
2.2. Conclusões Gerais	58
Referências Bibliográficas	64

Relações de Tabelas e Figuras

Lista de Tabelas

Tabela 1: Síntese dos Contributos Teóricos - Taxa de Inflação	33
Tabela 2: Síntese dos Contributos Teóricos - Taxa de Juro.....	33
Tabela 3: Síntese dos Contributos Teóricos - Contas Públicas: Défice e Dívida Pública	34
Tabela 4: Resultados da Estatística Descritiva	53
Tabela 5: Teste de Normalidade referente à Variável Taxa de Inflação (A) e à Variável Taxa de Juro dos Depósitos a Prazo (B)	54
Tabela 6: Resultados da Correlação de Spearman.....	56
Tabela 7: Resultados da Correlação de Spearman para Portugal	57
Tabela 8: Resultados da Correlação de Spearman para Espanha.....	57

Lista de Figuras

Figura 1: Portugal- Taxa de Inflação ¹	12
Figura 2: Portugal- Contributos para a Variação do Deflator do Consumo.....	14
Figura 3: Taxa de Crescimento Real do PIB.....	16
Figura 4: Taxa de Inflação na Zona Euro: 1999-2009.	21
Figura 5: Défice Orçamental em % do PIB em Portugal: 1995-2019.	25
Figura 6: Défice Orçamental em % do PIB para a Média da Zona Euro: 1995 e 2019.....	26
Figura 7: Dívida Pública em % do PIB em Portugal: 1995-2019.	27
Figura 8: Dívida Pública em % do PIB para a Média da Zona Euro: 1995 e 2019.	27
Figura 9: Evolução da Taxa de Juro Real para Portugal.....	32
Figura 10: Evolução da Taxa de Juro Real para Espanha.	32

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Taxa de Juro Real de Curto Prazo- Portugal.	14
Gráfico 2: Taxa de Câmbio Efetiva Nominal e Real.	15
Gráfico 3: Taxa de Juro Nominal e Taxa de Inflação para a Argentina.	29
Gráfico 4: Taxa de Juro Nominal e Taxa de Inflação para o Brasil.	29
Gráfico 5: Taxa de Juro Nominal e Taxa de Inflação para o México.	30
Gráfico 6: Evolução da Taxa de Juro Real para o Brasil, Argentina e México.	31
Gráfico 7: Evolução da Taxa de Inflação em Portugal (IPC).	43
Gráfico 8: Evolução da Taxa de Inflação em Espanha (IPC).	44
Gráfico 9: Evolução dos Depósitos a Prazo em Portugal.	46
Gráfico 10: Evolução dos Depósitos a Prazo em Portugal.	46
Gráfico 11: Evolução da Taxa Euribor a 6 meses em Portugal.	48
Gráfico 12: Evolução da Taxa Euribor a 6 meses em Espanha.	49
Gráfico 13: Evolução da Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos em Portugal....	51
Gráfico 14: Evolução da Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos em Espanha...	52

Lista de Abreviaturas

BCE	BANCO CENTRAL EUROPEU
BE	BANCO DE ESPANHA
BP	BANCO DE PORTUGAL
DO	DEPÓSITOS À ORDEM
DP	DEPÓSITOS A PRAZO
EURIBOR	EURO INTERBANK OFFERED RATE
FMI	FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL
IFS	INTERNACIONAL FINANCIAL STATISTICS
IHPC	ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
INE	INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA
MEU	ECONOMIC AND MONETARY UNION
PIB	PRODUTO INTERNO BRUTO
PORDATA	BASE DE DADOS PORTUGAL CONTEMPORÂNEO
SME	SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU
EU	UNIÃO EUROPEIA

Introdução

Tendo em conta o reconhecimento dos benefícios da estabilidade de preços, é essencial analisar a sua relevância, assim como, perceber como é que a manutenção de preços estáveis pode contribuir para os objetivos económicos gerais da Economia. Os benefícios da estabilidade de preços resultam da moeda e as suas funções, tema a ser tratado na presente dissertação.

A moeda é um bem que faz parte dos ativos financeiros, com liquidez máxima, a qual possui capacidade para realizar transações em bens e serviços. Serve para efetuar também transações monetárias e financeiras, apesar de não ser universal, pois só é aceite na região onde circula.

A moeda é um ativo com liquidez máxima, no entanto, a inflação pode desvalorizar o seu valor pondo em causa a sua função reserva de valor. Daí o objetivo deste trabalho seja perceber de que forma a função da moeda reserva de valor é posta em causa com alterações na estabilidade monetária provocadas pela taxa de juro dos depósitos a prazo, taxa de juro do crédito à habitação (taxa Euribor a 6 meses) e pela taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos.

Para sustentar a teoria abordada na dissertação são analisados alguns contributos nos variados assuntos. No que diz respeito ao tema da taxa de inflação, são destacados os autores Gerdesmeier (2009) e Micossi (2015) pelas suas distintas perspetivas, pois Gerdesmeier (2009) foca-se no lado real da economia, já Micossi (2015) aponta a inflação como uma opção da política monetária do BCE. Em relação ao tópico da taxa de juro, são destacados os contributos de Lopes (2010) e Caiado (1997). Ambos apontam a taxa de juro como uma estratégia da política monetária do BCE, ainda assim Lopes (2010) reforça a taxa de juro como relevante para o lado real da economia. Por fim, no que toca aos principais contributos sobre o Défice e a Dívida Pública, são destacados os autores Silva (2010) e Pereira (2016). Estes autores têm perspetivas idênticas, uma vez que afirmam a necessidade de existir um equilíbrio entre as contas públicas e a dívida, de forma a alcançar um valor certo para o défice.

Relativamente á estrutura da presente dissertação, está dividida em quatro capítulos: o primeiro capítulo, onde é feita a revisão de literatura relativamente à evolução da moeda e suas funções. O segundo capítulo descreve a estabilidade da inflação, da taxa de juro e das contas públicas. O terceiro capítulo apresenta a metodologia e o quarto capítulo o estudo empírico.

O capítulo I está dividido em três partes. Numa primeira secção é feita uma breve síntese da evolução dos tipos de moeda passando por uma descrição dos sistemas de pagamento na inovação tecnológica. Relativamente à segunda secção, são abordadas as funções unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor, terminando com uma breve comparação entre a moeda e outros ativos financeiros. Finalmente, na última secção, é abordada a inflação enquanto garantia do poder de compra

da moeda. Apesar da moeda ser um ativo com liquidez máxima, a inflação pode deteriorar o seu valor no futuro, pondo em causa a sua função reserva de valor.

No capítulo II, é abordada a importância da estabilidade monetária através do controlo da inflação. É referido o principal objetivo da estabilidade de preços, como os principais influenciadores da estabilidade monetária. A inflação e a taxa de juro, bem como o défice e a dívida, onde são identificados alguns dos contributos teóricos.

Do capítulo III faz parte a metodologia, onde constam os principais objetivos do presente estudo, sendo que um dos objetivos com este trabalho é também analisar a taxa de inflação em Portugal e Espanha ao longo dos últimos anos, nomeadamente de 2010 a 2018. É apresentado um modelo econométrico com a taxa de inflação como variável a explicar e a taxa de juro dos depósitos a prazo, a taxa Euribor a 6 meses e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos como variáveis explicativas.

Finalmente, no capítulo IV, apresenta-se o estudo empírico, onde se analisa a interdependência entre cada uma das variáveis explicativas e a variável a explicar. De referir ainda que é apresentada uma secção relativa à análise dos resultados para ambos os países. A análise de todas as variáveis foram obtidas através do Banco de Portugal (BP), Banco de Espanha (BE), PORDATA (Base de Dados Portugal Contemporâneo), e Instituto Nacional de Estatística (INE). Para a leitura dos resultados recorreu-se ao software IBM SPSS Statistics 25.

Considerando a correlação entre a taxa de juro de remuneração dos depósitos e a taxa de inflação, como sendo positiva, mas moderada, então a taxa de juro real não varia significativamente o que permite concluir que a função da moeda reserva de valor não é posta em causa. Tudo o que pressiona fortemente a inflação é fator de instabilidade monetária, logo põe em causa a função da moeda reserva de valor.

Visto que a taxa de inflação não apresentou correlações altas com as variáveis explicativas e não foi afetada negativamente por elas, então a taxa de juro real também não foi afetada. Se a taxa de juro real não foi afetada, a moeda tem cumprido a sua função reserva de valor.

Capítulo I: Evolução da Moeda e Suas Funções

Neste capítulo é abordado o tema escolhido para a revisão de literatura da presente dissertação de mestrado.

Está, portanto, dividido em três partes, em que, primeiramente, será feita uma breve análise à evolução dos tipos de moeda, desde a moeda mercadoria à moeda eletrónica, passando para uma análise mais detalhada da moeda escritural e eletrónica. Para concluir, é feita uma relação dos sistemas de pagamento com a inovação tecnológica.

Numa segunda parte, são apresentadas as principais funções da moeda, onde inicialmente é feita uma introdução geral do conceito de moeda e seguidamente são descritas as funções unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. Esta parte é finalizada com uma breve comparação entre a moeda e outros ativos financeiros.

Finalmente, na terceira parte, é abordada com maior ênfase a inflação, passando por uma grande análise temporal da instabilidade da taxa de inflação em Portugal, e por fim é analisada o impacto dessa instabilidade na taxa de juro.

1. Evolução da Moeda

A natureza da moeda tem evoluído ao longo do tempo. Deste modo, o primeiro tipo de moeda utilizado foi a moeda-mercadoria, ou seja, um objeto feito de um material com um certo valor intrínseco, como por exemplo, azeite, gado, vinho, sal, metais preciosos, etc. Contudo, este tipo de moeda tinha como desvantagem a sua dificuldade de transporte e de realizar troco. Posteriormente, surgiu o papel-moeda, onde eram incluídas as notas e moedas fiduciárias. Apesar de ser um tipo de moeda com maior facilidade em transportar e transacionar, esse mesmo transporte nomeadamente de valores elevados tornava-se dispendioso. Mais tarde, surgiu a moeda escritural, isto é, os cheques. Estes permitiam reduzir o custo do transporte, no entanto, era necessário um determinado tempo para que o valor do cheque ficasse disponível, assim como existiam alguns custos associados ao seu processamento. Atualmente, existe também a moeda sem uma representação física, onde o dinheiro está presente numa conta bancária sob a forma de um registo informático. A moeda eletrónica, consiste, portanto, num valor monetário que está registado num cartão de débito e crédito. Apesar deste rápido resultado da inovação financeira, o pagamento em numerário continua a ser muito popular (Soutelo, 2019).

1.1. Moeda Escritural

Portanto, como foi dito anteriormente, e de acordo com Barata (2005), a moeda escritural é aquela que existe sob a forma de conta bancária movimentável à vista, normalmente através de cheque. Esta moeda iniciou o seu desenvolvimento através do Banco de Inglaterra a partir de 1798, e começou a conceder créditos à indústria com montantes bastantes superiores aos depósitos de notas. Neste sentido a sua origem decorre, numa primeira fase, do depósito bancário de notas.

Este avanço de técnica monetária foi fulcral para o desenvolvimento da Inglaterra naquela época. Já nos finais do século XIX, o uso da moeda escritural encontrava-se reconhecido por toda a parte, sendo uma das razões a restrição à emissão de notas, que deveria respeitar uma certa proporção.

1.2. Moeda Eletrónica

Nos dias de hoje, a tecnologia revoluciona os meios de pagamento no mundo inteiro. As economias estão a passar dos meios de pagamento realizados com papel-moeda e até mesmo com cheques, para formas eletrónicas. Isto deve-se ao custo das transações, uma vez que, utilizar meios eletrónicos custa o equivalente a um terço de uma operação que utiliza papel.

Atualmente, os consumidores já podem liquidar as suas operações comerciais utilizando os seus telemóveis.

A moeda eletrónica implica custos menores de transação, o que determina grande parte da estrutura de uma economia. Toda essa estrutura de pagamento via cartão foi viabilizada com a expansão dos terminais eletrónicos no comércio e da rede bancária, difundindo a moeda eletrónica.

O avanço do dinheiro virtual trará maior eficiência para o sistema de pagamentos e terá impacto na atividade produtiva, algo que será devidamente abordado no tópico seguinte (Cintra).

1.3. Meios de Pagamento e Inovação Tecnológica

De acordo com Abreu et al. (2018) os meios de pagamento ou sistema de pagamentos é o conjunto de disposições e acordos que permitem aos indivíduos trocar mercadorias, serviços e ativos. As funções da moeda podem ser mais facilmente compreendidas ao longo do tempo observando a evolução dos sistemas de pagamento.

No que diz respeito à função da moeda como meio de pagamento, o desenvolvimento dos sistemas de pagamento veio permitir identificar as diversas formas monetárias que foram aprovando, ao longo destes anos, as transações económicas. O surgimento da moeda pôs fim às trocas diretas de mercadorias, tornando assim um marco importante para o crescimento económico. Para além desta fase essencial do desenvolvimento das formas monetárias, é de salientar a moeda eletrónica.

A moeda eletrónica define-se como um valor monetário, representado por um crédito sobre o emitente, e que seja, simultaneamente: i) armazenado num suporte eletrónico (cartão, computador ou internet), ii) emitido contra a receção de fundos de um valor não inferior ao valor monetário emitido e iii) aceite como meio de pagamento por outras empresas que não a emitente (Abreu et al. 2018). Ainda de acordo com este autor, esta moeda existe essencialmente de três formas: a) Moeda eletrónica num ambiente virtual, ou seja, transfere fundos para uma conta online que posteriormente pode ser movimentada por exemplo, através da página do banco na internet; b) Moeda eletrónica num ambiente de venda a retalho, onde estão incluídos os cartões porta-moedas, que têm a forma de um cartão de plástico com um micro processador integrado, e também o dinheiro digital onde basicamente as pessoas usam programas específicos a que normalmente se chamam aplicações, em que existe a transferência de fundos para um lugar da responsabilidade do emitente que permite a compra online de bens e serviços.

Por fim, a inovação tecnológica permite atualizar constantemente os meios de pagamento. À medida que os sistemas de pagamento se vão desenvolvendo, a necessidade de deter moedas e notas em nossa posse vai-se alterando.

2. A Moeda e Suas Funções

Como já foi relatado na introdução desta dissertação, a moeda é um bem geralmente aceite como pagamento de bens e serviços ou como reembolso de dívidas, mas não aceite universalmente. Já por outro lado, a moeda internacional é aceite internamente como também é usada nas trocas internacionais. Esta moeda-veículo, assim chamada, representa uma moeda de um terceiro país e serve de intermediária a outras moedas para pagamento das transações internacionais. Caracteriza-se pela sua força, uma vez que serve de moeda de troca, possui uma inflação baixa e estável, tem uma taxa de crescimento significativa e por fim caracteriza-se pela sua estabilidade cambial (Soutelo, 2019).

Assim, é possível afirmar que sem a moeda as economias modernas não funcionariam, pois esta desempenha um papel fundamental nas mesmas (Gerdesmeier, 2009).

Além do seu significado, é também de igual relevância o seu funcionamento, ou seja, as determinadas funções que desempenha. Unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor, são identificadas como as principais funções da moeda que serão abordadas de seguida.

2.1. Unidade de Conta e Meio de Pagamento

A função unidade de conta é, das funções, a mais relevante, sendo uma das suas características, o facto de todos os preços serem expressos em unidades monetárias, em que a moeda é usada para medir o valor na economia (Soutelo, 2019). Tendo em conta os estudos de Gerdesmeier (2009), através desta função, foi possível eliminar a necessidade de conhecer todos os preços relativos, ou seja, antes da existência da moeda a sociedade realizava as suas transações a partir de “rácios de troca” denominados como “preços relativos”. Assim, este preço relativo de cada par de bens e serviços teria de ser determinado, e para isso todas as pessoas envolvidas nas transações precisavam de conhecer toda a informação sobre os termos de troca entre esses bens e serviços. Toda a informação obtida originava custos elevados para quem participasse na troca direta, sendo que esses custos aumentavam com o número de bens transacionados. No entanto, como os preços passaram a ser expressos em unidades monetárias, fez com que os custos de transação se reduzissem, pois, o número de preços a ter em consideração também diminuiu.

Ainda de acordo com Gerdesmeier (2009), uma das formas para evitar os problemas associados à troca direta abordada anteriormente, seria a utilização de um bem como meio de pagamento. O que

significa que uma das características representativas desta função, é a moeda ser usada para pagar bens e serviços. Deste modo, é evidente que a utilização de um bem como meio de pagamento promove uma maior eficácia neste processo, pois os custos de transação são minimizados. Ainda assim, para que uma mercadoria funcione como moeda tem obrigatoriamente de ser facilmente estandardizada, ser amplamente aceite, ser divisível, ser de fácil transporte e não deteriorar facilmente.

2.2. Reserva de Valor

De entre as três funções da moeda, as funções meio de pagamento e reserva de valor são as de maior relevância. No entanto, a função da moeda como meio de troca é mais relevante no curto prazo, e no longo prazo a função reserva de valor.

Relativamente a esta função, a moeda conserva o seu valor nominal ao longo do tempo, e sendo assim o bem utilizado como moeda pode ser guardado durante períodos mais prolongados. Esta vantagem permite separar o momento da formação do rendimento, do momento da sua utilização. É por este motivo que se diz que a função reserva de valor é mais relevante que a função meio de pagamento.

A função reserva de valor, apesar de possuir também a vantagem de elevada liquidez, existe a possibilidade de perda de valor real, nomeadamente devido á inflação. Nesse caso, as pessoas irão usufruir de outros bens como reserva de valor, ou ainda pior, recorrerão outra vez à troca direta.

O valor da inflação afeta a desvalorização, e, portanto, quanto maior a taxa de inflação maior a desvalorização da moeda, constituindo um fator de retração da sua procura (Soutelo, 2019).

2.3. Moeda e Outros Ativos

Para Mankiw (2002) a moeda assume-se como o conjunto de ativos, existentes numa economia, usados regularmente para comprar bens e serviços. Destes ativos, o papel-moeda é o que tem maior peso, no entanto, os cartões de débito e os cheques também são usados para comprar bens e serviços. Assim, devem também ser incluídos os depósitos á ordem e os depósitos a prazo na quantidade de moeda de uma economia.

As reservas são depósitos que os bancos recebem, que não são usados para empréstimos (Mankiw, 2002). Num sistema com reservas, os bancos mantêm apenas uma parte dos depósitos em reservas, permitindo a criação de moeda.

De forma a preservar riqueza ao longo do tempo, a moeda possui a desvantagem, relativamente a outros ativos financeiros, de ter uma rentabilidade muito baixa. A evolução diferenciada pode ver-se não só a questões da função reserva de valor, mas essencialmente a busca da rentabilidade dadas as baixas taxas de juro. Isto significa que, um dos problemas dos agentes económicos é decidir como dividir a sua riqueza entre os dois ativos disponíveis na economia: a moeda, cuja taxa de juro nominal é nula; e um ativo financeiro não líquido, que tem uma taxa de juro nominal i (Silva, 2010). Como é de esperar, estes agentes não teriam qualquer problema em deter toda a riqueza sob a forma do ativo rentável e posteriormente converter esse ativo em moeda apenas no momento de cada transação. Desta maneira, beneficiariam dos juros do ativo, assim como, da liquidez da moeda. Além de procurarem moeda para realizar transações, os agentes económicos também procuram moeda para reserva de valor, que depende da riqueza destes, e das características, isto é, rentabilidade, risco e liquidez, dos restantes ativos financeiros.

Os ativos financeiros de elevada liquidez, que não são um meio imediato de pagamento, como os depósitos a prazo, incluem-se no agregado monetário M2, sendo $M2 = M1 + \text{Depósitos a prazo}$. Este agregado é menos restritivo em comparação com o agregado M1, pois inclui, para além do M1, depósitos a prazo, depósitos de curta duração, mercado monetário de fundos mútuos e outras categorias menores (Mankiw, 2002). Finalmente, estes ativos de elevada liquidez também são incluídos no agregado monetário M3, que inclui também o agregado M2. E, portanto, $M3 = M2 + \text{Títulos de dívida de curto prazo}$. O Banco Central Europeu (BCE), utiliza o agregado M3 como referência, dada a instabilidade da procura por M1 e M2 (Silva, 2010).

Comparando a moeda como reserva de valor e outros ativos, o valor monetário da moeda é constante, enquanto que, nos outros ativos, há uma maior ou menor incerteza associado à variabilidade dos respetivos preços de mercado, sendo que esta variabilidade, existe tanto nos ativos financeiros, por exemplo, os títulos cotados em bolsa, como nos ativos físicos. Possuindo a moeda um valor constante, esta apresenta uma vantagem sobre todos os outros ativos. Por outro lado, a moeda também é apresentada como um instrumento seguro de conservação de poder de compra. No entanto, em períodos inflacionistas, este poder que lhe é assegurado vai-se reduzindo ao longo do tempo. Relativamente aos outros ativos, nomeadamente os ativos físicos, os seus preços acompanham o nível geral de preços, de

forma mais ao menos aproximada, o que lhes confere uma capacidade de conservação de poder de compra superior à da moeda (Fonseca, 2015).

Como foi abordado anteriormente, as diferentes componentes da base monetária são sensíveis às variações das taxas de juro. Da mesma forma, as reservas excedentárias são influenciadas pelas taxas de juro de curto prazo. As variações das taxas de juro também afetam a procura das diferentes componentes do agregado monetário. Esse efeito verifica-se quando aumenta o diferencial entre a taxa de juro dos depósitos a prazo e a dos depósitos à ordem, aumentando a preferência pelos primeiros. No entanto, também as taxas de juro de outros ativos afetam a procura de depósitos. Por exemplo, se a taxa de juro das obrigações tiver um aumento significativo da sua diferença relativamente à dos depósitos a prazo, pode haver uma deslocação da aplicação das poupanças para os títulos de longo prazo, afetando a composição do agregado M2 (Fonseca, 2015).

De acordo com os estudos do autor Fonseca (2015), a preferência por depósitos a prazo tem sido mais elevada em Portugal do que no conjunto da zona euro. A situação oposta verifica-se em relação aos ativos M3 e M2, cuja preferência relativamente aos depósitos à ordem é muito mais baixa em Portugal do que no resto da zona euro. Um dos motivos que influencia esta oposição está no facto de que estes ativos apresentam menor disponibilidade no sistema financeiro português, o que resulta numa necessidade de os aforradores aplicarem mais as suas poupanças em depósitos a prazo.

3. A Inflação

Segundo Curro (2009), a função da moeda reserva de valor consiste na capacidade de a moeda armazenar valor ou riqueza, desde o momento em que alguém a recebe até ao momento em que é gasta. No entanto, e como foi dito no tópico anterior, há outros ativos capazes de exercer esta função, logo esta função não é exclusiva da moeda. A única diferença que pode existir entre os ativos financeiros e a moeda, tem a ver com o facto de que nos primeiros a liquidez é sempre variável, enquanto que na moeda a liquidez é certa.

De acordo com Cortez (2004), a função reserva de valor é definida como a capacidade em conduzir o seu poder de compra no tempo e no espaço, passando a manutenção desse poder de compra pela passagem de valores superiores aos demais produtos da sociedade.

Esta reserva de valor associada à moeda, permite a conversão em outros ativos financeiros num amplo espaço geográfico, e a ausência de previsibilidade do valor futuro desses mesmos ativos (Lopes

et al., 1998). Finalmente, a função reserva de valor caracteriza-se pela imediata aceitação da moeda, contudo só na região onde circula, e pela existência de trocas indiretas na economia (Curro, 2009).

Com efeito, a perda do poder de compra provocada pela inflação faz com que essas trocas indiretas se tornem ineficientes, e por isso, será apresentado de seguida um período bastante longo sobre a evolução da inflação em Portugal, demonstrando a depreciação do valor da moeda entre o colapso do sistema de Bretton Woods¹ e antes da adoção do euro até meados de 2020 . Assim, será analisado o comportamento dos preços e a evolução da estratégia de política monetária, refletindo a inflação numa perspetiva de médio e longo prazo.

3.1. A Instabilidade de Preços em Portugal: 1961-2020

Neste sentido, e no âmbito dos estudos elaborados por Abreu (2005), depois do colapso do sistema de Bretton Woods, até meados dos anos 80 é possível verificar um período de inflação bastante elevado. Por outro lado, entre a década de 80 e o final dos anos 90, foi marcado por um período de desinflação comprovado pela Figura 1 seguinte.

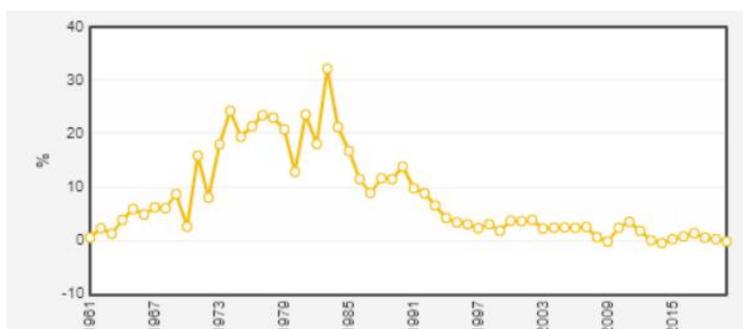


Figura 1: Portugal- Taxa de Inflação ¹.

Fonte: INE

Relativamente a estes períodos opostos, tendo em conta as situações particularmente vividas na década de 70, afetando a instabilidade política e social, de acordo com Abreu (2005) o ano de 1974 foi

¹ De acordo com Delgado (2009), o sistema de Bretton Woods foi desenvolvido para formular uma proposta de reorganização financeira e comercial do sistema económico internacional do pós-guerra. Este sistema construído a partir de negociações entre os Estados Unidos e a Grã-Bretanha, defendia a adoção de um sistema de taxas de câmbio fixas e do controlo dos movimentos de capitais, impedindo assim o processo de crises graves ou até mesmo desequilíbrios estruturais.

marcado pelo impacto do primeiro choque petrolífero. Assim, após o 25 de Abril de 1974, os salários dos portugueses aumentaram significativamente e o setor financeiro passou a ser da inteira responsabilidade do Estado. Com isto, verificou-se um aumento da população, provocando em 1975 uma grave recessão na economia, aumentando principalmente o desemprego. Desta forma, a inflação que desde o início de 1961 apresentava uma tendência mais ascendente, em 1974 aumentou de forma significativa, atingindo quase 25 por cento.

Entre o período de 1973 e 1985, afetado pela instabilidade macroeconómica decorrente do conjunto dos choques petrolíferos e das políticas macroeconómicas desajustadas, os défices públicos passaram a ser financiados pelo banco central, levando a uma taxa de inflação elevada. Contudo, apesar de elevada, a inflação situou-se nos 17 por cento para ambos os períodos, não chegando ao ponto alto de 1974.

Já nos inícios de 1986, conforme afirmado por Abreu (2005), a desinflação passou a ser uma prioridade da política monetária. Depois de registar a segunda taxa de inflação mais elevada, o país adotou medidas para quebrar o ciclo vicioso de inflação, diminuindo a acomodação da política cambial e desta forma ao renegociamento dos salários dos cidadãos portugueses tendo por base a inflação esperada, permitindo assim uma redução da taxa de inflação. Portanto, depois de Portugal aderir à Comunidade Europeia, a inflação igualou-se aos níveis compatíveis com a estabilidade de preços no final dos anos 90.

No decorrer do período de desinflação, vários foram os contributos para uma diminuição da taxa de inflação permitindo um elevado crescimento da atividade. Inicialmente, com o abrandamento dos preços, os preços internacionais como os do petróleo beneficiaram de uma evolução e na economia os aumentos da produtividade foram substanciais. Por outro lado, entre a década de 80 e início dos anos 90, devido ao comportamento prejudicial dos preços internacionais, a inflação voltou a tomar uma tendência ascendente, levando a um sistema de desinflação menos direcionado à política cambial (Abreu, 2005). Esta informação pode ser vista na figura 2.

Após a adesão ao euro, Portugal apresenta taxas praticamente iguais desde 1996, sendo este período caracterizado pela estagnação da atividade económica.

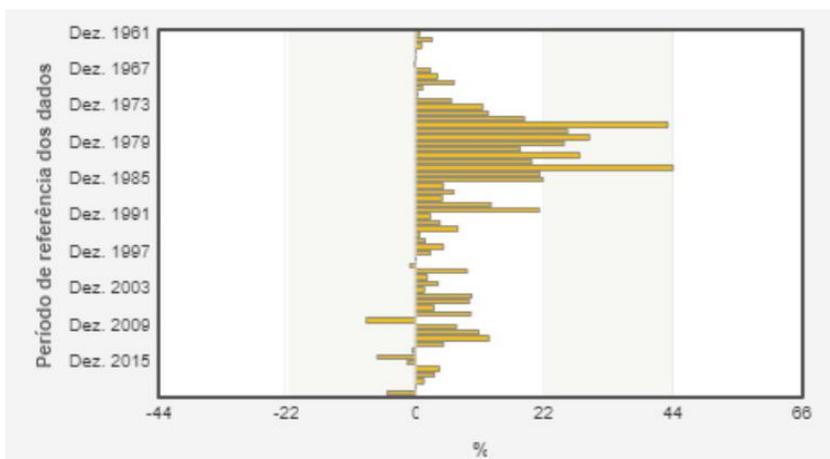


Figura 2: Portugal- Contributos para a Variação do Deflator do Consumo Privado.

Fonte: INE

3.2. A Inflação e a Taxa de juro

Segundo o gráfico 1, é possível verificar uma ligeira alteração nas taxas de juro, traduzindo-se em taxas de juro reais fortemente negativas. Verifica-se, através do gráfico, que a taxa de juro real é negativa entre 1971 e 1987. Recorde-se que a adesão de Portugal à UE deu-se em 1985. Já no que diz respeito ao regime cambial, a partir do gráfico 2 pode confirmar-se a estabilidade da taxa de câmbio nominal efetiva do escudo entre 1974 e 1975, depois das pressões inflacionistas descritas anteriormente, como o choque petrolífero e a aceleração significativa dos salários (Abreu, 2005).

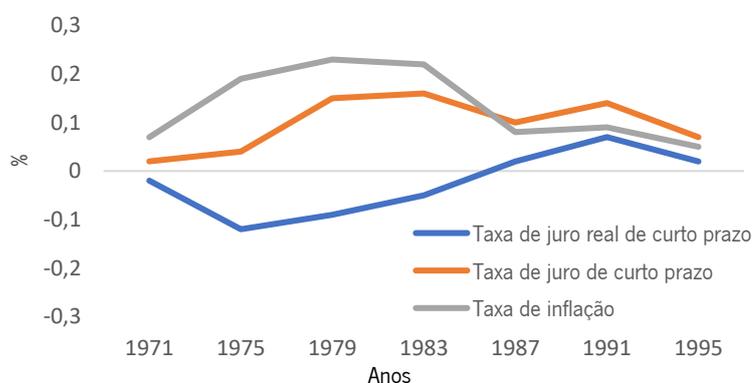


Gráfico 1: Taxa de Juro Real de Curto Prazo- Portugal.

Fonte: INE- Elaboração Própria

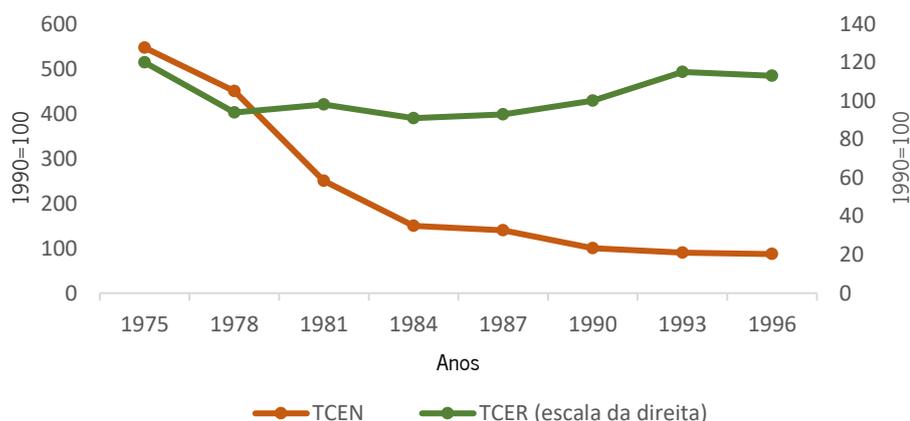


Gráfico 2: Taxa de Câmbio Efetiva Nominal e Real.

Fonte: BP- Elaboração Própria

No entanto, a partir de 1976, devido a uma redução das reservas cambiais do Banco de Portugal e a perda de competitividade nos dois anos anteriores, levaram à adoção de uma política de depreciação progressiva do escudo. Em 1977, devido a uma crise de balança de pagamentos, o escudo sofreu uma desvalorização de 15 por cento, optando as autoridades por adotar mais tarde um regime em que o escudo teria uma taxa de desvalorização mensal face a um conjunto composto por 13 moedas. A taxa de depreciação mensal do escudo fixou-se inicialmente em 1 por cento. Em 1978, esta taxa já se situava nos 1.25 por cento, depois do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que consistia na estabilização da situação económica vivida (Abreu, 2005). Em fevereiro de 1980, a situação moderou-se e o escudo foi revalorizado em 6 por cento, sendo que em junho do mesmo ano, a taxa de desvalorização mensal diminuiu para os 0.5 por cento.

Segundo Costa (1998), a taxa de câmbio real mede o preço relativo de um cabaz de bens da economia nacional e internacional, isto é, reflete o pleno emprego e a restrição orçamental entre a economia doméstica e o exterior. A existência de desvios constantes da taxa de câmbio real permite encontrar os demais desequilíbrios na economia.

Tendo em conta o Gráfico 2, durante o período considerado, o escudo sofreu uma apreciação real de equilíbrio, atingindo valores muito superiores na década de 80 comparativamente à década de 90. Esta situação mostra que os maiores desajustamentos da taxa de câmbio real coincidem com o período onde existe uma maior flexibilidade do regime cambial (Costa, 1998).

Ainda assim, em 1982 devido ao défice da balança de transações ter atingido 13 por cento do Produto Interno Bruto (PIB), procedeu-se à negociação de um segundo acordo de estabilização do FMI,

desvalorizando uma vez mais o escudo. Este acordo apesar de bem sucedido, fez com que o PIB se mantivesse inalterável em 1983, reduzindo-se em 2 por cento em 1984, aumentando a inflação novamente para os cerca de 32 por cento no mesmo ano (Abreu, 2005).

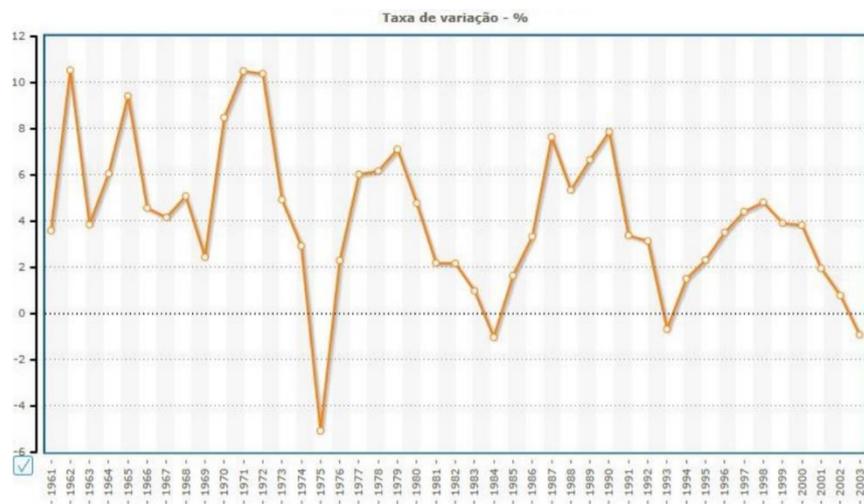


Figura 3: Taxa de Crescimento Real do PIB.

Fonte: INE/ PORDATA

Finalmente, em abril de 1992, o escudo aderiu ao mecanismo do Sistema Monetário Europeu (SME), exercendo um impacto favorável sobre as expectativas de inflação, no qual, a estabilidade da taxa de câmbio permitia alcançar uma taxa de inflação num horizonte de médio e longo prazo. No entanto, em 1992 este mecanismo sofreu uma crise, desencadeando numa desvalorização da moeda portuguesa, não prejudicando a trajetória descendente da taxa de inflação. Neste sentido, para preservar a estabilidade cambial as autoridades optaram por aumentar as taxas de juro oficiais, e face a este aumento o final do ano de 1998 foi caracterizado por uma estabilidade crescente do escudo, pois de acordo com Abreu (2005), a taxa de conversão do escudo foi muito próxima da taxa de mercado aquando da adoção do euro. Portanto, depois da recuperação da economia a partir de 1994, a estabilidade cambial permitiu ancorar as expectativas de inflação, garantindo o processo de desinflação. Desta forma, foi possível cumprir as normas para a adoção do euro e a participação na união monetária auxiliava a preservação da estabilidade cambial, a convergência das taxas de juro, assim como reforçar o saldo orçamental.

Capítulo II: A Estabilidade da Inflação, Taxa de Juro e Contas Públicas

1. Estabilidade Monetária: O Controlo da Inflação

De acordo com o Conselho do BCE, a estabilidade de preços é definida como “um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2%, devendo ser mantida a médio prazo”, isto é, em termos de inflação esta deve ser baixa e estável. Sendo o BCE a instituição supranacional para gerir a moeda única, este tem como objetivo máximo a estabilidade de preços, ou seja, controlar a inflação particularmente das moedas principais. Deste modo, existe uma correlação positiva entre a emissão de moeda e a inflação, ou seja, o BCE bloqueia a emissão de moeda para evitar a instabilidade de preços.

Neste sentido, é possível dizer que existe estabilidade de preços, se os mesmos não subirem nem descerem, mas permanecerem estáveis ao longo do tempo.

A estabilidade de preços tem contribuído para inúmeras situações, nomeadamente para um crescimento sustentável, níveis elevados de bem-estar económico e criação de um nível elevado de emprego, pois, e de acordo com Gerdesmeier (2009):

- reduz a incerteza quanto à evolução geral dos preços, uma vez que permite às pessoas um reconhecimento mais fácil nas variações dos preços dos bens;
- reduz o prémio de risco de inflação das taxas de juro, aumentando assim a eficiência da economia e por conseguinte o bem-estar das famílias;
- torna desnecessárias atividades de cobertura de risco, fazendo com que seja improvável que as pessoas dispensem recursos de modo a protegerem-se contra a inflação ou a deflação;
- reduz os efeitos de distorção nos sistemas fiscais e de segurança social;
- aumenta os benefícios de deter moeda;
- evita a distribuição arbitrária da riqueza e dos rendimentos;
- contribui para a estabilidade financeira.

A estabilidade monetária depende da estabilidade da inflação, e, portanto, o objetivo do estudo passa por analisar em que medida as restantes variáveis afetam a inflação. É aqui que se discute o último ponto referido anteriormente.

Deste modo, quando a inflação atinge valores elevados, o valor real dos ativos do banco será comprometido, afetando o banco, gerando inúmeras situações negativas. Existindo uma estabilidade de

preços, a inflação não afetará o valor real dos ativos do banco, contribuindo para o reforço da estabilidade financeira.

Sendo assim, a estabilidade da inflação, traduzida pela estabilidade de preços será enfatizada seguidamente considerando as consequências negativas para a economia resultantes da instabilidade de preços.

1.1. Causas da Inflação

Segundo Silva (2010), no longo prazo, a inflação é determinada pelo excesso da taxa de crescimento da oferta nominal de moeda em relação à taxa de crescimento do produto natural. Este crescimento excessivo da massa monetária gera a inflação. Ainda assim, os bancos centrais podem fixar uma taxa de crescimento da massa monetária superior à taxa de crescimento do produto natural. Deste modo, conseguem estimular a procura, através da redução do desemprego no curto prazo, à custa de maior inflação; acomodar-se a choques negativos da oferta; e financiamento monetário do défice público.

Gerdesmeier (2009) define a inflação como sendo um aumento geral dos preços dos bens e dos serviços durante um período prolongado, resultando num decréscimo do valor da moeda e do seu poder de compra. A deflação, por outro lado, é uma situação em que o nível geral de preços desce numa economia durante um período prolongado, associada a uma restrição da procura, da produção e do emprego.

Como foi afirmado no tópico anterior, quando muito elevada, a inflação tem consequências económicas, sociais e políticas negativas devendo ser vistas e corrigidas de modo a não afetar o crescimento do produto e do emprego. Estas situações provocam uma quebra no valor real da moeda e o consumidor deixa de ter o mesmo poder de compra (Krugman et al., 2006).

A inflação torna-se bastante complexa, pois é capaz de afetar toda a economia. A taxa de juro, por exemplo, que será o tópico seguinte a abordar, é uma variável macroeconómica que está interligada à inflação, e é através desta ligação que contamina o campo económico, social e político. Daí que um dos principais objetivos do BCE seja a estabilidade monetária, isto é, o controlo da inflação (Diogo, 2011).

1.2. Fenómenos de Hiperinflação e Objetivo do Banco Central

Para além da deflação, a hiperinflação é outro fenómeno extremo que deve ser evitado. Segundo Diogo (2011), a hiperinflação caracteriza-se como sendo *“uma inflação de níveis extremamente elevados e fora do controlo da política monetária”*. Portanto, à medida que o valor real da moeda se vai perdendo a um ritmo muito acelerado, o nível geral de preços vai aumentando muito rapidamente. Estes dois polos extremos causam graves danos na economia, por isso é que é importante para os bancos centrais e governos a existência de uma estabilidade de preços num nível moderado. Assim, irá criar confiança na moeda, fazendo com que as famílias se disponham a contratos monetários de longo prazo, aumentando a produtividade e levando a uma redistribuição eficaz do rendimento e da riqueza (Diogo, 2011).

Os economistas ainda não chegaram a um consenso quanto ao nível ótimo de inflação, no entanto as evidências históricas indicam que o ideal é um aumento lento e previsível dos preços (Bootle, 1999).

Outros autores, como Micossi (2015), afirma que a estratégia da política monetária passa pela taxa de inflação como a principal para impulsionar a estabilidade preços. No entanto, existe uma incompatibilidade relativamente a essa estabilidade quando falamos na deflação ou hiperinflação, daí que a inflação deva ser baixa e perto dos 2%. Sendo a estratégia do BCE ancorar as expectativas inflacionistas, através de um horizonte temporal superior, mas não inferior de curto prazo, na qual as suas ações assentam numa estratégia mais flexível quanto às variáveis económicas utilizadas, e quanto ao horizonte temporal considerado, desta forma, é capaz de responder a determinados choques da economia. Assim, e concluindo os estudos de Micossi (2015), esta estratégia definida pelo BCE tem por base dois principais pilares, primeiramente permitir que esta contorne potenciais desequilíbrios financeiros, como o aumento de preços ou a criação excessiva de moeda, e em segundo lugar encontrar uma estrutura operacional, através de instrumentos e métodos para atingir a taxa de juro desejada.

1.3. Evolução da Taxa de Inflação em Contexto da Zona Euro

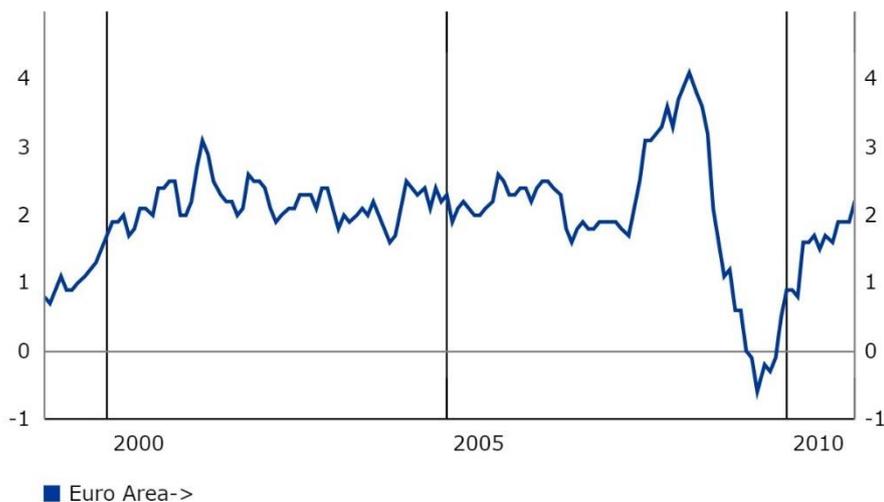


Figura 4: Taxa de Inflação na Zona Euro: 1999-2009.

Fonte: ECB Statistical Data Warehouse- Inflation rate (HICP)

A partir da figura apresentada, é possível fazer uma análise da política monetária, mais propriamente da inflação, entre os anos 1999 e 2009. Assim, no início de 1999, o tracejado a azul representado pela taxa de inflação na zona euro, evidencia um aumento de 1% para 2% da taxa de inflação, caracterizado por um ambiente de grande crescimento. Foi então que, nos inícios dos anos 2000, grandes choques como o crash da bolsa de valores tornaram a economia em recessão (Micossi, 2015). No entanto, o BCE para combater esta recessão optou por reduzir a sua taxa de referência entre 2001 e 2003, permitindo assim valores constantes das taxas oficiais até 2005. A atividade económica estava a recuperar-se lentamente e um ano depois (2006), a inflação consegue exceder a meta dos 2%.

Por outro lado, a adoção do euro em 2002 em nada alterou os valores da inflação. Isto leva a pensar que o BCE estava disposto a uma ampla liquidez, isto é, a suportar uma aceleração no crescimento da moeda e do crédito, sem que a estabilidade de preços permanecesse inalterada, até porque este rápido crescimento facilitaria a recuperação da economia.

O final de 2005 foi caracterizado por aumentos de taxas, principalmente entre esse ano e 2008, na taxa de referência do BCE. Rápidas quebras no crescimento da moeda aconteceram, no entanto, a preocupação focava-se na recuperação da inflação, que ultrapassou em 2008 os 4%. Este aumento excessivo foi causa do aumento dos preços internacionais do petróleo e dos alimentos (Micossi, 2015).

Quando a falência em 2008 do Lehman Brothers² atingiu o sistema financeiro, uma nova reviravolta nas taxas oficiais aconteceu e em meados de 2009 estas mesmas taxas diminuíram para 1%.

A inflação por ser um tema que assume uma grande concordância entre vários autores, também Lopes (2011) afirma a inflação como sendo um aumento permanente do nível de preços que afeta a sociedade. Tal como já foi dito, o BCE é o principal responsável pelo controlo da inflação, por isso é que a estabilidade de preços é o seu objetivo primordial, de forma a controlar o poder de compra, convencendo-nos da vantagem em reduzir as agitações provocadas por elevadas inflações. De acordo com Lopes (2011), há uma nova dimensão da inflação, na qual para a compreender é necessário compreender a moeda, sendo uma inflação financeira que tende a ter um papel crescente com a globalização financeira. Assim, uma moeda estável é o resultado de uma taxa de inflação controlada. Então, quando a taxa de inflação é elevada é porque há uma depreciação monetária, e, portanto, é importante controlar a sua quantidade para garantir a sua qualidade.

Desta forma, faz sentido a estabilidade de preços ser o principal objetivo do BCE, até porque é quem gere a moeda única, ou seja, o euro.

2. A Taxa de Juro

A taxa de juro é uma das variáveis que mais se utiliza em estudos macroeconómicos, principalmente quando o estudo tem como objetivo a análise do endividamento (Morais, 2013). Normalmente quando são concedidos empréstimos, os bancos, nesses contratos de financiamento, fixam uma taxa de juro nominal. Sendo a taxa de juro efetivamente paga pelos devedores e recebida pelos credores. Nestes casos, o devedor contrai a obrigação de pagar $1 + a$ taxa de juro nominal no final do período acordado (Silva, 2010).

2.1. Taxa de Juro Real

Para os agentes a taxa abordada anteriormente não é caracterizada como a mais relevante, mas sim a taxa de juro real. Esta taxa define-se, segundo Silva (2010), como *“a taxa de juro que resulta depois*

² Banco de investimento sediado em Nova York que declarou falência em 15 de setembro de 2008 devido aos prejuízos causados pela crise dos subprimes dos estados unidos. Crise esta caracterizada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco.

de se descontar o efeito da inflação efetivamente observada". Pode representar duas situações: a compensação pelo adiantamento do consumo, para os aforradores, sendo que a parte que sobra da taxa de juro nominal recebida é consumida pela inflação; e o custo do financiamento do investimento, para os investidores, em que a parte restante da taxa de juro nominal paga acaba por se equilibrar com a subida dos preços dos bens.

No momento do acordo do contrato, não são discutidos os preços finais do mesmo, daí que esta taxa de juro real seja desconhecida (Silva, 2010).

Apesar da taxa de juro real ser a taxa mais relevante para os agentes, uma vez que é considerada como uma taxa desconhecida, não é possível a tomada de decisões por parte destes. Estas decisões, quer de investimento, quer de poupança, dependem da taxa de juro real esperada, que é definida de acordo com Silva (2010) "*a taxa de juro que os agentes esperam receber ou pagar depois de descontado o efeito esperado da inflação*". Assim, caso a inflação seja superior à taxa de inflação esperada, os devedores acabam por pagar uma taxa de juro real menor do que a esperada. Se a inflação for inferior à taxa de inflação esperada, há uma redistribuição do rendimento em favor dos credores, beneficiando-os.

2.2. Equação de Fisher

A taxa de juro real é representada pela taxa de juro nominal menos a inflação. Se a inflação tender para zero, isto implica que a taxa de juro real é igual à taxa de juro nominal, ou seja, se não existir inflação a taxa de juro real não é afetada. Por outro lado, uma variação na taxa de juro real ou na taxa de inflação esperada pode fazer variar a taxa de juro nominal. Segundo o efeito de Fisher, o aumento da inflação esperada faz aumentar a taxa de juro nominal, mantendo-se constante a taxa de juro real esperada. De acordo com a teoria quantitativa da moeda, aumentos da massa monetária traduzem-se em aumentos da inflação, que aumentam a taxa de juro nominal (Silva, 2010).

A taxa de inflação inclui também o preço da moeda, isto é, a taxa de juro, sendo relevante no lado real como fator de produção e no lado monetário como fonte de estabilidade monetária através do mercado monetário e do mercado de capitais (Lopes, 2011).

De acordo com Lopes (2011), a taxa de juro é um instrumento de política monetária em que as autoridades monetárias concentram as suas atenções de modo a alcançar uma maior estabilidade económica. Caiado (1997) define a taxa de juro como a taxa de preferência entre os valores monetários atuais e os valores monetários futuros. Segundo este, existe também uma relação entre o nível geral dos

preços e a taxa de juro, sendo que essa relação pode ser vista através da formação das expectativas inflacionistas. A sua formação passa por estimar, pelos agentes económicos, a inflação, tendo em conta apenas a sua evolução passada.

Finalmente, as taxas de juro podem ser classificadas como sendo de curto prazo, caso o seu prazo seja inferior a um ano, ou de médio/longo prazo, se o seu prazo for superior a um ano. As taxas de juro de longo prazo das obrigações do tesouro têm vindo a assumir maior relevância na economia, no que diz respeito a países com maiores responsabilidades nos critérios de convergência. Normalmente, os problemas orçamentais são resolvidos com mais inflação, e tendem a ser transferidos para as gerações futuras e a provocar políticas desadequadas. Contudo, esta crise económica e financeira permite uma redução da variação das taxas de juro de longo prazo das obrigações do tesouro (Lopes, 2011).

3. Contas Públicas: Défice e Dívida

O setor público representa uma parte importante da economia, pois é através deste que nos são dadas as ferramentas essenciais para permitir uma estabilidade social e até mesmo melhorias no seu desenvolvimento. De acordo com Silva (2010), este bem-estar social pode ser proporcionado pelo fornecimento de bens públicos, da redistribuição da riqueza, da regulação dos mercados e da estabilização macroeconómica. Para que estes bens públicos sejam distribuídos, o setor público é obrigado a efetuar gastos, tal como para a redistribuição da riqueza com, por exemplo, os subsídios de desemprego. No entanto, para equilibrar este desgaste também recebe transferências do setor privado, beneficiando ainda de transferências provenientes da União Europeia. Esta diferença entre as despesas em bens e serviços e as transferências líquidas que recebe origina o saldo orçamental, que inclui ainda os encargos associados aos juros da dívida pública. Os juros da dívida pública pesam bastante numa economia, pois quanto maior a dívida, maior os encargos com os juros. Atualmente Portugal, por ter uma dívida pública superior a 60% do PIB, faz com que os encargos com os juros da dívida pública se encontrem por volta dos 3% do PIB.

Tendo em conta as afirmações anteriores, o setor público tem como função a estabilização macroeconómica e, sendo assim, seria de esperar a observação de défices orçamentais em situações económicas desfavoráveis. Sempre que o setor público incorre nesta situação, ou seja, num défice orçamental, a dívida pública aumenta automaticamente na proporção desse défice.

Atualmente, as famílias são obrigadas a recorrer ao crédito para a compra dos bens que lhes são necessários, uma vez que os salários são baixos não lhes permitindo comprar a pronto. Os bancos, por outro lado, cobram juros a essa obtenção de crédito. Deste modo, as famílias acabam por ficar endividadas e presas a essa dívida. Como a despesa é superior à receita, o estado através do aumento de impostos, e do congelamento de salários, tem vindo a conseguir arranjar formas de resolver os vários défices gerados nas últimas décadas.

3.1. Déficit Orçamental para Portugal e Média Zona Euro

O déficit é, segundo Pereira (2016), “quando o devedor deixa de ter capacidade de honrar os seus compromissos junto de quem lhe emprestou dinheiro”. Isto gera aumentos no custo de novos empréstimos, diminuindo futuramente a possibilidade de mais instituições estarem dispostas a emprestar. Estes défices excessivos têm vindo a sufocar a economia de todas as formas, no entanto as democracias tendem a agravá-lo. É também designado como um saldo anual de receitas e despesas públicas de um conjunto de entidades das administrações públicas (Pereira, 2016). Quando esse saldo é negativo, implica as necessidades de financiamento por parte dessas entidades, que será muito próximo do montante em que a dívida pública aumentará nesse ano.



Figura 5: Déficit Orçamental em % do PIB em Portugal: 1995-2019.

Fonte: INE/PORDATA

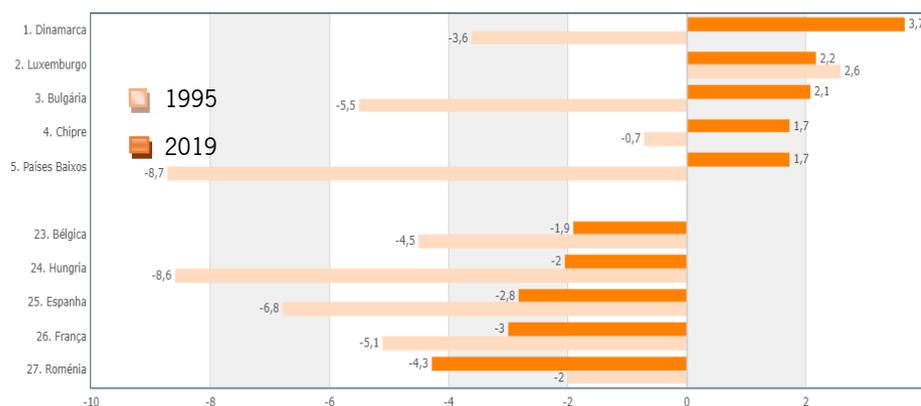


Figura 6: Déficit Orçamental em % do PIB para a Média da Zona Euro: 1995 e 2019.

Fonte: PORDATA/EUROSTAT

3.2. Dívida Pública para Portugal e Média Zona Euro

A dívida pública, pelo contrário, é formada a partir de todos os anos anteriores e não só consequência de um ano. Pereira (2016) assume a dívida como sendo o *“conjunto dos empréstimos contraídos e dos títulos emitidos e não amortizados pelas instituições das administrações públicas”*.

Existe uma relação entre a dinâmica do crescimento, do déficit e da dívida pública. Sempre que são concedidos empréstimos às famílias, estas aumentam a sua dívida para com os bancos, e não havendo rendimentos para pagar os juros associados a essa dívida, há uma necessidade de venda do património, sendo normalmente a primeira solução. Estes indivíduos acabam por acumular défices, que se traduzem em dívidas acrescidas (Pereira, 2016). Um exemplo rápido, é o caso de Portugal que por ter um déficit e um crescimento reduzido, acumula dívidas em que o peso no PIB vai aumentando. Assim, quanto maior o crescimento da riqueza de uma economia, maior a capacidade de pagar as dívidas.

Para finalizar, uma boa forma de manter as contas públicas sustentáveis é assegurar um rácio da dívida em relação à riqueza criada, sendo esta aceitável e estável. Com isto é possível alcançar um valor certo para o déficit, relativamente a uma certa taxa de crescimento económico (Pereira, 2016).

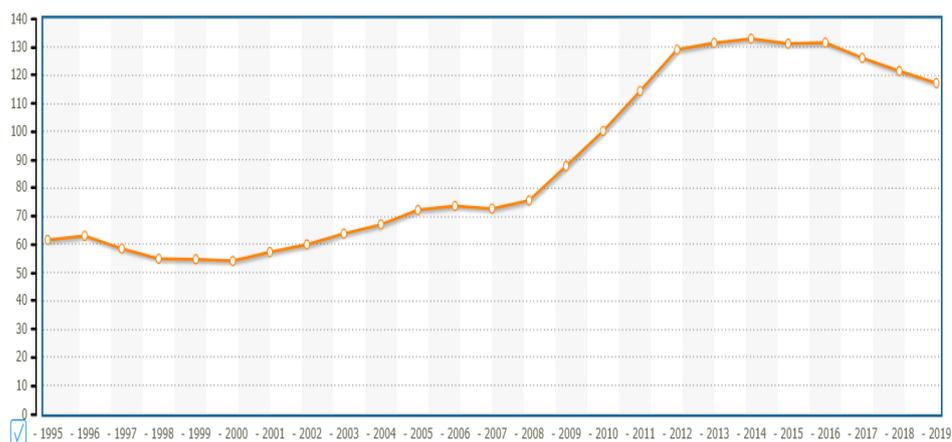


Figura 7: Dívida Pública em % do PIB em Portugal: 1995-2019.

Fonte: INE/PORDATA

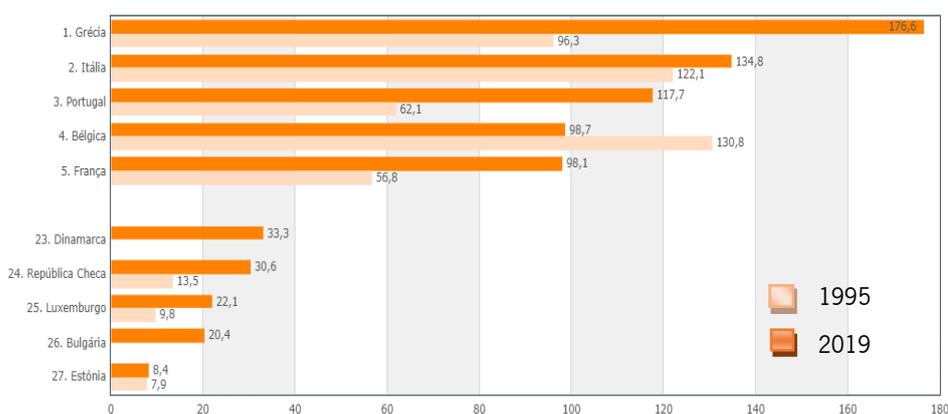


Figura 8: Dívida Pública em % do PIB para a Média da Zona Euro: 1995 e 2019.

Fonte: PORDATA/EUROSTAT

4. Inflação e Taxa de Juro: Outras Economias

Este tópico tem como finalidade estudar a evolução da inflação e da taxa de juro real e nominal para países em desenvolvimento, como é o caso da Argentina, Brasil e México, tendo presente o efeito de Fisher. Mais à frente irá ser observado que a taxa de juro real não é afetada com alterações na taxa de inflação, mantendo-se desta forma constante ao longo do tempo. Assim, as ações da política monetária ficam influenciadas, uma vez que, tendo em conta a equação de Fisher, alterações na taxa de crescimento da moeda afetam apenas o nível de preços, ficando a parte real da economia inalterável. Isto significa que, apesar da inflação elevada marcar estas economias durante o tempo analisado, a política monetária manteve-se passiva não afetando a parte real destas economias (Carneiro et al. 2003).

A equação de Fisher, sendo um teste empírico para averiguar em que medida é que as expectativas inflacionistas influenciam as taxas de juro nominais, é representada por uma equação do tipo: $i=r+\pi^e$, onde, e de acordo com Carneiro et al (2003), i é o logaritmo de 1 mais a taxa de juro nominal; r é o logaritmo de 1 mais a taxa de juro real; e π^e é o logaritmo de 1 mais a taxa de inflação esperada num determinado período de tempo. Este relacionamento entre a taxa de juro real e a taxa de inflação é importante para as economias que têm uma taxa de inflação bastante elevada. A partir desta equação, a taxa de juro nominal pode ser alterada por mudanças na taxa de juro real ou por mudanças na taxa de inflação esperada.

Kousta et al. (1999) nos seus estudos para o efeito de Fisher comprovaram que a inflação antecipada reduzida a apenas uma unidade sobre a taxa de juro nominal, acaba por diminuir a taxa de juro real. Também Crowder et al. (1996) verificaram que um aumento de um ponto percentual na inflação, produz um aumento de 1,34 por cento na taxa de juro nominal. Segundo estes autores, o equilíbrio entre a taxa de juro nominal e a inflação num cenário pós-impuestos, permite bloquear os choques nominais dos movimentos na taxa de juro real.

Já Caiado (1997), explica que na ótica de Fisher, a taxa de juro é resultado de uma subida dos preços, levando ao um maior investimento por parte das empresas, de modo a obterem mais lucro, que pode decorrer do rendimento dos bens de investimento adquiridos, como também do rendimento que advém do aumento do valor dos bens com a subida do nível geral dos preços. No entanto, para financiar esses investimentos, há uma maior procura pela concessão de empréstimos, fazendo assim subir as taxas de juro bancárias.

Assim, tendo por base os estudos de Carneiro et al. (2003), passaremos à análise empírica, onde será estudado o período que se estende desde o início de 1980 até ao final de 1995 nos três países.

4.1. Taxa de Juro da Argentina

No Gráfico 3 é possível verificar o comportamento temporal da taxa de juro nominal e da taxa de inflação para a Argentina. Entre 1980 e 1990 é de notar uma relativa instabilidade, apresentando ainda assim um relacionamento próximo entre a taxa de juro e a inflação ao longo do tempo.

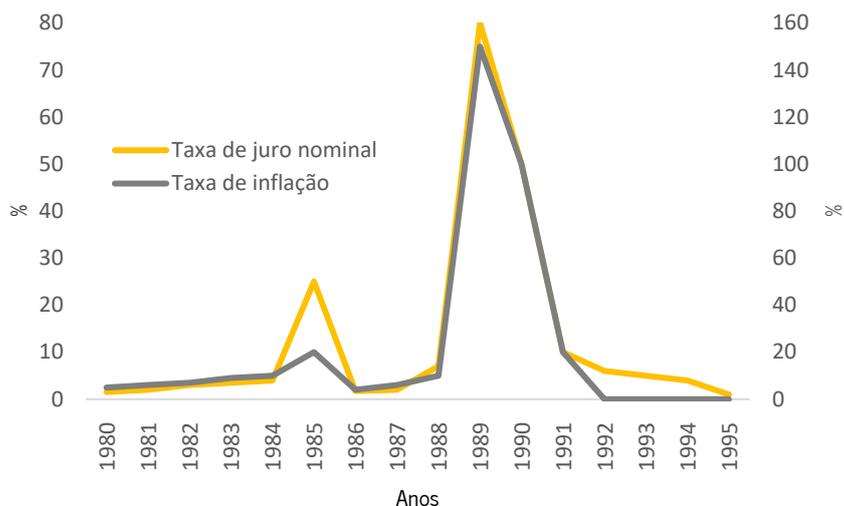


Gráfico 3: Taxa de Juro Nominal e Taxa de Inflação para a Argentina.

Fonte: IFS- Elaboração Própria³

4.2. Taxa de Juro do Brasil

O Gráfico 4 mostra o comportamento temporal da taxa de juro nominal e da taxa de inflação para o Brasil. Neste caso, apesar de também existir alguma instabilidade, nomeadamente entre 1980 e 1990, esta evidencia-se com maior intensidade. Ao longo do tempo a taxa de juro e a taxa de inflação apresentam de igual forma um relacionamento bastante próximo.

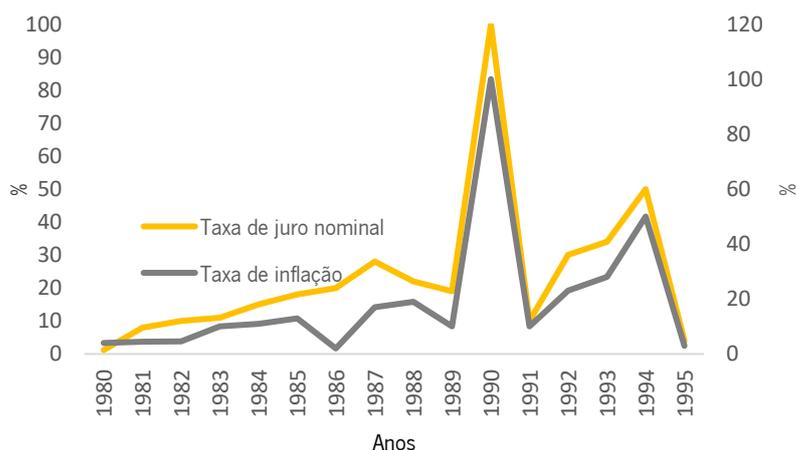


Gráfico 4: Taxa de Juro Nominal e Taxa de Inflação para o Brasil.

Fonte: IFS- Elaboração Própria

³ A taxa de juro nominal foi representada pela taxa sobre depósitos bancários e a taxa de inflação foi derivada dos índices de preços ao consumidor de cada país.

4.3. Taxa de Juro do México

Finalmente, o Gráfico 5 diz respeito ao comportamento temporal da taxa de juro nominal e da taxa de inflação para o México. Neste caso, é possível verificar uma grande instabilidade durante toda a análise temporal, não existindo um relacionamento próximo entre a taxa de juro e a inflação.

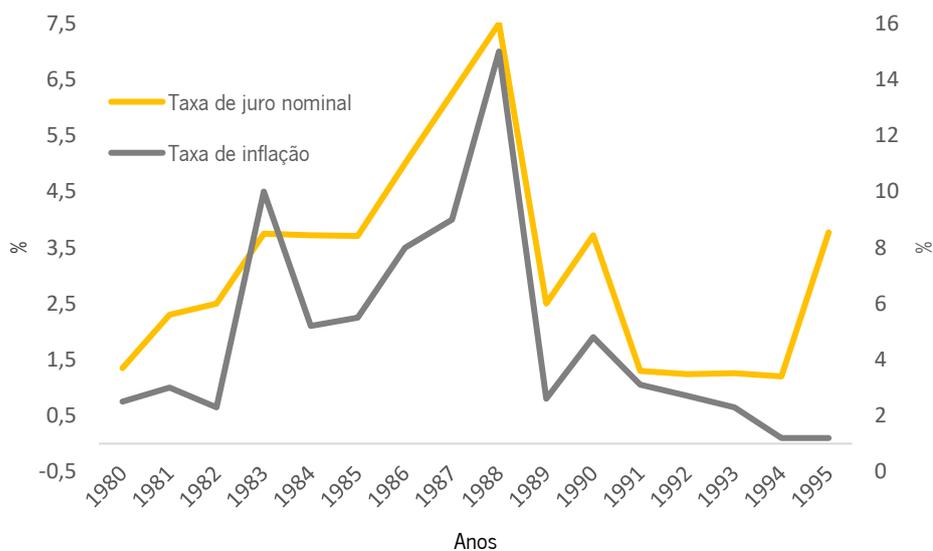


Gráfico 5: Taxa de Juro Nominal e Taxa de Inflação para o México.

Fonte: IFS- Elaboração Própria

4.4. Evolução da Taxa de Juro Real

4.4.1. Brasil, Argentina e México

No Gráfico 6, é possível observar os valores da taxa de juro real para o Brasil, Argentina e México, respetivamente. Enquanto que, na Argentina e no Brasil, a taxa de juro real apresenta uma trajetória visivelmente estacionária, o gráfico para o caso do México já mostra uma taxa de juro real mais volátil.

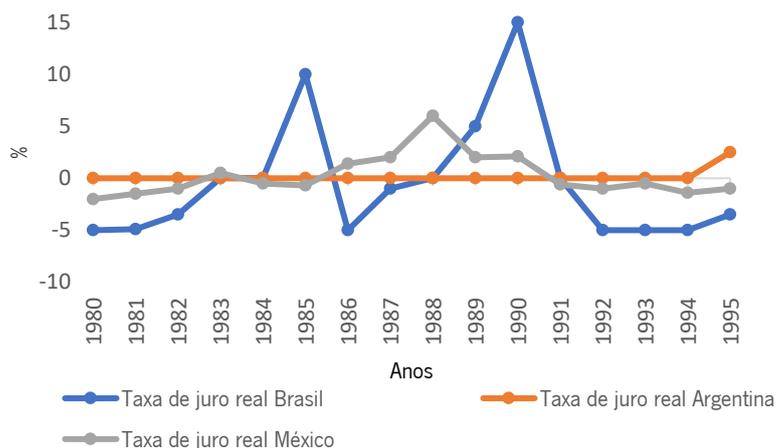


Gráfico 6: Evolução da Taxa de Juro Real para o Brasil, Argentina e México.

Fonte: IFS- Elaboração Própria

A título de conclusão, a partir dos gráficos anteriores, pode-se afirmar que no conjunto entre uma elevada inflação, que caracterizou as três economias durante a maior parte do período, comparando a taxa de juro nominal nas variações da taxa de inflação esperada, a taxa de juro real manteve-se inalterável para o México e a Argentina, significando desta forma, que a política monetária não afetou a parte real destas economias, através da transmissão pela taxa de juro real, ficando apenas afetado o lado real para o caso do Brasil. Isto é, existe uma relação de equilíbrio no longo prazo entre a taxa de juro e a inflação, apenas para os casos da Argentina e do Brasil, sendo que, para estes países a taxa de juro é a variável que se desloca para se adaptar a alterações na taxa de inflação (Carneiro et al., 2003).

4.4.2. Portugal e Espanha

Para terminar o assunto sobre a inflação e a taxa de juro relativamente a outras economias, resta analisar a taxa de juro real nos países onde esta dissertação se foca, para perceber se a função da moeda reserva de valor tem vindo a ser posta em causa ao longo do tempo. Deste modo, as figuras seguintes mostram os valores para a taxa de juro real em Portugal e em Espanha, respetivamente.

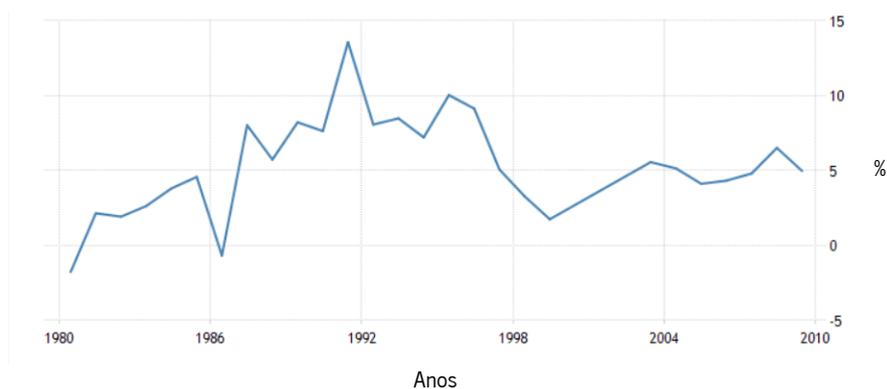


Figura 9: Evolução da Taxa de Juro Real para Portugal.

Fonte: WORLDBANK



Figura 10: Evolução da Taxa de Juro Real para Espanha.

Fonte: WORLDBANK

Através da figura 9, é perceptível que Portugal na década de 80, mais propriamente em 1980 e 1986, sofreu taxas de juro negativas, o que significa que a moeda durante esse período perdeu a sua função reserva de valor. No entanto, a partir de 1987 a situação acabou por ser mais favorável, uma vez que, até aos anos mais recentes a taxa de juro real apresentou valores positivos, e assim, é possível afirmar que a função da moeda reserva de valor não tem vindo a ser posta em causa. Por outro lado, de acordo com a figura 10, relativa a Espanha, observa-se que os valores da taxa de juro real são positivos, então pode-se admitir que não houve depreciação da riqueza detida sobre a forma de moeda, pelo que, a função da moeda reserva de valor não tem vindo a ser posta em causa.

5. Síntese dos Contributos Teóricos

Nas tabelas seguintes está exposto um breve resumo sobre os subtópicos da estabilidade monetária, isto é, da taxa de inflação, da taxa de juro e das contas públicas, nomeadamente, do défice e dívida pública, onde são descritos os contributos mais importantes de alguns autores citados.

Tabela 1: Síntese dos Contributos Teóricos - Taxa de Inflação

	Silva (2010)	Gerdesmeier (2009)	Krugman et al. (2006)	Micossi (2015)	Lopes (2011)
Taxa de Inflação	Crescimento excessivo da massa monetária.	Aumento geral dos preços dos bens e dos serviços.	Resulta numa quebra do valor real da moeda.	Estratégia da política monetária.	Resulta de uma moeda estável.

Tabela 2: Síntese dos Contributos Teóricos - Taxa de Juro

	Silva (2010)	Lopes (2011)	Caiado (1997)
Taxa de juro	<ul style="list-style-type: none"> • Taxa paga pelos devedores e recebida pelos credores; • A taxa de juro real é a mais relevante no ponto de vista dos agentes, mas é desconhecida; • Aumentos na inflação esperada faz aumentar a taxa de juro nominal, mantendo-se constante a taxa de juro real esperada. 	É o preço da moeda	Taxa de preferência entre valores atuais e futuros

Tabela 3: Síntese dos Contributos Teóricos - Contas Públicas: Déficit e Dívida Pública

	Silva (2010)	Pereira (2016)
Contas Públicas: Déficit e Dívida Pública	Incorrer numa situação de déficit orçamental, é o mesmo que aumentar a dívida pública na proporção desse déficit.	<ul style="list-style-type: none"> • O déficit é o saldo anual de receitas e despesas públicas de um conjunto de entidades das administrações públicas; • A dívida pública é formada a partir de todos os anos anteriores e não só consequência de um ano.

5.1. Principais Problemáticas Relacionadas com a Inflação, Taxa de Juro e Contas Públicas

5.1.1. Problemática da Taxa de Inflação

Relativamente à tabela 1, todos os autores contribuem de uma forma essencial para a explicação da taxa de inflação. No entanto, há dois contributos que merecem maior destaque pela sua distinção de ideias. Assim, pode-se destacar os contributos de Gerdesmeier (2009) e Micossi (2015).

Na perspetiva de Gerdesmeier (2009), a inflação é considerada como o aumento geral dos preços dos bens e dos serviços, logo este autor foca-se essencialmente no lado real da economia.

Já na perspetiva de Micossi (2015), em que a inflação é uma estratégia da política monetária, a inflação é vista como uma opção da política monetária.

5.1.2. Problemática da Taxa de Juro

A tabela 2 apresenta um resumo sobre os contributos teóricos da taxa de juro. Dos contributos mencionados, é possível destacar dois autores: Lopes (2010) e Caiado (1997).

Segundo Lopes (2010), a taxa de juro é definida como o preço da moeda, apresentando desta forma duas perspetivas distintas. A primeira, em que a taxa de juro pode ser vista como relevante para o lado real da economia, e a segunda como instrumento da política monetária.

De acordo com Caiado (1997), a taxa de juro é a taxa de preferência entre os valores monetários atuais e os valores monetários futuros. Sendo assim, na perspetiva deste autor a taxa de juro encaixa-se como uma opção de política monetária.

5.1.3. Problemática das Contas Públicas

Finalmente, a tabela 3 diz respeito aos principais contributos sobre o Défice e a Dívida Pública. Os autores mencionados apoiam-se em perspetivas similares, uma vez que tanto Silva (2010) como Pereira (2016), afirmam que as contas públicas para se manterem sustentáveis têm de manter uma dívida estável para alcançar um valor certo para o défice.

5.2. Convergências Sobre esta Temática

Através das tabelas anteriores, é possível concluir que, sendo o objetivo do BCE manter os preços estáveis, ou seja, evitar subidas significativas nos preços (taxa de inflação) de modo a não prejudicar negativamente a economia, a manutenção dos preços estáveis, isto é, a estabilidade monetária, é o melhor contributo que os bancos centrais podem oferecer ao cidadão. Além de que, torna as ações do BCE mais transparentes, podendo desta forma planear melhor o futuro, e prever qual a subida de preços que pode esperar ao longo do tempo.

Por outro lado, existindo uma estabilidade monetária, significa que, e de acordo com a equação de Fisher, a inflação tende para valores estáveis, o que implica que a taxa de juro real é igual à taxa de juro nominal, logo não existindo inflação a taxa de juro real não é afetada, e nessas condições a moeda cumpre a sua função reserva de valor, medida essencialmente através da inflação.

Em relação às contas públicas, o aumento dos gastos públicos aumenta o PIB, no entanto esse aumento deve-se à subida da inflação. Assim, a estabilização da dívida pública e do défice é necessária para que o objetivo da estabilidade de preços seja alcançado.

Capítulo III: Metodología

1. Objetivo do Estudo

Este capítulo tem como principal intuito verificar a existência de evidências empíricas, nomeadamente através da observação de gráficos e tabelas, relacionadas com a taxa de inflação e com a taxa de juro dos depósitos a prazo, taxa Euribor a 6 meses e taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos.

Depois de estimados os parâmetros para as variáveis explicativas, a considerar a taxa de juro dos depósitos a prazo, a taxa Euribor a 6 meses e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, o objetivo deste capítulo passa por comprovar em que medida estas variáveis afetam ou perturbam a estabilidade monetária, ou seja, a taxa de inflação.

Visto que de todas as variáveis apresentadas no modelo econométrico, apenas a taxa de inflação beneficiou de uma revisão de literatura mais aprofundada, como pode ser visto nos capítulos I e II, assim, no estudo empírico representado pelo capítulo IV, para além da análise do comportamento que cada variável independente tem na variável a explicar, inicialmente é feita uma pequena distinção de opiniões dos mais variados autores.

Dos principais contributos pode ser destacado o autor Trindade (2014), Pereira (1984), Feldstein (2010), Prior (2012), e Coelho (2016).

2. Modelo econométrico

Em virtude da proposta de mestrado apresentada neste trabalho, é realizada uma avaliação através de uma função, com o propósito de encontrar uma relação entre a estabilidade monetária (taxa de inflação) e as variáveis explicativas do modelo. Portanto, o intuito passa por confirmar se as variáveis explicativas do modelo conseguem explicar as variações temporais da taxa de inflação.

Neste modelo, os dados são analisados entre 2010 e 2018 para Portugal e Espanha.

Como já foi dito, os dados da taxa de inflação foram utilizados como variável a explicar. Já os dados dos depósitos a prazo, da taxa Euribor a 6 meses e da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro foram usados como variáveis explicativas, com o intuito de perceber se existe ou não influência positiva ou negativa na variável a explicar.

Para o efeito, é apresentada a seguinte função de análise:

$$\pi = f(iDP; ich6; igov 10)$$

Onde:

- π representa a taxa de inflação;
- **iDP** representa a taxa de juro dos depósitos a prazo;
- **ich6** representa a taxa de juro do crédito á habitação (taxa Euribor a 6 meses);
- **igov10** representa a taxa de rendibilidade das obrigações do estado a 10 anos.

Ainda assim, ao implementar o logaritmo natural à variável, a função em análise passa a ser o modelo seguinte:

$$\text{Ln Tax.Inf} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tax.Dep.Prazo} + \beta_2 \text{Tax.Euri.6M} + \beta_3 \text{Tax.Rendi.10A}$$

Esta equação representa perfeitamente o método dos mínimos quadrados, onde descreve Y como a variável a explicar (ou dependente), e X1, X2, X3,...,Xn como variáveis explicativas (ou independentes). Assim os β_1 , β_2 , e β_3 são os parâmetros desconhecidos que se pretende estimar.

Posteriormente, é analisada a significância individual das variáveis, assim como outros testes. Inicialmente é observado se o sinal esperado de cada variável vai de encontro com o que foi estimado, para que finalmente se possa concluir quais os coeficientes que apresentam maior impacto na taxa de inflação.

2.1. Variável a Explicar: Inflação

Tal como referido anteriormente, o objetivo primordial da presente dissertação é estudar a estabilidade monetária e a função da moeda reserva de valor, pelo que a variável a explicar a analisar é a taxa de inflação.

A estratégia consiste em realizar a interpretação das variáveis explicativas mencionadas de seguida, para que se possa explicar as alterações existentes na mesma data para a taxa de inflação.

2.2. Variáveis Explicativas: Taxa de Juro dos Depósitos a Prazo, Taxa Euribor a 6 meses e Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos

Como o próprio título descreve, foram definidas como variáveis explicativas iDP (taxa de juro dos depósitos a prazo), ich6 (taxa Euribor a 6 meses), e igov10 (taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos).

As variáveis foram escolhidas consoante a sua importância e impacto na variável em estudo, ou seja, à priori, todas elas influenciam positiva ou negativamente a taxa de inflação.

Assim, é necessário verificar a correlação entre cada variável explicativa, com a variável a explicar, e se as mesmas, conseguem explicar a taxa de inflação através da análise dos seus respetivos valores ao longo do período em análise.

Por fim, para se comprovar a natureza dos dados a análise é realizada cuidadosamente.

3. Bases de Dados e Período de Análise

Os dados presentes neste trabalho contribuíram para uma análise sintética e pormenorizada da economia em Portugal e Espanha, sendo que para tal foi necessário a recolha de diferentes dados compreendidos entre o período de 2010 a 2018. Para a realização da análise do modelo, foi utilizado o software IBM SPSS Statistics 25, como também foram pesquisados dados de diferentes instituições para a análise da evolução das variáveis do modelo.

Relativamente à variável a explicar, os dados para os depósitos a prazo, de famílias, de empresas e o total foram obtidos através do Banco de Portugal (BP), Banco de Espanha e PORDATA (Base de Dados Portugal Contemporâneo), em que os valores estão em percentagem.

Para obter os dados referentes à taxa de inflação, foram recolhidos os dados presentes no Banco de Espanha, Instituto Nacional de Estatística (INE) e mais uma vez no PORDATA, estando também os valores em percentagem.

No que diz respeito à taxa Euribor a 6 meses, os seus dados foram analisados através do Banco de Portugal, Banco de Espanha e PORDATA, com valores representados em percentagem, assim como para a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos.

A única dificuldade encontrada na realização da análise do estudo empírico, mais propriamente da análise da evolução das variáveis do modelo, foi o acesso aos dados para Espanha, uma vez que o Banco de Espanha não fornece dados com séries longas e dentro de uma mesma metodologia. No entanto, apesar de ter existido um grande esforço na busca desses dados, essa pesquisa acabou por não comprometer os objetivos da análise.

Acredito que estes foram os melhores dados disponíveis para comprovar o objetivo do estudo e por isso, são importantes para a investigação e base da estratégia metodológica.

Capítulo IV: Estudo Empírico

1. Análise da Evolução das Variáveis do Modelo

Após a apresentação, descrição e forma de tratamento dos dados, bem como da metodologia econométrica, tanto a variável a explicar, ou seja, a taxa de inflação, como as variáveis explicativas, isto é, a taxa de juro dos depósitos a prazo, a taxa de juro do crédito à habitação (Euribor a 6 meses) e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, são estimadas através de uma análise temporal.

Para cumprir tal propósito, poder-se-á aferir à posteriori a capacidade de cada uma das variáveis explicativas em explicar de que forma estas podem influenciar a variável a explicar, a taxa de inflação. Assim, será apresentado um período bastante longo entre o ano de 2010 até aproximadamente o ano de 2018, na zona euro, mais propriamente em Portugal e Espanha. Apenas a variável da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos inicia a sua análise a partir de 1999, para que se possa comparar a sua evolução antes e depois da adoção do euro.

Assim, de seguida são analisadas as demais variáveis, onde inicialmente é feita uma breve introdução de cada uma com alguns dos contributos mais importantes, e finalmente estas são analisadas ao longo dos anos de acordo com os dados extraídos das suas respetivas fontes.

1.1. Taxa de Inflação

A política monetária é um instrumento determinante na procura de equilíbrio no mercado monetário. Sendo o BCE a autoridade responsável pela implementação da política monetária, o seu objetivo primordial passa pela manutenção da estabilidade de preços.

Como já foi abordado anteriormente, a inflação, provocada pelo desequilíbrio global entre a oferta e a procura, é um aumento no nível geral de preços de bens e serviços, e por isso, é um fator macroeconómico indicado pela literatura como decisivo da poupança. Desta forma, para garantir a estabilidade de preços é necessário que as taxas de juro de curto prazo também estejam baixas.

De acordo com Pereira (1984), a inflação reduz o efeito da capitalização nos depósitos a prazo. Este autor comprovou matematicamente que, taxas de inflação elevadas dependem da instabilidade da economia, logo é normal que o seu aumento suscite um nível de poupança maior por parte dos agentes económicos, por razões de precaução. Assim, quando a taxa de inflação aumenta é expectável que os preços subam futuramente, o que leva a um consumo especial de bens duradouros.

Também Pelgrin et al. (2002), no seu estudo para os países da zona euro durante os anos 90, averiguaram a existência de uma relação negativa entre a inflação e a taxa total de poupança privada. Segundo estes autores, um aumento na taxa de inflação pode levar a um aumento do consumo presente, especialmente de bens duradouros.

No entanto, autores como Kukk et al. (2015) e Chowdhury (2004) identificam uma relação positiva entre a inflação e o nível de poupança. Chowdhury (2004) justifica esta dinâmica com o facto de a taxa da inflação ser um indicador de incerteza macroeconómica.

Por outro lado, Feldstein (2010) garante que a deflação desencoraja os gastos do consumidor. Isto é, a queda no nível geral dos preços dos bens e serviços, leva as pessoas a adiarem as suas decisões de investimento, contribuindo para um menor crescimento económico.

Os gráficos seguintes demonstram a evolução da taxa de inflação entre os anos 2010 e 2018 para Portugal e Espanha.



Gráfico 7: Evolução da Taxa de Inflação em Portugal (IPC).

Fonte: INE/PORDATA-Elaboração Própria

Segundo o gráfico 7, é possível verificar que a taxa de crescimento anual dos preços é bastante elevada no período inicial da amostra, principalmente entre o ano 2010 e 2011. Contudo, a partir do ano 2011, a taxa de inflação tem caído de forma acentuada, registando, Portugal, em 2012 uma inflação de 2,8%, reduzindo-se para 0,4% em 2013. O mesmo se verifica para o gráfico 8, registando, Espanha, em 2012, uma inflação de 2,4%, diminuindo no ano seguinte para 1,5%.



Gráfico 8: Evolução da Taxa de Inflação em Espanha (IPC).

Fonte: Banco de Espanha- Elaboração Própria

O ano de 2010 foi marcado por uma relativa estabilidade, no entanto, entre 2011 e 2014, a taxa de inflação mostra-se muito instável, atingindo em Portugal cerca de 4% e em Espanha 3% em 2011, caindo para valores negativos em 2014. Desde aí, é possível verificar que a taxa de inflação tem aumentando a sua percentagem para valores próximos dos pretendidos pelo Eurossistema.

Finalmente, a partir da análise dos gráficos, pode-se concluir que taxas de inflação elevadas e instáveis podem afetar negativamente o crescimento da economia, diminuindo o nível de investimento. Por sua vez, níveis reduzidos de investimento, conduzindo a prémios de risco mais elevados e menor eficiência do mecanismo de mercado, prejudicam o crescimento da economia e a criação de emprego (Leão et al., 2011).

Desta forma, tanto a inflação como a deflação são prejudiciais para a economia, pois níveis de inflação muito baixos acabam, por um lado, por aumentar o valor real das dívidas das empresas e das famílias e, por outro, provoca as expectativas de deflação. Ou seja, esta situação não é a mais favorável para uma economia, uma vez que os agentes económicos acabam por adiar as suas despesas de consumo e de investimento.

1.2. Taxa de juro dos Depósitos a Prazo

A poupança assume uma função muito importante na dinâmica da economia no que diz respeito á sua relação com o investimento. Portanto, existe uma relação causal entre a poupança e investimento,

isto é, para haver fundos que possam ser investidos, no sentido de aumentar o fator capital, é preciso abdicar do consumo e disponibilizar esses mesmos fundos no mercado.

Esta relação pode ser evidenciada através de vários estudos, nomeadamente dos autores, Attanasio et al. (1995) e Holmes (2005). Ambos os contributos (autores), partilham da mesma opinião que, numa situação de estabilidade económica, através da poupança um país é capaz de se financiar para fins de investimento, que permitirá o aumento da produtividade e da taxa de crescimento. Já num contexto de recessão económica, a poupança também assume um papel primordial, uma vez que ajuda os países a laborarem melhor com os efeitos negativos da crise. Assim, a poupança adota um papel primordial no crescimento económico, por via do investimento.

Passando ao assunto propriamente dito, os depósitos a prazo são uma parte importante da poupança de um país. Mas e então o que é um depósito? De acordo com o Banco de Portugal (2018), um depósito consiste numa quantia que um cliente confia a um banco. Relativamente à sua liquidez, condições de movimentação e objetivo, este pode ter várias modalidades, isto é, podem ser depósitos à ordem, depósitos com pré-aviso, depósitos a prazo, depósitos a prazo não mobilizáveis antecipadamente e depósitos em regime especial.

Os depósitos à ordem (DO) distinguem-se dos depósitos a prazo (DP) pelas condições de mobilização dos fundos. A principal diferença que reside entre os depósitos a prazo e os depósitos à ordem, é o facto de estes últimos estarem disponíveis a qualquer momento, já para os depósitos a prazo essa disponibilidade só termina no final do prazo estabelecido. Isto é, os DO são um produto de base para o acesso ao sistema bancário, podendo estes aceder à utilização de instrumentos de pagamento, tal como, os cartões, as transferências, débitos diretos, etc. Pelo contrário, os DP pressupõem a imobilização dos fundos por um período previamente contratado entre a instituição e o cliente (Trindade, 2014). No entanto, há instituições financeiras que dão a possibilidade da mobilização antecipada dos depósitos a prazo, ou seja, antes de acabar o período pré-acordado, de acordo com as condições estabelecidas pelo banco, sendo que normalmente existe uma penalização sobre o valor dos juros. Estes são normalmente pagos periodicamente ou na data do vencimento (Banco de Portugal, 2018).

Em relação à evolução dos depósitos a prazo, Trindade (2014) afirma que o desempenho dos DP não sofreu alterações mesmo com as recentes crises, tanto a nível internacional como nacional. Aliás, devido ao medo por parte das famílias face aos seus futuros, tal como a capitalização dos depósitos por parte das instituições, terão contribuído de forma positiva para a evolução dos depósitos a prazo entre o ano de 2010 e 2012.

Nos gráficos seguintes é possível verificar a evolução dos depósitos a prazo em Portugal e em Espanha desde 2010 até 2018, das famílias, das empresas e o total de depósitos a prazo.

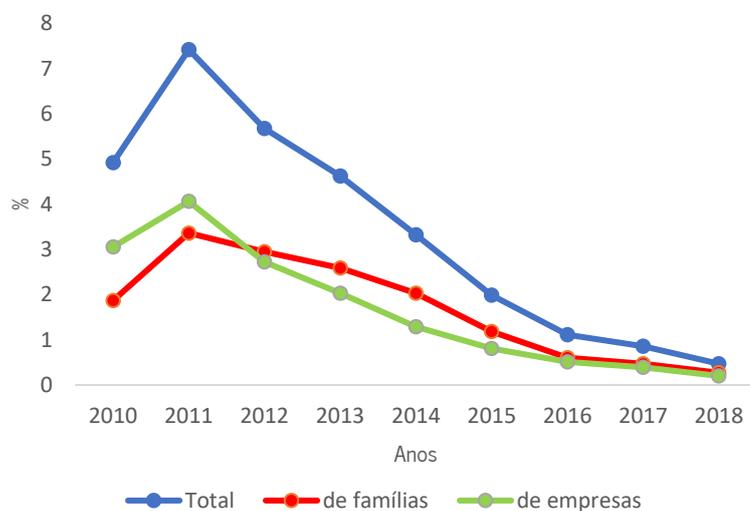


Gráfico 9: Evolução dos Depósitos a Prazo em Portugal.

Fonte: BP/PORDATA-Elaboração própria

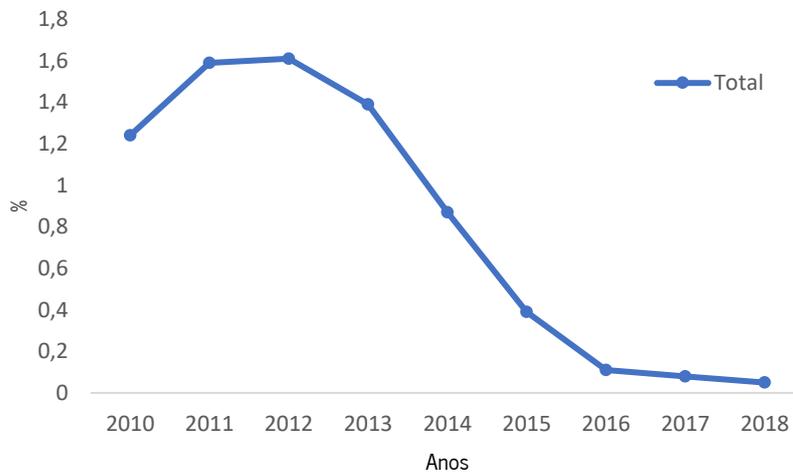


Gráfico 10: Evolução dos Depósitos a Prazo em Portugal.

Fonte: Banco de Espanha- Elaboração Própria

Relativamente ao gráfico 9, é possível constatar que até ao ano de 2011, tanto os depósitos a prazo de empresas como os depósitos a prazo de famílias apresentam uma evolução positiva, sendo as empresas as grandes responsáveis por esta tendência crescente. Contudo, a partir de 2012 verifica-se

que os depósitos a prazo para ambas têm vindo a diminuir ao longo dos anos, sendo as famílias as que apresentam valores mais altos. Em Espanha o cenário verifica-se idêntico à situação anterior.

A título de conclusão, as famílias colocam as suas reservas nos bancos, e estes emprestam sobre a forma de reservas excedentárias. Se as poupanças (S), que funcionam como função da moeda reserva de valor, ou seja, moeda por motivos de precaução, for colocada nos bancos e os bancos emprestarem, então $S = \text{Investimento das empresas}$. Então, nesta situação a economia real está estável.

1.3. Taxa de Juro do Crédito à Habitação (Euribor a 6 meses)

Os bancos tendem a aumentar o seu passivo quando reúnem recursos junto das pessoas e empresas, por via da oferta de diversificadas aplicações financeiras, como é o caso das contas poupança, e dos depósitos a prazo, entre outras aplicações. Assim, serão obrigados a remunerar aos mesmos, através do pagamento de juros a uma determinada taxa. Pelo contrário, no sistema bancário, do ativo faz parte a colocação de dinheiro no mercado. Isto é, o banco ao conceder crédito, quer seja crédito pessoal, crédito à habitação, ou crédito a empresas, vai traduzir-se em rendimento para o banco.

Contudo, e de acordo com Beck et al. (2014), o acesso ao financiamento varia conforme o ciclo económico, ou de outra forma, os empréstimos bancários são afetados pela situação macroeconómica do país ou zona económica. Se o período económico for de recessão, a concessão de empréstimos diminui, caso se trate de um ciclo expansivo, as limitações tendem a ser menos rígidas, existindo uma maior concessão de crédito.

Prior (2012), nos seus estudos à análise da concessão de crédito em Portugal entre 2007 e 2012, verificou que o ativo da instituição, o produto interno bruto, a margem das taxas de juro, assim como os depósitos bancários, apresentam valores significativos na oferta de crédito.

De acordo com Marques et al. (2003), o crédito aos consumidores engloba todo o empréstimo a particulares que não tenha por finalidade uma atividade económica e profissional. Em relação à problemática do endividamento das famílias, esta abrange essencialmente o crédito à habitação e o crédito ao consumo.

Tem vindo a assistir-se a um aumento do património dos particulares, em relação ao seu rendimento disponível. Este crescimento da riqueza patrimonial das famílias, teve como contrapartida um aumento considerável do endividamento, especialmente no que se refere a empréstimos de longo prazo, destinados à aquisição de habitação (Cardoso et al., 2005).

Dentro dos créditos a particulares, aquele que mais interessa para esta metodologia é o crédito à habitação, pois é um dos tipos de créditos a particulares mais importantes, tanto para o banco, como para o cliente, como será visto de seguida.

Este tipo de crédito está, portanto, direcionado para a aquisição, construção ou obras de beneficiação, de recuperação ou de ampliação de habitações. Para Marques et al. (2000), o crédito à habitação é a despesa que mais pesa no orçamento das famílias, e por isso é também a principal fonte de endividamento.

Já Matias (2002), afirma que o crédito à habitação se traduz num instrumento de fidelização de clientes, “dado o carácter quase permanente de receitas para o banco, durante um vasto período de tempo, proporcionadas pelo crédito de longo prazo e pelos inúmeros serviços financeiros prestados ao cliente”.

No crédito à habitação existem taxas de juros fixas e taxas de juros variáveis, sendo as taxas variáveis as mais utilizadas neste tipo de crédito. Na taxa de juro variável são somadas duas componentes: o spread e o indexante. O spread é o lucro das instituições de crédito, e o indexante é a taxa de juro de referência, que neste tipo de crédito é a Euribor (Euro Interbank Offered Rate). Sendo as taxas de juro variáveis as mais utilizadas, o enfoque será nas Euribor a 6 meses.

No gráfico 11 e 12, é possível observar a evolução da taxa Euribor a 6 meses para Portugal e Espanha desde 2010 até 2018.

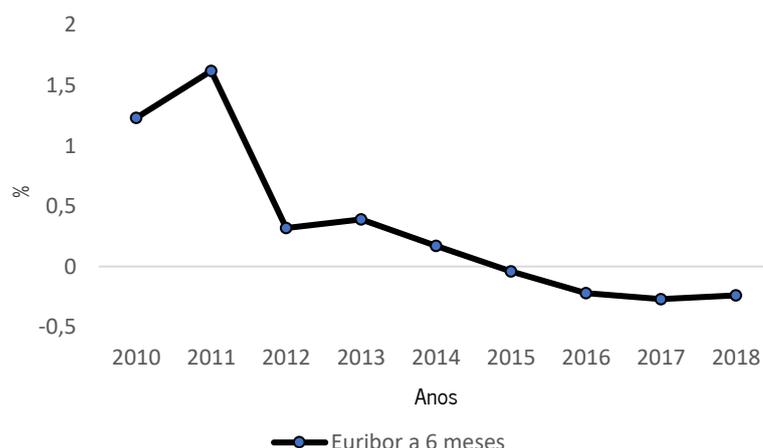


Gráfico 11: Evolução da Taxa Euribor a 6 meses em Portugal.

Fonte: BP/PORDATA. Elaboração Própria

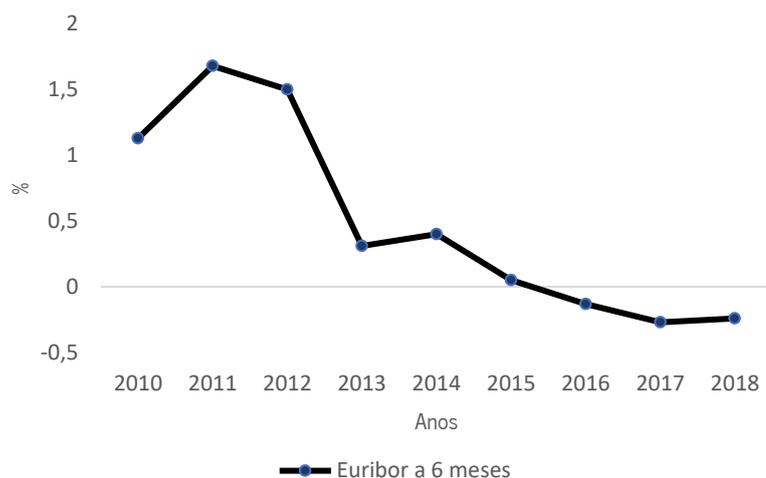


Gráfico 12: Evolução da Taxa Euribor a 6 meses em Espanha.

Fonte: Banco de Espanha- Elaboração Própria

Da análise aos gráficos, no ano de 2011 a taxa Euribor a 6 meses aumentou significativamente, registando valores mais altos comparativamente a 2010. No entanto, no ano seguinte, em 2012, a taxa voltou a descer atingindo cerca de 0,3% para Portugal e Espanha no final de 2013.

A título de conclusão, a Euribor a 6 meses, é a taxa de juro de referência dos empréstimos à habitação em Portugal. Apesar dos dados analisados só iniciarem o seu período em 2010, esta taxa já em 2005 apresentava uma trajetória ascendente, contribuindo para um aumento dos encargos das famílias portuguesas junto da Banca.

Devido aos reduzidos níveis de confiança dos consumidores, ao aumento da taxa de desemprego, entre outros, verificou-se um consumo privado, com uma taxa de variação superior à do rendimento disponível. A partir daqui, foi notória uma nova diminuição da taxa de poupança dos particulares e o aumento do endividamento (Genworth Financial, 2006).

1.4. Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos

Depois de abordadas as duas primeiras variáveis explicativas da equação, respetivamente, a taxa de juro dos depósitos a prazo e a taxa Euribor a 6 meses para o crédito à habitação, apenas falta analisar a evolução das 10 years government bonds, ou seja, as obrigações do tesouro a 10 anos. As obrigações do tesouro são títulos de dívida pública e funcionam como empréstimos que são concedidos ao Estado, para que este possa fazer face às suas despesas ou investimentos.

Segundo autores como Manganelli et al. (2009), Arghyrou et al. (2012) e Afonso et al. (2015), teoricamente, a evolução da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro depende dos três principais fatores de risco, nomeadamente o risco de crédito, risco de mercado e o risco de taxa de juro. O risco de crédito é avaliado através de seis fatores diferentes que são, o desempenho macroeconómico, as condições orçamentais, o endividamento externo, a taxa de inflação, a produtividade do trabalho e a situação demográfica (Ichiue et al., 2012). Neste tipo de risco, quem empresta dinheiro a alguém corre o risco desse alguém não devolver o dinheiro. Já no risco de mercado, as obrigações do tesouro por serem transacionadas num mercado financeiro, estão permeáveis às oscilações do preço que acabam por estar relacionadas com o risco referido anteriormente. No entanto, se as obrigações forem mantidas até à maturidade este risco não ocorre. Por fim, o risco de taxa de juro prende-se com a possibilidade de as obrigações deixarem de ser atrativas face a produtos alternativos.

Neste sentido, os autores Laubach (2009) e Poghosyan (2014), afirmam que o desempenho macroeconómico e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro assentam numa ligação que pode ser explicada através da equação de Euler, relativa ao problema da maximização da utilidade pública dos consumidores. Além disso, um melhor desempenho macroeconómico conduz normalmente a níveis mais baixos de desemprego, e a salários mais elevados, favorecendo o aumento da taxa de inflação e, conseqüentemente um aumento da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro. No entanto, Poghosyan (2014) sugere que os desvios positivos do crescimento do produto em relação ao seu nível potencial podem reduzir a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro à medida que aumenta a capacidade fiscal de um país.

No que diz respeito às condições orçamentais, tanto Kumar et al. (2010), Ichiue et al. (2012), Pham (2014), Poghosyan (2014), como Afonso et al. (2011), assumem a dívida pública e o saldo primário, ou mesmo o saldo orçamental e o saldo da balança corrente, como as variáveis que mais frequentemente aparecem como determinantes da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro. A deterioração das condições orçamentais conduz a uma maior probabilidade de incumprimento do prémio de risco, o que leva à procura de um prémio de risco mais elevado por parte dos investidores e que, por sua vez, aumenta a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro (Kumar et al., 2010). Esta situação pode ser confirmada pelos estudos de Ardagna (2009), onde a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro diminui em períodos de consolidação orçamental e aumenta quando a condição orçamental se deteriora.

De acordo com Ardagna et al. (2007) e Poghosyan (2014), a inflação, através do seu historial e da taxa esperada (Hsing, 2015), influencia as taxas de juro nominais a partir de dois canais: o nível de

inflação por si só e a incerteza que lhe está normalmente associada. Deste modo, Kumar et al. (2010) vem complementar o estudo dos autores anteriores sugerindo que expectativas de inflação mais elevadas podem aumentar a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro. Baldacci et al. (2008) sublinham que as expectativas de inflação também podem gerar incerteza macroeconómica, levando a um prémio de risco mais elevado e, conseqüentemente, a um aumento da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro. Hsing (2015), nos seus estudos desenvolvidos para Espanha, analisou entre 1999 e 2014 que um aumento da taxa de inflação esperada contribui para um aumento da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro.

De seguida é analisada a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos em Portugal e Espanha. Assim sendo, no gráfico 13 é possível observar a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos para Portugal entre 1999 e 2018, ou seja, antes e depois da adoção do euro.

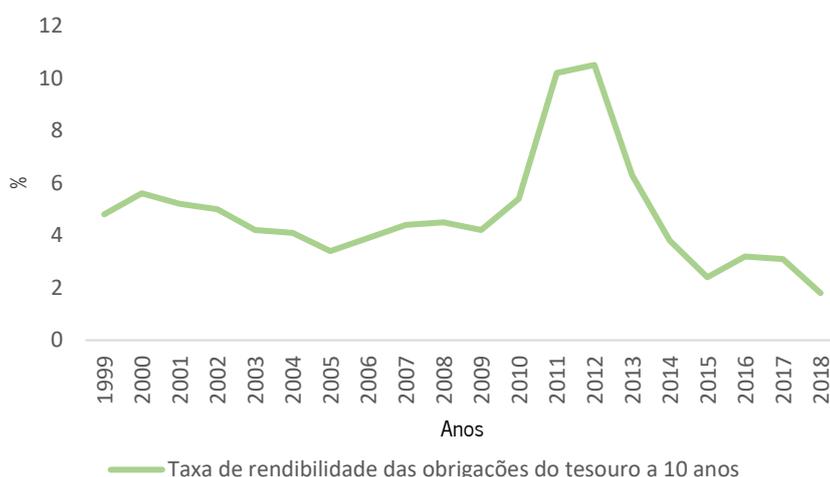


Gráfico 13: Evolução da Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos em Portugal.

Fonte: BP/PORDATA-Elaboração Própria

A partir do gráfico, é perceptível que Portugal antes da adoção do euro, viu a sua taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos a reduzir-se ao longo dos anos. Segundo Santis (2012), esta diminuição está relacionada com o aumento dos spreads (taxa de juro aplicada pelos bancos) noutros spreads soberanos. Estes spreads aumentaram durante a crise financeira, o que pode ser explicado pelo risco de crédito, afetando assim o mercado da dívida da área do euro.



Gráfico 14: Evolução da Taxa de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro a 10 anos em Espanha.

Fonte: Banco de Espanha- Elaboração Própria

Já com a criação da União Económica e Monetária (UEM), muitos foram os países que introduziram o euro. Assim, de acordo com o gráfico 13, até ao ano de 2009 a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos permaneceu inalterável. No entanto, o período de 2010 a 2014 foi marcado por uma crise financeira que se iniciou como parte da crise financeira global de 2008, o que levou a uma divergência na taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos em Portugal e em Espanha (Gráfico 14) durante esse tempo. Esta situação foi impulsionada maioritariamente pelo aumento da dívida pública e pela rápida deterioração dos indicadores de financiamento macroeconómico, que por sua vez intensificou os custos de financiamento nos mercados e claramente um aumento na taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos (Coelho, 2016).

A título de conclusão, os défices orçamentais podem aumentar as taxas de juro nominais, pois estes reduzem a poupança agregada quando a poupança privada não aumenta na mesma proporção. Deste modo, acabam por aumentar a dívida pública que, conseqüentemente, aumenta a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro (Gale et al., 2003). Isto é, os consumidores poupam as suas receitas em antecipação do futuro aumento de impostos necessário para reembolsar a dívida pública.

2. Resultados do Modelo Econométrico

Tendo em conta o modelo econométrico apresentado na presente dissertação, e depois de analisada individualmente cada uma das variáveis, o seguinte passo passa por verificar se as variáveis explicativas afetam a variável a explicar. Para a realização da leitura dos resultados obtidos, utilizou-se o software IBM SPSS Statistics 25. Os resultados das estimações foram divididos em diferentes tabelas em função do tipo de análise feito. A variável dependente foi a taxa de inflação, e as variáveis explicativas foram a taxa juro dos depósitos a prazo, taxa Euribor a 6 meses e taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, medidas em Logaritmos.

Tabela 4: Resultados da Estatística Descritiva

Estatística Descritiva					
	N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
PAIS	18	0	1	,50	,514
Tax.Dep.Prazo	18	,05	7,42	2,0950	2,17538
Tax.Inf	18	-,60	3,70	1,2722	1,24844
Tax.Euri.6M	18	-,27	1,68	,4106	,69968
Tax.Rendi.10A	18	1,39	10,50	4,2011	2,74599
N válido (de lista)	18				

Fonte: SPSS- Elaboração Própria

De acordo com a tabela 4, esta expõe os resultados das estatísticas descritivas referentes às respetivas variáveis estudadas na primeira parte do estudo empírico, tendo em conta o período e países em análise. Assim, sendo o objetivo desta tabela uma explicação mais significativa, é possível observar que a média da taxa dos depósitos a prazo, da taxa de inflação e da taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos estão bastante próximas, com exceção da taxa Euribor a 6 meses. No que diz respeito à correlação que se espera destas variáveis, pode-se afirmar que, em relação à taxa dos depósitos a prazo, sendo a taxa de inflação a principal impulsionadora da estabilidade económica, não se espera uma correlação certa. Corroborando com as conclusões tiradas do estudo de Pereira (1984) e Feldstein (2010), esta incerteza deve-se ao facto de elevadas taxas de inflação aumentarem os níveis de poupança, assim como a sua queda acaba por diminuir as decisões de investimento. Relativamente à taxa Euribor a 6 meses, espera-se um sinal positivo, pois como já foi confirmado através das afirmações de Beck et al. (2014), quanto maior esta taxa maior a retribuição da poupança. Finalmente, comparando a média entre a taxa de inflação e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, sendo esta última visivelmente maior, espera-se uma correlação positiva. Segundo os estudos de Laubach

(2009) e Poghosyan (2014), quanto maior a taxa de inflação maior a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro.

Tabela 5: Teste de Normalidade referente à Variável Taxa de Inflação (A) e à Variável Taxa de Juro dos Depósitos a Prazo (B)

Testes de Normalidade						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	gl	Sig.	Estatística	gl	Sig.
Tax.Inf	,091	20	,200*	,967	20	,688

*. Este é um limite inferior da significância verdadeira.
a. Correlação de Significância de Lilliefors

Fonte: SPSS-Elaboração Própria

Testes de Normalidade						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	gl	Sig.	Estatística	gl	Sig.
Tax.Dep.Prazo	,254	20	,001	,808	20	,001

a. Correlação de Significância de Lilliefors

Fonte: SPSS-Elaboração Própria

Antes de analisar o coeficiente de correlação, é necessário testar se um conjunto de dados se encontra bem modelado por uma distribuição normal (Maroco, 2003). Deste modo, será utilizado o teste de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, que se destina a verificar se uma amostra teve origem numa população com uma determinada distribuição. A partir deste teste, é de esperar que as diferenças existentes da distribuição de uma amostra com N observações sejam mínimas, assim como dentro dos limites de erros aleatórios (Siegel, 1956). Contudo, visto que se trata de uma dimensão pequena ($n < 30$), será analisado apenas o teste de Shapiro-Wilk pelo simples facto do programa SPSS produzir o p-value para este teste quando a dimensão da amostra é menor ou igual a 30 (Maroco, 2003).

A utilização do teste de Shapiro-Wilk foi feito a um nível de confiança de 95% ($=0,05$). Assim, considerando a taxa de inflação, pertencente à variável dependente do modelo, as hipóteses em teste são:

H_0 : Tax.Inf segue uma distribuição normal;

H_1 : Tax.Inf não segue uma distribuição normal.

Onde a H_0 mostra que a distribuição da amostra é igual à distribuição normal e a H_1 mostra que a distribuição da amostra é diferente da distribuição normal. Se o valor de significância puder ser considerado suficientemente pequeno, então os dados levarão à aceitação da hipótese H_0 . No entanto, como se pode verificar pela tabela 5, observa-se que os valores de significância de Shapiro-Wilk para a taxa dos depósitos a prazo é 0,001. Conclui-se que se deve rejeitar a hipótese de normalidade H_0 , pois o Sig. obtido é menor que 0,05, e, portanto, não se verifica linearidade na distribuição normal. A partir desta situação, não será testado o coeficiente de correlação de Pearson, uma vez que de acordo com Reis (1998), este teste serve para analisar a veracidade de um modelo de regressão linear simples num determinado conjunto de dados, apenas quando existe distribuição normal, e, portanto este coeficiente será eliminado da análise estatística de forma a não se obterem falsos resultados. Isto é, sendo a normalidade um dos pressupostos das medidas de associação de Pearson, a partir do momento em que uma das variáveis viola esse pressuposto tem que se recorrer à análise não paramétrica correspondente, neste caso de Spearman. Assim, para ultrapassar estas limitações, será utilizado coeficiente de correlação de Spearman, que é utilizado nas situações em que há violação da suposição de normalidade (Bauer, 2007).

Deste modo, será aplicado este teste para determinar a existência de uma relação entre a taxa de inflação e as restantes variáveis independentes. Este coeficiente é normalmente representado pela sigla r_s .

Ao analisar este coeficiente serão postas em causa algumas situações, nomeadamente a variação de r_s entre -1 e 1. Caso o coeficiente se aproxime destes valores, então maior será a correlação entre as variáveis. Por outro lado, se a correlação apresentar o valor de -1 ou 1, significa que existe uma monotonia perfeita nessa correlação, e, portanto, quando o valor de uma variável aumenta ou diminui, o mesmo acontece na outra variável.

Visto que anteriormente não foi possível provar a distribuição normal na amostra, será realizado um teste de significância estatística, de forma a verificar se existe ou não evidência da existência de uma correlação linear na população. Desta forma, as hipóteses a serem testadas são:

H_0 : Tax.Inf é perturbada pela variável independente;

H_1 : Tax.Inf não é perturbada pela variável independente.

2.1. Leitura dos Principais Resultados

2.1.1. Análise Global

Para responder à questão formulada no ponto anterior, utilizou-se o programa SPSS de forma a calcular o coeficiente de correlação de Spearman, e assim, perceber se existe uma relação entre a variável a explicar e as variáveis explicativas.

Na tabela 6 pode-se observar os resultados obtidos para o coeficiente de correlação de Spearman e o respetivo nível de significância.

Tabela 6: Resultados da Correlação de Spearman

		Correlações				
		Tax.Dep. Prazo	Tax.Inf	Tax.Euri.6M	Tax.Rendi. 10A	PAIS
rô de Spearman	Tax.Dep.Prazo	1,000	,293	,693**	,882**	-,568*
	Coeficiente de Correlação					
	Sig. (2 extremidades)	.	,239	,001	,000	,014
	N	18	18	18	18	18
Tax.Inf	Tax.Dep.Prazo	,293	1,000	,381	,528*	,086
	Coeficiente de Correlação					
	Sig. (2 extremidades)	,239	.	,119	,024	,735
	N	18	18	18	18	18
Tax.Euri.6M	Tax.Dep.Prazo	,693**	,381	1,000	,749**	,096
	Coeficiente de Correlação					
	Sig. (2 extremidades)	,001	,119	.	,000	,703
	N	18	18	18	18	18
Tax.Rendi.10A	Tax.Dep.Prazo	,882**	,528*	,749**	1,000	-,353
	Coeficiente de Correlação					
	Sig. (2 extremidades)	,000	,024	,000	.	,150
	N	18	18	18	18	18
PAIS	Tax.Dep.Prazo	-,568*	,086	,096	-,353	1,000
	Coeficiente de Correlação					
	Sig. (2 extremidades)	,014	,735	,703	,150	.
	N	18	18	18	18	18

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Fonte: SPSS- Elaboração Própria

A tabela apresenta os resultados para a correlação de Spearman entre as variáveis durante o período de 2010 a 2018 para Portugal e Espanha, no entanto para uma melhor explicação dos resultados a mesma tabela irá ser desdobrada, onde inicialmente serão discutidos os resultados para Portugal (País=0), e seguidamente os resultados para Espanha (País=1).

2.1.2. Portugal

Tabela 7: Resultados da Correlação de Spearman para Portugal

			Correlações				
			PAIS = 0 (FILTER)	Tax.Dep. Prazo	Tax.Inf	Tax.Euri.6M	Tax.Rendi. 10A
rô de Spearman	PAIS = 0 (FILTER)	Coefficiente de Correlação	.	.	.	.	.
		Sig. (2 extremidades)	.	.	.	.	.
		N	9	9	9	9	9
Tax.Dep.Prazo		Coefficiente de Correlação	.	1,000	,410	,933**	,917**
		Sig. (2 extremidades)	.	.	,273	,000	,001
		N	9	9	9	9	9
Tax.Inf		Coefficiente de Correlação	.	,410	1,000	,259	,393
		Sig. (2 extremidades)	.	,273	.	,500	,295
		N	9	9	9	9	9
Tax.Euri.6M		Coefficiente de Correlação	.	,933**	,259	1,000	,800**
		Sig. (2 extremidades)	.	,000	,500	.	,010
		N	9	9	9	9	9
Tax.Rendi.10A		Coefficiente de Correlação	.	,917**	,393	,800**	1,000
		Sig. (2 extremidades)	.	,001	,295	,010	.
		N	9	9	9	9	9

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: SPSS-Elaboração Própria

2.1.3. Espanha

Tabela 8: Resultados da Correlação de Spearman para Espanha

			Correlações				
			PAIS = 1 (FILTER)	Tax.Dep. Prazo	Tax.Inf	Tax.Euri.6M	Tax.Rendi. 10A
rô de Spearman	PAIS = 1 (FILTER)	Coefficiente de Correlação	.	.	.	.	.
		Sig. (2 extremidades)	.	.	.	.	.
		N	9	9	9	9	9
Tax.Dep.Prazo		Coefficiente de Correlação	.	1,000	,485	,917**	,950**
		Sig. (2 extremidades)	.	.	,185	,001	,000
		N	9	9	9	9	9
Tax.Inf		Coefficiente de Correlação	.	,485	1,000	,502	,611
		Sig. (2 extremidades)	.	,185	.	,168	,081
		N	9	9	9	9	9
Tax.Euri.6M		Coefficiente de Correlação	.	,917**	,502	1,000	,867**
		Sig. (2 extremidades)	.	,001	,168	.	,002
		N	9	9	9	9	9
Tax.Rendi.10A		Coefficiente de Correlação	.	,950**	,611	,867**	1,000
		Sig. (2 extremidades)	.	,000	,081	,002	.
		N	9	9	9	9	9

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: SPSS-Elaboração Própria

2.2. Conclusões Gerais

A partir da tabela 7 é possível constatar que o resultado obtido para o coeficiente de correlação de Spearman entre as variáveis taxa Euribor a 6 meses, taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos e a variável da taxa de inflação, demonstra a existência de uma correlação positiva baixa⁴ ($r_s=0,259$, $r_s=0,393$). No entanto, para perceber se na amostra existe ou não evidência que sugira a existência de uma correlação linear na população, é necessário efetuar um teste de significância. Ao aplicar esse teste, verifica-se que não existe uma correlação estatisticamente significativa, pois $p>0,01$ ($p=0,500$ e $p=0,295$), o que implica a rejeição da hipótese nula.

No que respeita à relação entre a taxa dos depósitos a prazo e a taxa de inflação, verifica-se a existência de uma correlação positiva moderada ($r_s=0,410$). Ainda assim, efetuando o teste de significância, é possível concluir que não existe uma correlação estatisticamente significativa, uma vez que $p>0,01$ ($p=0,273$), implicando a rejeição de H_0 .

Relativamente aos resultados da correlação de Spearman para Espanha (tabela 8), é de notar que os valores de cada uma das variáveis apresentam correlações similares às discutidas anteriormente. Ainda assim, há evidências de uma correlação positiva moderada entre as variáveis taxa Euribor a 6 meses, taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos e a variável da taxa de inflação ($r_s=0,502$, $r_s=0,611$). Da mesma forma, a correlação apresentada entre a taxa de inflação e a taxa dos depósitos a prazo revela-se positiva moderada ($r_s=0,485$). Em relação ao valor do sig para as três variáveis explicativas, taxa Euribor a 6 meses, taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, e taxa dos depósitos a prazo, ao efetuar o teste de significância, é revelado que não existe uma correlação estatisticamente significativa, pois novamente $p>0,01$ ($p=0,168$, $p=0,081$ e $p=0,185$), e, portanto, é rejeitada a H_0 .

De acordo com a informação discutida, considerando que nestas duas economias a moeda que circula é o Euro, e tendo em conta que os resultados provam a existência de uma correlação positiva mas pouco significativa entre a taxa de inflação e a taxa dos depósitos a prazo, então é possível afirmar que a função da moeda reserva de valor entre 2010 e 2018 para ambos os países, não foi posta em

⁴ Segundo Pestana et al. (2000), um nível de r_s menor que 0,2 indica uma correlação muito baixa; entre 0,2 e 0,3 indica uma correlação baixa; entre 0,4 e 0,69 moderada; entre 0,7 e 0,89 alta e por fim entre 0,9 e 1 apresenta uma correlação muito alta.

causa dados os níveis estáveis da inflação, a qual não tem sido afetada negativamente pelas taxas de juro. Isto significa que as reservas excedentárias não são perturbadoras da estabilidade monetária, logo, não têm influenciado negativamente a taxa de inflação.

No entanto, comparando as três variáveis explicativas nos dois países durante a análise temporal, verifica-se que a variável taxa Euribor a 6 meses e a variável taxa dos depósitos a prazo para Portugal e Espanha, respetivamente, foram as mais benéficas para a estabilidade da inflação dadas as suas correlações positivas mas menores.

Ainda assim, verifica-se que Espanha tem uma correlação positiva mais significativa das taxas de juro com a inflação, uma vez que o sig está mais aproximado de $p < 0,01$.

Finalmente, pode-se concluir que a taxa dos depósitos a prazo, a taxa Euribor a 6 meses e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, entre 2010 e 2018 para Portugal e Espanha, não pressionaram fortemente a taxa de inflação, ou seja, não têm perturbado, logo não são um fator de instabilidade monetária, e por isso, a função da moeda reserva de valor não foi posta em causa.

Posto isto, de acordo com o objetivo proposto para o estudo, é possível afirmar que o modelo foi eficiente adequando-se ao pretendido, pois os resultados obtidos confirmaram as correlações esperadas (Tabela 4).

Conclusão

A realização da presente dissertação teve como finalidade estudar a estabilidade monetária e a função da moeda reserva de valor, na qual inicialmente se procedeu à revisão de literatura sobre o tema. Conjuntamente, foi efetuado um estudo empírico sobre a relação existente entre a taxa de inflação e as taxas dos depósitos a prazo, taxa Euribor a 6 meses e taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos para Portugal e Espanha entre o período de 2010 a 2018. Este estudo empírico foi executado através de um modelo econométrico, para se comprovar a relação entre a variável a explicar e as variáveis explicativas. Todas as variáveis explicativas contribuíram para uma melhor explicação da estabilidade monetária durante o período mencionado.

No que diz respeito ao modelo econométrico, foram comprovadas três situações: 1) Correlação positiva moderada entre taxa de inflação e taxa de juro dos depósitos a prazo; 2) Correlação positiva baixa e moderada entre taxa de inflação e taxa Euribor a 6 meses; 3) Correlação positiva baixa entre taxa de inflação e taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos.

Os resultados obtidos neste estudo empírico confirmaram a existência de uma correlação positiva moderada entre a taxa de inflação e a taxa dos depósitos a prazo para as duas economias, demonstrando também uma correlação não estatisticamente significativa. Contudo, o país em que a taxa de inflação foi menos afetada, foi Portugal tendo em conta a sua correlação positiva, mas menor. Logo, a taxa de juro dos depósitos a prazo durante o período em causa para ambas as economias, não foram perturbadoras da estabilidade monetária.

Relativamente à segunda situação, foi confirmada a existência de uma correlação positiva baixa para Portugal e uma correlação positiva moderada para Espanha. Ainda assim, as correlações para os dois países não foram estatisticamente significativas. Ao comparar as correlações nos dois países conjuntamente verificou-se que a taxa Euribor a 6 meses foi menos relevante para a taxa de inflação em Portugal, dada a sua correlação positiva, mas menor. Sendo assim, a taxa Euribor a 6 meses para Portugal e Espanha entre 2010 e 2018 afetou de forma positiva mas não significativamente a taxa de inflação, não perturbando assim a estabilidade monetária.

Finalmente na terceira situação, também se verificou evidências de uma correlação positiva baixa entre a taxa de inflação e a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos para Portugal, e uma correlação positiva moderada para Espanha, assim como a existência de uma correlação não estatisticamente significativa. Nesta situação, a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos afetou menos significativamente a taxa de inflação na economia portuguesa, dada a sua correlação positiva, mas menor. Assim, é possível afirmar que a taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos durante o período para ambas as economias, não afetou negativamente a taxa de inflação.

Concluindo, sendo o Euro a moeda de circulação nas duas economias, e tendo em conta que os resultados provam a existência de uma correlação positiva, mas não significativa entre as variáveis explicativas e a taxa de inflação, então a função da moeda reserva de valor não foi posta em causa, dada a estabilidade encontrada entre a taxa de inflação e a taxa de juro de remuneração dos depósitos a prazo, onde é registada uma correlação positiva moderada.

Posto isto, o modelo econométrico revelou-se bastante eficiente, pois o objetivo do estudo foi cumprido e os resultados obtidos confirmaram os estudos de Pereira (1984), Feldstein (2010), Beck et al. (2014), Laubach (2009) e Poghosyan (2014).

Outro tema discutido nesta dissertação, foi então o tema propriamente dito, isto é, a estabilidade monetária e a função da moeda reserva de valor. Tendo em conta o desenvolvimento económico e financeiro, a moeda tem sido um alvo de grande uso, o que tem implicado diversos ajustamentos nas políticas monetárias do Banco Central, nomeadamente na dimensão das suas reservas. A preservação do poder de compra é regra fundamental para a moeda, sendo esta norma de particular importância pois as normas de uma economia monetária são importantes para toda a economia do mercado. As três funções específicas da moeda, isto é, meio de troca, reserva de valor e unidade de conta, foram mudando ao longo do tempo. A estabilidade de preços, bem como os custos associados à inflação ou à deflação, estão estritamente associados à moeda e às suas funções. Apesar da inflação e a deflação serem dois fenómenos económicos que podem ter consequências negativas para a economia, a estabilidade de preços é capaz de colmatar estes efeitos graves. É de realçar que, a estabilidade de preços para além de contribuir para o bem-estar geral ao reduzir a incerteza associada à evolução geral dos preços, também impede a distribuição arbitrária da riqueza e dos rendimentos, no que diz respeito à erosão do valor real de ativos nominais, como é o caso das obrigações do tesouro e dos depósitos bancários. Esta erosão decorre de inflações elevadas, que podem ser uma fonte de perturbações sociais e de instabilidade política. Neste sentido, o banco central ao manter a estabilidade de preços permite que sejam alcançados os objetivos económicos, contribuindo assim para a estabilidade política geral (Gerdesmeier, 2009). Já relativamente à função da moeda reserva de valor, a inflação também tem o poder de dominar esta, pois apesar da moeda possuir a vantagem de elevada liquidez, existe sempre a possibilidade de perda de valor real.

Dentro das suposições feitas na presente dissertação, podem ser extraídas algumas considerações. A primeira é referente ao trabalho exercido na busca de contributos teóricos que comprovem de alguma forma o modelo. A segunda foi a de procurar variáveis que pudessem explicar de forma clara a taxa de inflação e o seu impacto na economia, aplicando-as ao modelo econométrico para

realizar a leitura correta dos dados. Foi através deste modelo que se conseguiu provar a relação entre a existência de uma estabilidade monetária e o cumprimento da função reserva de valor da moeda, em cooperação com as variáveis explicativas.

Referências Bibliográficas

Abreu, M., Afonso, A., Escaria, V., Ferreira, C. (2018). *Economia Monetária e Financeira* (3ª Edição). Escolar Editora.

Abreu, M. (2005). *Inflação e política monetária em Portugal antes da adoção do euro*. Banco de Portugal. Departamento de Estudos Económicos.

Afonso, A., Arghyrou, M. G., Ktonikas, A. (2015). The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU. Working Paper n° 1781. European Central Bank. Frankfurt am Main.

Afonso, A., Rault, C. (2011). Long-run Determinants of Sovereign Yields. *Economics Bulletin*.

Ardagna, S. (2009). Financial Markets Behavior Around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance. *European Economic Review*. Vol. 53.No.1.

Ardagna, S., Caselli, F., Lane, T. (2007). Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries. *The B.E. Journal of Macroeconomics*.

Arghyrou, M., Ktonikas, A. (2012). The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.

Attanasio, O., Browning, M. (1995). Consumption over the life cycle and over the business cycle. *American Economic Review*.

Barata, J. (2005). *Moeda e Mercados Financeiros*. Universidade Técnica de Lisboa.

Baldacci, E., Gupta, S., Mati, A. (2008). Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets. Working Paper n° 08/259. Fiscal Affairs Department. International Monetary Fund.

Bauer, L. (2007). *Estimação do coeficiente de correlação de Spearman ponderado*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre.

Beck, T., Degryse, H., Haas, R., Horen, N. (2014). When arm's length is too far.

Bootle, R. (1999). *O Fim da Inflação*. Edições Dom Quixote. Lisboa.

Caiado, A. (1997). *Taxas de juro e inflação em Portugal: Testes e modelos de previsão*. Universidade Técnica de Lisboa.

Cardoso, F., Cunha, V. (2005). Household wealth in Portugal: 1980-2004. Banco de Portugal. Working paper n°4.

Carneiro, F., Divino, J., Rocha, C. (2003). Reconsiderando o efeito Fisher: uma análise de cointegração entre taxas de juros e inflação. *Nova Economia*. Belo Horizonte.

Cintra, M. *Avanço do dinheiro virtual*. Universidade de Harvard.

Chowdhury, A. (2004). Private savings in transition economies: are there terms of trade shocks?. *Comparative Economic Studies*.

Coelho, M. (2016). Credit Ratings and Government Bonds. Evidence Before, during and after the European debt crisis. Escola de Economia de Empresas de São Paulo.

Cortez, T. (2004). Moeda, Estado e Direito. O papel do Estado na ordem monetária e seu controle. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Costa, S. (1998). Determinação da Taxa de Câmbio Real de equilíbrio para a Economia Portuguesa com base na FEER*. Banco de Portugal. Departamento de Estrangeiro.

Crowder, W., Hoffman, D. (1996). The Long-Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: The Fisher Equation Revisited. Ohio State University Press. *Journal of Money*.

Curro, R. (2009). Mercosul: A moeda única e suas consequências no comércio internacional. Faculdade de direito da Universidade de São Paulo.

Diogo, A. (2011). Série Longa de Inflação em Portugal – Análise do Período 1976-2010 com base no IPC. Instituto Universitário de Lisboa.

Delgado, N. (2009). O Regime de Bretton Woods para o comércio mundial: origens, instituições e significado. Editora da Universidade Rural.

Feldstein, M. (2010). Inflation or Deflation. Harvard University.

Fonseca, J. (2015). Economia Monetária e Financeira. Imprensa da Universidade de Coimbra. 2ª Edição.

Gale, W., Orszag, P. (2003). Economic Effects Of Sustained Budget Deficits. *National Tax Journal*. Vol.56.

Genworth Financial Mortgage Insurance (2006). Indicadores e Situação do Mercado Hipotecário Português. Número 1.

Gerdesmeier, D. (2009). A Estabilidade de preços é importante porquê?. Banco Central Europeu.

Holmes, M. (2005). What do Savings-Investment Correlations tell us about the International Capital Mobility of Less Developed Countries?. *Journal of Economic Integration*.

Hsing, Y. (2015). Determinants of the Government Bond Yield in Spain : A Loanable Funds Model. *International Journal of Financial Studies*.

Ichie, H., Shimizu, Y. (2012). Determinants of Long-term Yields : A Panel Data Analysis of Major Countries and Decomposition of Yields of Japan and the US. Working Paper n° 12-E-7. Bank of Japan, Tokyo.

Kousta, Z., Serletis, A. (1999). On the Fisher Effect. *Journal of Monetary Economics*.

- Krugman, P., Robin, W. (2006). *Macroeconomics*. Worth Publishers. Universidade de Harvard.
- Kukk, M., Staehr, K. (2015). *Macroeconomic Factors in Corporate and Household Saving*. Working Paper Series 5.
- Kumar, M., Baldacci, E. (2010). *Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields*. Working Paper n° 10/184. Fiscal Affairs Department. International Monetary Fund.
- Laubach, T. (2009). *New Evidence on the Interest Rate. Effects of Budget Deficits and Debt*. Journal of the European Economic Association.
- Leão, E., Pedro R., Sérgio C. (2011). *Política Monetária e Mercados Financeiros*. 2ª edição.
- Lopes, E. (2011). *EU Integration Process: EU Trade and Euro Area*. University of Minho.
- Lopes, J., Rossetti, J. (1998). *Economia Monetária*. São Paulo. 7ª edição.
- Manganelli, S., Wolswijk, G. (2009). *What drives spreads in the euro area government bond market?*. Economic Policy.
- Mankiw, N. (2002). *Principles of Economics*. Harcourt College Publishers. 2nd Edition.
- Maroco, J. (2003). *Análise Estatística com utilização do SPSS (Vol. 2)*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Marques, M., Frade, C. (2003). *Uma sociedade aberta ao crédito*. Subjndice, n.º24.
- Marques, M., Neves, V., Frade, C., Lobo, F., Pinto, P., Cruz, C. (2000). *O endividamento dos consumidores*. Coimbra.
- Matias, M. (2002). *O crédito à habitação em Portugal*. Porto.
- Micossi, S. (2015). *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*. Centre for European Policy Studies.
- Morais, L. (2013). *Determinantes e efeitos do endividamento das famílias em Portugal*. Instituto Politécnico de Bragança.
- Pelgrin, F., Serres, A. (2002). *The decline in private saving rates in the 1990s in OECD countries: how much can be explained by non-wealth determinants?*. Economics Department Working Papers, No. 344.
- Pereira, A. (1984). *A influência da inflação num depósito a prazo*. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo.
- Pereira, P. (2016). *Portugal: Dívida Pública e Défice Democrático*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Pestana, E., Nunes, J. (2000). *Análise de dados para ciências sociais - A complementaridade do SPSS (Segunda ed.)*. Lisboa: Edições Sílabo, LDA.

Pham, T. (2014). Sovereign bond yields in emerging Asia : New evidence. Working Paper n° 2014/18. Laboratoire d'Economie et de Management Nantes-Atlantique. Université de Nantes.

Poghosyan, T. (2014). Long-run and short-run determinants of sovereign bond yields in advanced economies. Economic Systems.

Prior, F. (2012). Determinantes da oferta de crédito Bancário – Caso Português. Departamento de economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro.

Reis, E. (1998). Estatística Descritiva. Lisboa: Edições Sílabo.

Santis, R. (2012). The Euro area sovereign debt crisis- safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. European Central Banks. Working Paper Series.

Siegel, S. (1956). Nonparametric statistics for the behavioral sciences. New York: McGraw-Hill.

Silva, J. (2010). Macroeconomia II. Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Soutelo, S. (2019). A Estabilidade Monetária e a Função da Moeda Reserva de Valor. Universidade do Minho.

Trindade, D. (2014) Depósitos a prazo em Portugal: Evolução Recente e Determinantes. Instituto Universitário de Lisboa.

Bibliografia digital:

<https://www.bportugal.pt>

<https://www.bde.es>