

Universidade Técnica de Lisboa
Instituto Superior de Economia e Gestão

**O Mecanismo de Transmissão da Política Monetária:
o papel dos preços dos activos**

Luís Miguel da Mata Artur Dias Pacheco

Tese para obtenção do grau de Doutor em Economia

Orientador: Prof. Doutor José Martins Barata

Constituição do Jurí:

Doutor Jorge Manuel de Azevedo Henriques dos Santos, professor catedrático do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa;

Doutor José Martins Barata, professor catedrático aposentado do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa;

Doutor Daniel Bessa Fernandes Coelho, professor auxiliar da Escola de Gestão da Universidade do Porto;

Doutor Carlos Manuel Rodrigues Vieira, professor auxiliar da Universidade de Évora (relator);

Doutor Pedro Alexandre Reis Carvalho Leão, professor auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa (relator).

Outubro de 2006

Universidade Técnica de Lisboa
Instituto Superior de Economia e Gestão

**O Mecanismo de Transmissão da Política Monetária:
o papel dos preços dos activos**

Luís Miguel da Mata Artur Dias Pacheco

Tese para obtenção do grau de Doutor em Economia

Orientador: Prof. Doutor José Martins Barata

Constituição do Jurí:

Doutor Jorge Manuel de Azevedo Henriques dos Santos, professor catedrático do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa;

Doutor José Martins Barata, professor catedrático aposentado do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa;

Doutor Daniel Bessa Fernandes Coelho, professor auxiliar da Escola de Gestão da Universidade do Porto;

Doutor Carlos Manuel Rodrigues Vieira, professor auxiliar da Universidade de Évora (relator);

Doutor Pedro Alexandre Reis Carvalho Leão, professor auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa (relator).

Outubro de 2006

Resumo

O objectivo da tese consiste em “aferir da importância dos preços dos activos no mecanismo de transmissão da política monetária e sua influência sobre a condução da política monetária por parte do banco central, procurando-se averiguar se os preços dos activos deverão ter um papel explícito e independente na função de reacção da autoridade monetária”. Na prossecução deste objectivo utilizamos uma metodologia de abordagens sucessivas com graus de aprofundamento crescentes, que procuram responder às diversas questões colocadas. No capítulo I investiga-se o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, em particular, o papel dos preços dos activos nesse mecanismo e na estratégia de política monetária do banco central. A existência de potenciais efeitos assimétricos nas economias europeias, decorrentes de diferenças na propagação dos efeitos riqueza ou do crédito, motiva o capítulo II. Aí, numa abordagem apoiada nos modelos tradicionais do ciclo de vida mas ampliando a literatura nesta matéria, estudam-se os efeitos da evolução dos preços das acções e da habitação sobre o consumo. Dados os resultados de que as despesas de consumo são influenciadas pelos preços dos activos, aprofunda-se a investigação desenvolvendo-se, nos capítulos seguintes, modelos que permitam aferir da necessidade ou não de uma ponderação significativa dos preços dos activos nas decisões de política monetária. No capítulo III, deriva-se a regra de política monetária óptima a partir de um modelo macroeconómico ampliado com equações que descrevem o comportamento dos preços dos activos. De modo inovador face à literatura existente, mostra-se que, no contexto de uma política monetária de objectivos para a inflação, a função de reacção óptima inclui os preços dos activos. No entanto, os resultados da calibragem do modelo e da análise da sua sensibilidade a choques indicam que a regra que incorpora os preços dos activos tende a implicar uma maior volatilidade. Aproveitando alguma da intuição fornecida por este modelo, desenvolvemos no capítulo IV um modelo semelhante, do tipo “novo Keynesiano”, que inclui uma função de reacção e onde são explicados os fundamentos microeconómicos das suas equações. As diferentes funções de reacção estimadas no capítulo V parecem descrever bem o comportamento passado da taxa de juro na zona euro, no entanto, encontramos um fraco suporte para a inclusão dos preços dos activos na função de reacção da autoridade monetária. Com a calibragem do modelo, a principal conclusão retirada da análise da sua sensibilidade a choques e das suas respostas nas simulações estocásticas efectuadas é a de que, num cenário em que se verificam fracos efeitos dos preços dos activos sobre a economia, não será aconselhável a inclusão daqueles na regra de política dada a instabilidade daí resultante. Da literatura estudada, dos modelos teóricos desenvolvidos e da evidência empírica encontrada, concluímos que, apesar dos potenciais custos sobre a economia provocados por desvios significativos nos preços dos activos, prevalecerá a perspectiva de actuação em que os preços dos activos deverão ser considerados em qualquer estratégia de política monetária, na medida em que a sua evolução poderá ter implicações sobre as expectativas/ previsões da inflação, embora o seu controlo não deva constituir um objectivo explícito dessa estratégia. A estratégia actual do BCE, assente nos pilares da análise económica e monetária, insere-se nesse mesmo conjunto de competências de uma autoridade monetária preocupada fundamentalmente com a estabilidade de preços, mas atenta aos desenvolvimentos potencialmente desestabilizadores que se verificam nos mercados de activos.

Abstract

With this work we intend to “assess the importance of asset prices in the monetary policy transmission mechanism and its influence on central bank’s monetary policy execution, trying to understand if asset prices should have an explicit and independent role in the monetary authorities’ reaction function”. In the quest for this objective we use a methodology of successive approaches with a growing degree of sophistication, trying to answer to the several questions made. In chapter I, we research the functioning of the monetary policy transmission mechanism, highlighting the role of asset prices in that mechanism and in the central bank’s monetary policy strategy. The existence of potential asymmetric effects in the European economies, due to differences in wealth or credit effects propagation, motivates chapter II. There, with an approach supported in the traditional life cycle models but extending the literature on this field, we study the stock and housing prices effects on consumption. Given the results that consumer spending is influenced by asset prices, in the following chapters we extend out research, developing models that permit to assess the need of a significant weight of asset prices in monetary policy decisions. In chapter III, we derive the optimal monetary policy rule from a macroeconomic model extended with equations describing the behavior of asset prices. In an innovative way we show that, in the context of a monetary policy oriented by inflation targets, the optimal reaction function includes the asset prices. Yet, the calibration results and the analysis of its sensitivity to shocks indicate that the rule incorporating asset prices tends to display a higher volatility. Benefiting from some intuition supplied by that model, we develop in chapter IV a similar model of the “new Keynesian” type, that includes a reaction function and where the microeconomic foundations of its equations are explained. The different reaction functions estimated in chapter V seem to describe well the past behavior of interest rate in the euro zone, nevertheless we find a weak support for the inclusion of asset prices in the monetary authorities’ reaction function. With the calibration of the model, the main conclusion taken from the analysis of its sensitivity to shocks and from its responses in the stochastic simulations undertaken is that in a set of weak asset prices effects on the economy, given the generated instability it would not be advisable to include those in the policy rule. From the literature revised, the theoretical models developed and the empirical evidence founded we conclude that, in spite of the potential costs on the economy due to significant deviations of asset prices, the perspective in which asset prices are considered in any monetary policy strategy but not as an explicit objective of that strategy, should prevail given the fact that their evolution could influence inflation expectations or forecasts. The ECB current strategy, grounded in the economic and monetary pillars, is in accordance with that same perspective for the competencies of a monetary authority mainly worried with price stability but alert to the potentially destabilizing developments that take place in asset markets.

Dedicatória

À Paula e à Laura e Mafalda, duas incansáveis investigadoras.

Agradecimentos

A realização de uma tese de doutoramento, sendo um processo aprofundado de investigação, influencia, necessariamente, a vida profissional e pessoal do seu autor.

A nível profissional, a manutenção da actividade lectiva, e de todas as responsabilidades a ela associada, implica a organização e divisão do tempo entre aulas e investigação. Se, certamente, a investigação seria beneficiada por um período de clausura docente, por outro lado, perder-se-ia o contacto quotidiano com os alunos, cuja Formação será sempre o principal objectivo do docente.

A nível pessoal, a cedência aos irressistíveis apelos da vida familiar também gera, inevitavelmente, tensões entre a necessidade de avançar no trabalho académico e as responsabilidades familiares. Também nesta relação, a progressão dos trabalhos, embora travada pelo convívio familiar, torna-se também mais compensadora quando se podem partilhar as pequenas conquistas.

Por estas razões, os meus agradecimentos dirigem-se para todos aqueles que, nestes últimos anos, apenas cruzando-se efemeramente, ou acompanhando e orientando o trabalho desenvolvido, tornaram tudo possível.

Índice

Resumo.....	iii
<i>Abstract</i>	iv
Dedicatória.....	v
Agradecimentos.....	vi
Índice.....	vii
Lista de Quadros.....	xi
Lista de Figuras.....	xii
Lista de Apêndices.....	xiii
Lista de Abreviaturas.....	xvi
Introdução	1
Capítulo I: O mecanismo de transmissão da política monetária e os preços dos activos	7
I.1. Introdução.....	7
I.2. O mecanismo de transmissão da política monetária.....	9
I.2.1. Introdução.....	9
I.2.2. Os canais de transmissão da política monetária.....	10
I.2.2.1. Canal "taxa de juro".....	13
I.2.2.2. Canal "preço dos activos".....	15
A. Taxa de câmbio.....	16
B. Q de Tobin.....	18
C. Efeitos riqueza.....	21
C1. O papel do mercado da habitação.....	23
C2. Características do mercado da habitação e do crédito na Europa.....	28
I.2.2.3. Canal do crédito.....	36
A. Canal dos “empréstimos bancários”.....	38
B. Canal do balanço.....	41
B1. Composição dos balanços das famílias, empresas não financeiras e instituições monetárias e financeiras.....	48
I.2.2.4. Canal "expectativas e incerteza".....	55
I.2.3. O mecanismo de transmissão da política monetária: o caso da UEM.....	57
I.2.3.1. Introdução.....	57

I.2.3.2. Revisão de alguns trabalhos representativos.....	60
I.2.4. Algumas conclusões.....	65
I.3. Os preços dos activos e a função de reacção do banco central.....	67
I.3.1. Introdução.....	67
I.3.2. Preço dos activos como objectivo da política monetária?.....	71
I.3.2.1. Introdução.....	71
I.3.2.2. Discussão dos argumentos apresentados.....	75
I.3.3. Revisão dos trabalhos mais significativos.....	85
I.3.3.1. Deverão os bancos centrais, na definição da política monetária, considerar os preços dos activos?.....	86
I.3.3.2. Têm os bancos centrais, na definição da política monetária, sido sensíveis à evolução dos preços dos activos?.....	98
A. É a política monetária sensível ao comportamento dos preços dos activos?.....	99
B. Quais os efeitos da política monetária sobre os preços dos activos?.....	102
I.3.3.3. Quais as implicações da formação de bolhas nos preços dos activos sobre a política monetária?.....	106
I.3.4. Algumas conclusões.....	112
I.4. A estratégia de política monetária do BCE e os preços dos activos.....	115
I.4.1. O objectivo da estabilidade de preços.....	115
I.4.2. A estratégia inicial de política monetária do BCE.....	117
I.4.3. Os primeiros anos da condução da política monetária pelo BCE.....	123
I.4.4. Os indicadores de análise do BCE e os preços dos activos: relações de causalidade.....	127
I.5. Conclusões.....	132
Capítulo II: Primeira abordagem dos efeitos da evolução dos mercados accionistas e habitacionais sobre o consumo numa amostra alargada de países europeus	137
II.1. Introdução.....	137
II.2. Os preços dos activos e o comportamento do consumo.....	139
II.2.1. Os modelos tradicionais.....	139
II.2.2. Resultados empíricos na literatura.....	147
II.2.3. Uma experimentação baseada num modelo de tipo tradicional.....	154
II.2.4. Dados a utilizar: apresentação e análise da sua evolução e volatilidade.....	163
II.2.4.1. Preços da habitação.....	163
II.2.4.2. Preços das acções.....	169

II.2.5. Resultados econométricos.....	173
II.2.5.1. Efeitos riqueza no longo prazo: procedimento de Stock-Watson (DOLS).....	173
II.2.5.2. Efeitos riqueza no curto prazo: especificação de um Modelo de Correção de Erros (MCE).....	181
II.3. Conclusões da abordagem experimental.....	188
Capítulo III: Função de reacção do banco central no contexto dum modelo simples	191
III.1. Introdução.....	191
III.2. O modelo.....	193
III.3. Solução do modelo e definição de uma regra óptima para a taxa de juro.....	197
III.4. Análise do funcionamento do modelo.....	203
III.5. Calibragem e comportamento dinâmico do modelo.....	208
III.6. Conclusões.....	213
Capítulo IV: Um modelo dinâmico híbrido simples aumentado pelos preços dos activos: apresentação e fundamentação	215
IV.1. Introdução.....	215
IV.2. Algumas notas sobre os modelos “novos Keynesianos”.....	217
IV.3. Um modelo dinâmico de política monetária com uma regra de Taylor aumentada.....	224
IV.3.1. Introdução.....	224
IV.3.2. As equações do modelo e os seus fundamentos teóricos.....	227
IV.3.2.1. A curva IS.....	230
IV.3.2.2. A curva de ajustamento de preços.....	235
IV.3.2.3. A curva para os desvios dos preços dos activos.....	248
IV.3.2.4. A função de reacção da política monetária.....	252
Capítulo V: Estimação e comportamento do modelo dinâmico híbrido simples aumentado pelos preços dos activos	261
V.1. Introdução.....	261
V.2. Dados agregados para a zona euro.....	262
V.3. Estimação e resultados.....	268
V.3.1. Estimação da curva IS.....	271
V.3.2. Estimação da curva de ajustamento de preços.....	272

V.3.3. Estimação da curva para os desvios dos preços dos activos.....	273
V.3.4. Estimação da função de reacção da política monetária.....	274
V.3.5. Recuperação dos parâmetros estruturais do modelo.....	280
V.3.6. Algumas conclusões.....	281
V.4. Calibragem e comportamento dinâmico do modelo.....	284
V.4.1. Calibragem do modelo.....	284
V.4.2. Funções impulso-resposta.....	287
V.4.3. Escolhas de política alternativas.....	291
V.4.4. Algumas conclusões.....	297
V.5. Conclusões.....	298
Conclusão	301
Apêndices	311
Referências bibliográficas	367