

O IMPACTO DA POLÍTICA MONETÁRIA NAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS E DOS PARTICULARES EM PORTUGAL*

Isabel Marques Gameiro**

João Sousa**

1. INTRODUÇÃO

A recente crise financeira suscitou um interesse renovado no estudo da relação entre as variáveis reais e financeiras da economia. A análise do comportamento das decisões financeiras dos agentes económicos em resposta a choques sobre a economia é um passo importante para compreender essa interação. Neste estudo utilizam-se dados do fluxo de fundos das contas nacionais financeiras compiladas pelo Banco de Portugal para analisar a resposta das empresas não financeiras e dos particulares em Portugal a um choque de política monetária. Pretende-se assim obter resultados que permitam compreender melhor o mecanismo de transmissão da política monetária em Portugal e que contribuam para a análise macro-prudencial.

Estudos semelhantes ao atual foram realizados para os EUA, Itália e área do euro (veja-se Christiano *et al.*, 1996; Bonci e Columba, 2008 e Bonci, 2010). Nestes trabalhos os efeitos de um choque de política monetária são analisados com recurso a um modelo VAR tradicional, ao qual são adicionadas variáveis representativas dos fluxos de fundos dos vários setores económicos. A abordagem seguida no presente estudo é globalmente semelhante. A principal inovação está associada ao desenvolvimento de um modelo empírico adequado para a análise da transmissão de um choque de política monetária a uma pequena economia fortemente integrada com a área do euro. Nesse sentido, definiu-se um VAR com dois blocos, um para a área do euro e outro para Portugal e assumiu-se que as variáveis da área do euro são exógenas a Portugal. Este modelo simples é usado para testar como um vasto conjunto de variáveis de transações do fluxo de fundos das contas nacionais financeiras reagem a um choque de política monetária.

Os resultados obtidos confirmam que genericamente a economia portuguesa reage a um choque de política monetária de forma análoga à encontrada para outras economias em estudos semelhantes. Após um choque contracionista de política monetária, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras aumentam, o que se reflete num incremento dos passivos financeiros deste setor superior ao dos ativos financeiros, ou seja, num aumento dos passivos financeiros líquidos deste setor. Quanto aos agregados familiares, constatamos que as necessidades de financiamento

* Agradecemos comentários de Nuno Alves, Mário Centeno, Ana Leal, Ferreira Machado e Nuno Ribeiro. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

também aumentam após um choque de política monetária contracionista, mas neste caso tal é acomodado via um forte declínio dos ativos financeiros que excede a queda dos passivos financeiros. Identificam-se também alguns resultados aparentemente contra-intuitivos ou mais difíceis de explicar. Em particular, a resposta a um choque contracionista da política monetária das empresas não financeiras que aumentam temporariamente o recurso a empréstimos e o investimento em ações e outras participações. Estes resultados são também encontrados em estudos semelhantes para outros países.

2. BREVE DESCRIÇÃO DO MODELO

O modelo usado neste estudo é um modelo VAR com dois blocos: um para a área do euro (AE) e outro para Portugal (PT). As variáveis da área do euro influenciam as variáveis de Portugal mas são exógenas a estas. Esta simplificação é justificada pelo baixo peso de Portugal na economia da área do euro. A forma estrutural do modelo é dada pelo seguinte sistema (omitindo constantes):

$$\begin{bmatrix} A_0 & 0 \\ A_1 & A_2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_t^{AE} \\ Y_t^{PT} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} B(L) & 0 \\ C(L) & D(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{t-1}^{AE} \\ Y_{t-1}^{PT} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{AE} \\ \varepsilon_t^{PT} \end{bmatrix} \quad (1)$$

Em que Y_t é o vetor das variáveis endógenas, A_0 a matriz de parâmetros das relações contemporâneas das variáveis da área do euro, A_1 a matriz de parâmetros das relações contemporâneas das variáveis portuguesas face às variáveis da área do euro, e A_2 a matriz de parâmetros das relações contemporâneas entre as variáveis portuguesas $B(L)$, $C(L)$ e $D(L)$ são matrizes de polinómios no operador de desfasamento L . ε_t é o vetor de choques estruturais. As restrições de nulidade visam garantir a exogeneidade das variáveis da área do euro relativamente a Portugal.

O facto de as variáveis da área do euro serem exógenas permite-nos proceder à sua estimação autonomamente como se fosse um VAR único. O VAR para a área do euro inclui as seguintes variáveis endógenas: PIB real (y), deflador do PIB (py) e uma taxa de juro nominal de curto prazo que é a Euribor a três meses ($r3m$)¹:

$$Y^{AE} = (y_t, py_t, r3m_t) \quad (2)$$

A escolha destas variáveis é semelhante à de outros estudos sobre o mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro com recurso a VARs (veja-se, por exemplo Monticelli e Tristani 1999, Peersman e Smets, 2001, Ciccarelli *et al.*, 2009, Weber *et al.*, 2009 e Bonci, 2010). A escolha de um conjunto restrito de variáveis é ditada pela dimensão relativamente limitada da amostra de dados trimestrais de fluxos de fundos das contas financeiras, que cobre apenas o período 1998:1-2009:2, e pela necessidade de evitar, tanto quanto possível, o período pré-euro, em que a incerteza na identificação dos choques de política monetária é superior (veja-se Boivin *et al.*, 2008 e Weber *et al.*, 2009).

(1) O PIB da área do euro em termos reais real é obtido do *Eurostat*, o deflador do PIB é obtido da base de dados do *Area Wide Model* do BCE e a taxa Euribor provém da *Thomson Reuters* (com uma extensão ao ano de 1998 utilizando a taxa de juro de curto prazo proveniente da base de dados do *Area Wide Model* do BCE).

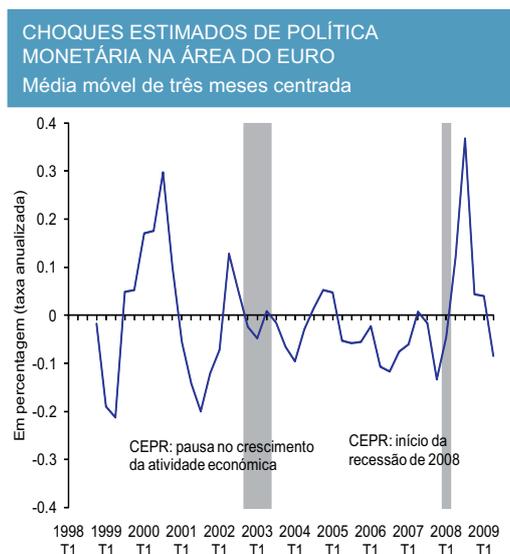
Todas as variáveis são corrigidas de sazonalidade e expressas em logaritmos dos respetivos níveis, com exceção da taxa de juro que é apresentada em nível. O VAR é estimado com dois desfasamentos para cada variável, cuja escolha assentou nos critérios habituais de seleção de desfasamentos, juntamente com a verificação da ausência de autocorrelação dos resíduos (ver Gameiro e Sousa, 2010).

Assumi-se que o banco central reage contemporaneamente a alterações na atividade económica e nos preços da área do euro mas afeta estas variáveis com um certo desfasamento (impondo-se as necessárias restrições na matriz A_0).

No Gráfico 1 apresenta-se a estimativa dos choques de política monetária na área do euro no período em análise. De acordo com estas estimativas, a política monetária na área do euro foi relativamente restritiva durante todo o ano de 2000, no segundo trimestre de 2002 e no terceiro trimestre de 2008. O gráfico revela ainda que no início da área do euro os choques de política monetária eram de maior dimensão, tendo-se tornado menores e, geralmente, negativos desde o início da pausa no crescimento económico que ocorreu em 2003 e até à intensificação da turbulência financeira no segundo semestre de 2008. Os choques de política monetária tornaram-se de novo negativos no segundo trimestre de 2009 sugerindo o retorno a uma orientação acomodatória.

As respostas do PIB e dos preços da área do euro ao choque de política monetária estão em linha com o esperado (Gráfico 2). Na área do euro, o choque de política monetária típico é de cerca de 30 pontos base na taxa de juro de curto prazo e os efeitos do choque desaparecem após cerca de 4 trimestres. O produto da área do euro diminui em resposta a um choque de política monetária contracionista, atingindo o ponto mínimo cinco trimestres após o choque. A resposta dos preços é mais lenta e persistente, atingindo um ponto mínimo cerca de 10 trimestres após o choque.

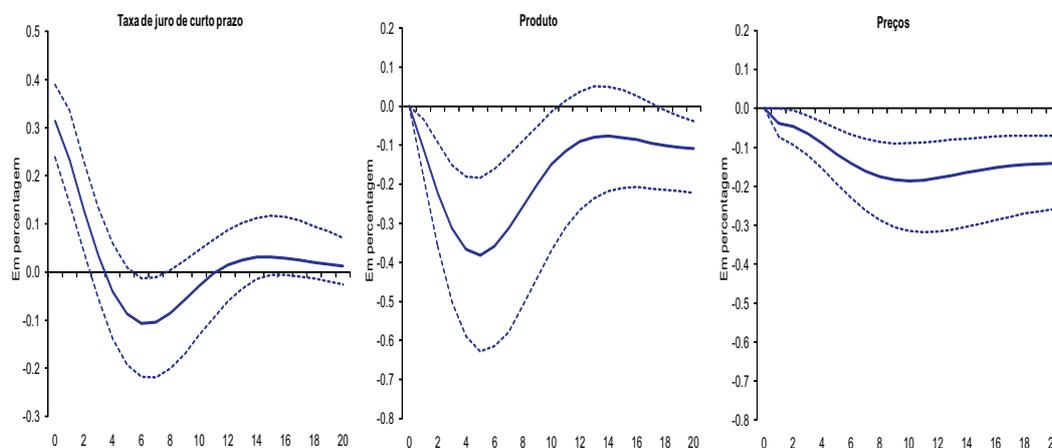
Gráfico 1



Fontes: Gameiro e Sousa (2010) e CEPR.

Gráfico 2

RESPOSTA DAS VARIÁVEIS DA ÁREA DO EURO A UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA CONTRACIONISTA



Nota: Desvios face à trajectória de base. A linha a cheio representa a resposta ao impulso mediana usando *bootstrap* (10 000 repetições) e as linhas tracejadas representam o percentil 90 da distribuição.

Por seu turno, os efeitos de um choque de política monetária em Portugal são obtidos estimando e simulando o modelo (1) como um todo. O VAR para Portugal tem como variáveis endógenas o PIB real em Portugal e o nível de preços (medido pelo Índice de Preços no Consumidor)². A cada equação adicionaram-se duas variáveis exógenas: o PIB real da área do euro (em valores contemporâneos)³ e a Euribor a 3 meses (desfasada um período). A Euribor é desfasada um período para transpor para Portugal a hipótese implícita no VAR da área do euro de que a transmissão dos choques de política monetária ao produto e aos preços não é imediata e se processa com desfasamento. As respostas a impulso de um choque de política monetária para Portugal envolvem a simulação do choque de política monetária na área do euro (que implica um aumento temporário da taxa de juro de curto prazo de cerca de 30 pontos base) e a análise da sua propagação a Portugal. O exercício pressupõe, por conseguinte, que os agentes económicos portugueses esperam que o BCE siga a regra de política monetária implícita no VAR da área do euro.

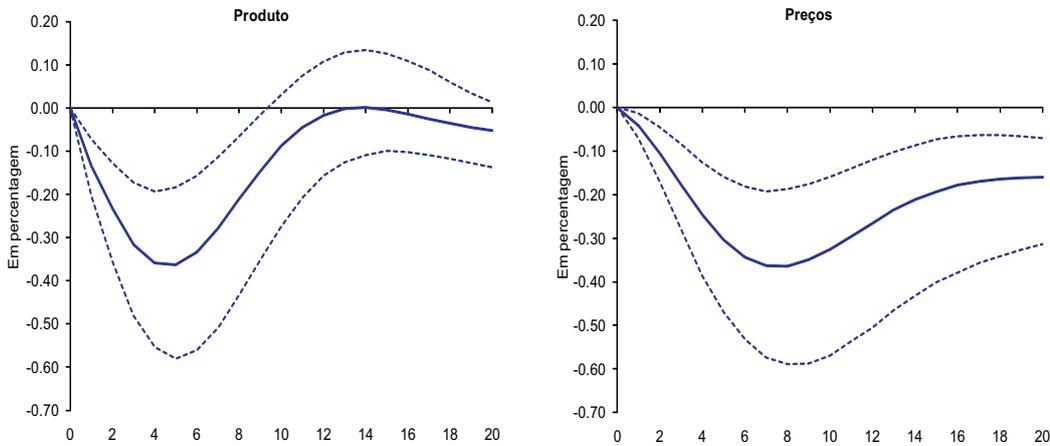
Os resultados do impacto de um choque de política monetária no produto e nos preços em Portugal são semelhantes aos da área do euro (Gráfico 3). O PIB real cai, atingindo o ponto mais baixo 5 trimestres após o choque. O nível de preços também cai, atingindo o mínimo cerca de 8 trimestres após o choque. Em comparação com os resultados da área do euro, o efeito do choque de política monetária em Portugal é mais rápido e mais forte sobre os preços (uma queda de cerca de 0.4 p.p. em comparação com 0.2 p.p. na área do euro), mas semelhante no caso do produto (uma diminuição de cerca de 0.4 p.p. do PIB real).

(2) O PIB e o IPC para Portugal foram obtidos do Instituto Nacional de Estatística (INE).

(3) Isto significa que a matriz A_1 tem zeros em todas as colunas exceto na primeira.

Gráfico 3

RESPOSTA DAS VARIÁVEIS PORTUGUESAS A UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA CONTRACIONISTA



Nota: Desvios face à trajetória de base. A linha a cheio representa a resposta ao impulso mediana usando *bootstrap* (10 000 repetições) e as linhas tracejadas representam o percentil 90 da distribuição.

3. OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE AS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS E DOS PARTICULARES

O objetivo principal deste trabalho é determinar as respostas de variáveis financeiras portuguesas a um choque de política monetária. Para tal, utilizámos as contas nacionais financeiras da economia portuguesa elaboradas pelo Banco de Portugal. Estas contas constituem um sistema coerente de estatísticas de transações e saldos financeiros da economia portuguesa.

Para analisar o efeito de um choque de política monetária na área do euro sobre as transações financeiras das empresas e dos particulares em Portugal recorreu-se à denominada “abordagem marginal”. De acordo com esta abordagem, as variáveis financeiras que pretendemos analisar são adicionadas, individualmente, ao conjunto de variáveis endógenas do VAR para Portugal, admitindo-se implicitamente que as mesmas não influenciam a política monetária da área do euro, mas reagem contemporaneamente a um choque de política monetária.

Em linha com Christiano *et al.* (1996), Bonci e Columba (2008) e Bonci (2010) é conferida particular atenção à variação dos “passivos financeiros líquidos” de cada setor, que corresponde à diferença entre a emissão de passivos financeiros e a aquisição de ativos financeiros num determinado período. Este conceito está estreitamente relacionado com o conceito de capacidade/necessidade de financiamento dos setores institucionais que resulta das contas nacionais não financeiras. Com efeito, a diferença entre investimento e poupança de cada setor dá origem a uma situação financeira líquida face ao resto da economia (necessidade de financiamento se positiva ou capacidade de financiamento se negativa). Daqui resulta que existe uma correspondência entre a variação dos ativos e passivos nas contas financeiras e o saldo entre poupança e investimento das contas não financeiras, excetuando possíveis discrepâncias estatísticas.

Assim, para um determinado setor institucional tem-se:

$$I - S = \Delta PF - \Delta AF = \Delta \text{Passivos financeiros líquidos}$$

onde I representa o investimento do setor, S a poupança, ΔPF a emissão de passivos financeiros e ΔAF a aquisição de ativos financeiros.

As séries de fluxo de fundos das sociedades não financeiras e das famílias originais foram corrigidas de sazonalidade e deflacionadas pelo deflator do PIB (o ano base é 1998)⁴. As séries representam contas financeiras consolidadas, ou seja, as operações intra-setoriais são saldadas. De acordo com os dados, os particulares têm sido geralmente credores líquidos e as sociedades não financeiras têm sido, com poucas exceções, devedoras líquidas. No período mais recente, com a turbulência nos mercados financeiros e a deterioração da atividade económica, a variação de passivos financeiros líquidos quer dos particulares quer das sociedades não financeiras diminuiu, resultando num aumento da poupança financeira do setor privado não financeiro.

Sociedades não financeiras

Começando pelas sociedades não financeiras, as respostas a impulso a um choque de política monetária contracionista de 30 pontos base revelam um aumento dos passivos financeiros líquidos durante dois a três trimestres após o choque (Gráfico 4). A resposta máxima corresponde a 6 por cento do fluxo médio trimestral desta variável no período amostral. O aumento da variação dos passivos financeiros líquidos deste setor após um choque contracionista parece ser contra-intuitivo. No entanto, um resultado semelhante é encontrado para os Estados Unidos por Christiano *et al.* (1996) e para a área do euro como um todo por Bonci (2010) (Quadro 1)⁵. Note-se que o nível de confiança utilizado para avaliar a significância estatística das respostas a impulso neste trabalho é superior ao dos outros estudos mencionados, os quais utilizam um intervalo de confiança de apenas um desvio padrão.

Christiano *et al.* (1996) sugerem que este resultado reflete a existência de fricções que impedem as empresas de ajustar as suas despesas imediatamente após o choque. Em particular, a existência de contratos em vigor que condicionam um ajustamento imediato do nível de existências das empresas ao menor nível de procura que deriva do choque de política monetária. Como o choque contracionista de política monetária tem um impacto negativo sobre os resultados das empresas, tal diminui a possibilidade de financiamento por via de recursos internos, pelo que as empresas necessitam de aumentar o seu recurso a fundos externos para financiamento do fundo de maneo.

As funções de resposta a impulso das componentes dos passivos financeiros líquidos das sociedades não financeiras revelam que estas aumentam a variação de ativos e de responsabilidades financeiras, sendo mais forte o impacto do lado das responsabilidades (Gráfico 4).

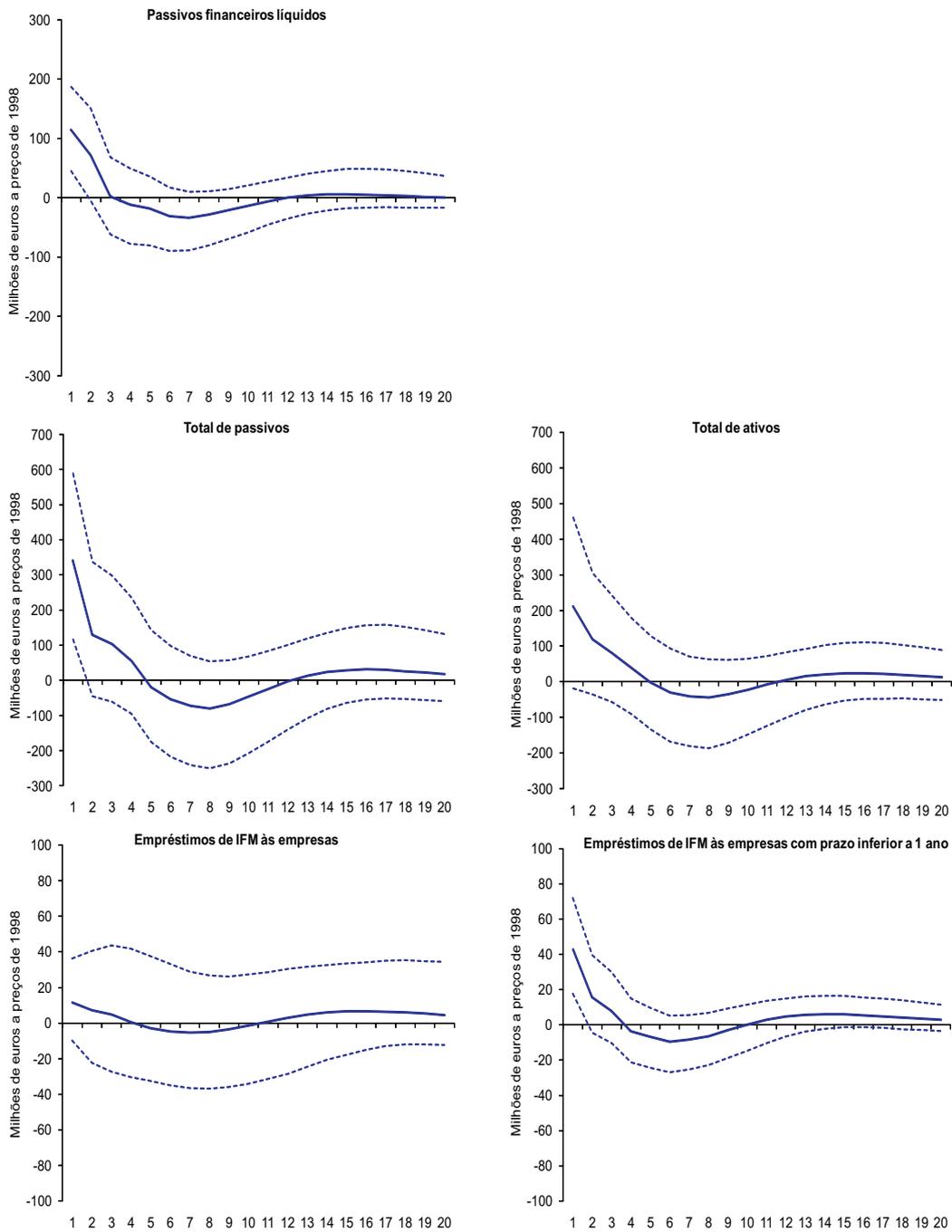
(4) As séries foram ajustadas de sazonalidade utilizando o programa de ajustamento sazonal do *U.S. Census Bureau X12*.

(5) Note-se que as diferenças de resultados no Quadro 1 podem refletir não só diferenças entre países mas também diferenças no período amostral. De facto apenas o trabalho de Bonci (2010) utiliza uma amostra semelhante à do presente estudo.

Gráfico 4

TRANSAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS

Resposta a um choque de política monetária contracionista



Nota: Desvios face à trajetória de base. A linha a cheio representa a resposta ao impulso mediana usando *bootstrap* (10 000 repetições) e as linhas tracejadas representam o percentil 90 da distribuição. Os fluxos de empréstimos de IFM são obtidos a partir da diferença entre saldos de empréstimos bancários ajustados de reclassificações, *write-offs/write-downs*, variações cambiais e variações de valor. Os fluxos são ainda ajustados do efeito das operações de securitização.

Quadro 1

RESPOSTA A UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA CONTRACIONISTA				
	EUA	Área do euro	Itália	Portugal
	Christiano, Eichenbaum e Evans (1996)	Bonci (2010)	Bonci e Columba (2008)	Gameiro e Sousa (2010)
	Amostra 1961:1992	Amostra 1999t1: 2009t2	Amostra 1980:2002	Amostra 1998t1: 2009t2
	Resposta	Resposta	Resposta	Resposta
Sociedades não financeiras				
Passivos financeiros líquidos	Aumento	Aumento	Pequeno aumento	Aumento
Passivos financeiros	Aumento	Aumento	Diminuição	Aumento
Ativos financeiros	Aumento	Aumento	Diminuição	Aumento
Particulares				
Passivos financeiros líquidos	Inalterados	Aumento	Diminuição	Aumento
Passivos financeiros	Pequena diminuição	Diminuição	Diminuição	Diminuição
Ativos financeiros	Não significativo	Diminuição	Aumento	Diminuição

Analisando com mais detalhe os passivos financeiros das empresas não financeiras observa-se um aumento do financiamento através de empréstimos e de crédito comercial após o choque de política monetária. No que diz respeito aos empréstimos, importa ter em mente que estes incluem não só empréstimos de Instituições Financeiras Monetárias (IFM), mas também os empréstimos concedidos às empresas por outros setores económicos. Deste modo, o aumento dos empréstimos totais após o choque de política monetária pode também refletir operações dos particulares, por exemplo, empréstimos de sócios às empresas que parecem ter um papel relevante no financiamento deste setor em Portugal.

Para compreender melhor a resposta dos empréstimos às sociedades não financeiras após um choque de política monetária, analisámos os dados dos empréstimos das IFM que resultam das estatísticas monetárias⁶. Os resultados obtidos sugerem que a resposta a um choque de política monetária dos empréstimos às empresas concedidos pelas IFM não é estatisticamente significativa (Gráfico 4). Este resultado contrasta com o obtido em Bonci (2010) para a área do euro, de acordo com o qual os empréstimos das IFM às sociedades não financeiras diminuem após um choque contracionista da política monetária. Contudo, a análise dos empréstimos das IFM por prazos para Portugal revela que, existem comportamentos diferenciados e significativos dos empréstimos de curto e de longo prazos, apesar de a resposta do total dos empréstimos não ser estatisticamente significativa. Embora a resposta dos empréstimos com prazos mais longos não seja estatisticamente significativa, os empréstimos de curto prazo das IFM (i.e. com maturidade até um ano) aumentam. Este comportamento é consistente com a existência de fricções na linha da argumentação avançada por Christiano *et al.* (1996), dado que os empréstimos de curto prazo estão tipicamente mais associados ao financiamento de existências e de fundo de manuseio.

(6) Os fluxos de empréstimos de IFM são obtidos a partir da diferença entre saldos de empréstimos bancários ajustados de reclassificações, write-offs/write-downs, variações cambiais e variações de valor. Os fluxos são ainda ajustados do efeito das operações de securitização.

Giannone *et al.* (2009) avançam outras explicações para o facto de as empresas da área do euro aumentarem os empréstimos das IFM em resposta a um aperto da política monetária. Em particular, consideram que tal poderá estar associado à utilização de linhas de crédito previamente acordadas e ainda disponíveis. Uma vez comprometidos, as condições de utilização dos fundos destas linhas de crédito não podem, em geral, ser modificadas antes de se atingir um dado prazo acordado. Assim, mesmo após o choque de política monetária, as empresas com linhas de crédito pré-acordadas podem ainda ter a possibilidade de obter fundos a um preço relativamente mais baixo e estarem menos sujeitas a eventuais restrições quantitativas de crédito.

Analisando agora o comportamento dos ativos financeiros das empresas em face de um choque de política monetária contracionista, verificamos uma maior aquisição de ações e outras participações e, embora em menor escala, um aumento dos empréstimos concedidos a outros setores económicos. A maior aquisição de ações e outras participações por parte das sociedades não financeiras é um resultado difícil de interpretar. Bonci (2010) encontra um resultado semelhante para a área do euro e, tentativamente, argumenta que este pode refletir um incremento da atividade de fusões e aquisições resultante de um comportamento de re-estruturação/re-organização das empresas face a expectativas de diminuição dos resultados num quadro de abrandamento da atividade económica. Este tipo de argumento é, porém, mais difícil de aplicar ao caso de Portugal, uma vez que, contrariamente aos dados da área do euro, os dados do fluxo de fundos utilizados neste estudo são consolidados. Assim, as ações e outras participações adquiridas pelas sociedades não financeiras só podem ter sido emitidas pelo setor financeiro ou por empresas não residentes. Uma explicação possível para este resultado poderá ser a realização de operações financeiras entre empresas localizadas em Portugal e no exterior que pertencem ao mesmo grupo económico.

Particulares

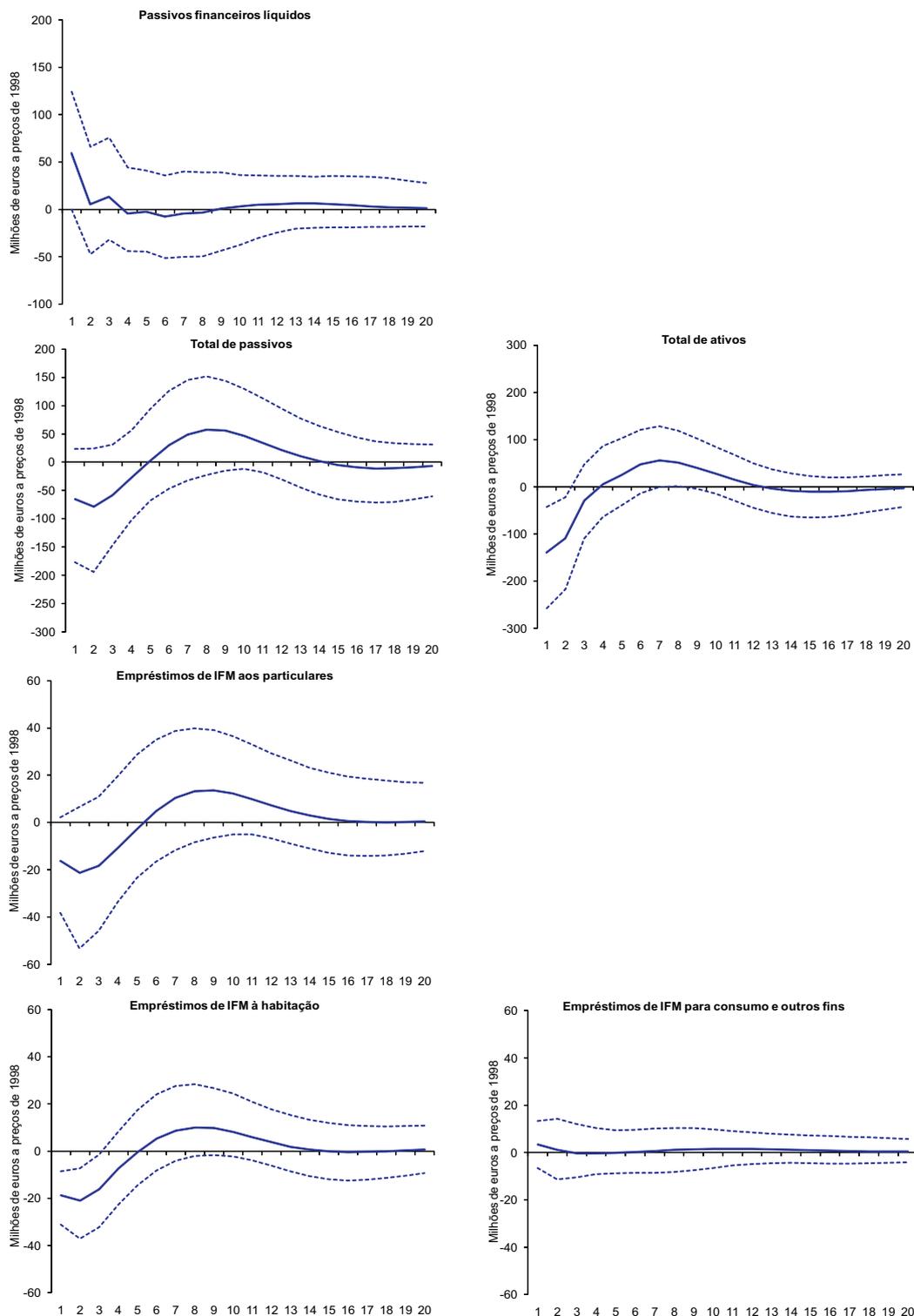
No Gráfico 5 apresentam-se as respostas a impulso dos ativos e passivos financeiros dos particulares a um choque de política monetária contracionista. Tal como as sociedades não financeiras, os particulares também aumentam significativamente os seus passivos financeiros líquidos em resposta ao choque. Este comportamento pode refletir o desejo de limitar o impacto de curto prazo do choque sobre o consumo, uma vez que tipicamente o rendimento disponível é negativamente afetado pelo choque. O efeito máximo nos passivos financeiros líquidos dos particulares é alcançado no primeiro trimestre após o choque e corresponde a cerca de 9 por cento do fluxo trimestral médio. O impacto desaparece a partir do terceiro trimestre. Em termos de componentes, o aumento dos passivos líquidos dos particulares resulta de uma diminuição da aquisição de ativos que excede a diminuição dos passivos.

No que diz respeito aos passivos financeiros, os particulares reduzem o montante dos seus empréstimos totais em resposta ao choque. Uma análise mais detalhada dos empréstimos, com base em dados das IFM, mostra uma diminuição significativa nos empréstimos para aquisição de habitação, que dura cerca de um ano após o choque (Gráfico 5). A diminuição dos empréstimos das IFM a particulares para aquisição de habitação resulta provavelmente de uma diminuição da procura mas

Gráfico 5

FLUXOS FINANCEIROS DOS PARTICULARES

Resposta a um choque de política monetária contracionista



Nota: Desvios face à trajectória de base. A linha a cheio representa a resposta ao impulso mediana usando *bootstrap* (10 000 repetições) e as linhas tracejadas representam o percentil 90 da distribuição. Os fluxos de empréstimos de IFM são obtidos a partir da diferença entre saldos de empréstimos bancários ajustados de reclassificações, *write-offs/write-downs*, variações cambiais e variações de valor. Os fluxos são ainda ajustados do efeito das operações de securitização.

também poderá refletir condições de oferta mais apertadas, dado que as instituições de crédito podem ajustar as condições de crédito em resposta à deterioração das perspetivas macroeconómicas. A queda observada nos empréstimos para aquisição de habitação em Portugal é consistente com os resultados para a área do euro de Bonci (2010) e de Giannone *et al.* (2009). Em contrapartida, a resposta dos empréstimos para consumo não é estatisticamente significativa, à semelhança dos resultados encontrados por Giannone *et al.* (2009) para a área do euro. Uma explicação avançada para este resultado deriva do facto de as taxas de juro bancários nos empréstimos ao consumo conterem um prémio de risco significativo e, como mostrado em Castro e Santos (2010), parecem ser menos reativas e não ajustarem completamente a alterações nas taxas de juro do mercado monetário.

Globalmente, em resposta a um choque de política monetária contracionista os particulares reduzem a acumulação de ativos financeiros, mas também procedem a um ajustamento na composição da sua carteira de ativos. Em particular, no contexto de uma deterioração das perspetivas económicas os particulares tendem a reduzir o investimento em ativos financeiros com maior risco de mercado a favor de investimentos em ativos financeiros de menor risco.

A evidência de outros estudos sobre a resposta dos particulares é heterogénea. Os resultados de Bonci (2010) para a área do euro são qualitativamente semelhantes aos de Portugal. Após um choque de política monetária os particulares inicialmente aumentam os passivos financeiros líquidos, reduzindo mais a aquisição de ativos financeiros do que a emissão de passivos (Quadro 1). Estes resultados contrastam com os de Bonci e Columba (2008) que num estudo para Itália concluem que um choque de política monetária contracionista reduz os passivos financeiros líquidos dos particulares, em resultado de movimentos opostos nos passivos e nos ativos totais (i.e., os passivos diminuem e os ativos aumentam). Por outro lado, Christiano *et al.* (1996) encontram para os Estados Unidos um efeito pequeno ou não significativo do choque de política monetária sobre a aquisição de ativos financeiros e sobre a emissão de passivos financeiros por parte dos particulares. Christiano *et al.* (1996) atribuem esse resultado à existência de limitações à participação das famílias no mercado de capitais que as impede de ajustar os seus ativos e passivos financeiros ou o financiamento líquido imediatamente após o choque de política monetária.

A reação não significativa das transações financeiras dos particulares em Christiano *et al.* (1996) e os resultados de outros estudos (incluindo o nosso estudo para Portugal) pode em parte estar relacionada com as diferenças nos períodos amostrais subjacentes. De facto, nos últimos quinze anos, a proporção de ativos financeiros na riqueza total dos particulares aumentou significativamente em vários países, incluindo nos Estados Unidos, sugerindo um aumento da participação dos particulares no mercado de capitais. No caso de Portugal, vários estudos fornecem evidência de um aumento na participação das famílias nos mercados de capitais ao longo do tempo (ver, por exemplo, Cardoso *et al.*, 2008). Assim, é provável que o maior peso destes ativos na riqueza dos particulares tenha aumentado a sua importância no ajustamento dos particulares a choques.

As respostas das sub-componentes dos ativos financeiros dos particulares mostram que a redução dos ativos financeiros é impulsionada principalmente por uma diminuição significativa da aquisição

de ações e outras participações (incluindo unidades de participação em fundos de investimento) em cerca de 15 por cento dos fluxos médios trimestrais desta rubrica no período amostral. Tal pode refletir as expectativas de uma deterioração dos resultados das empresas após o choque. Note-se que as ações (cotadas e não cotadas) e outras participações são um importante componente da carteira financeira dos particulares em Portugal, com um peso semelhante ao dos depósitos (cerca de 34 por cento antes do início da recente crise financeira). A aquisição de seguros de vida e fundos de pensões também diminuiu, o que poderá parcialmente refletir o facto de este tipo de seguro ser exigido por instituições de crédito para empréstimos para aquisição de habitação, os quais também diminuem em resposta ao choque de política monetária, como acima referido⁷. Por outro lado, os particulares aumentam as detenções de depósitos, bem como os empréstimos concedidos a outros setores económicos.

4. CONCLUSÕES

Este artigo analisa a resposta das transações financeiras das empresas e dos particulares em Portugal a um choque de política monetária. No caso de um choque contracionista, as sociedades não financeiras e os particulares aumentam inicialmente os seus passivos financeiros líquidos.

Nas empresas não financeiras este comportamento reflete tanto uma maior acumulação de ativos como de passivos financeiros, mas com um impacto mais forte sobre os passivos. Esse resultado também é encontrado para os Estados Unidos e para a área do euro e aponta para a existência de um certo grau de fricções que impedem as empresas de ajustar as suas despesas rapidamente após o choque. Em particular, isto pode refletir restrições impostas por contratos em vigor que impossibilitam o ajustamento imediato das despesas das empresas a um nível mais baixo de procura e que as obriga a recorrer a fontes de financiamento externo.

Após um choque de política monetária contracionista, os passivos financeiros líquidos dos particulares aumentam, refletindo uma queda na aquisição de ativos financeiros que excede a diminuição dos passivos financeiros. A redução da aquisição dos ativos financeiros está possivelmente associada à tentativa de alisar o padrão de consumo ao longo do tempo. Os particulares também ajustam a composição das suas carteiras de ativos financeiros, diminuindo o investimento em ativos financeiros de maior risco de mercado e aumentando o investimento em ativos financeiros de menor risco como depósitos. O comportamento dos particulares em Portugal é qualitativamente semelhante ao encontrado para a área do euro, enquanto que para os Estados Unidos a evidência aponta para um efeito pequeno ou não significativo do choque de política monetária nas transações financeiras dos particulares.

(7) De referir que a variação dos ativos em fundos de pensões resulta de alterações nas contribuições dos particulares mas também de variações nas contribuições das empresas uma vez que nas contas financeiras a parte do empregador é atribuída aos particulares.

REFERÊNCIAS

- Boivin, J., M. P. Giannoni e B. Mojon (2008), “How has the euro changed the monetary transmission?”, *NBER Working Paper* 14190.
- Bonci, R. e F. Columba (2008), “Monetary policy effects: new evidence from the Italian flow of funds”, *Applied Economics, Taylor and Francis Journals*, vol. 40(21), 2803-2818.
- Bonci, R. (2010), “The effects of monetary policy in the euro area: first results from the flow of funds”, *mimeo*.
- Cardoso, F., L. Farinha e R. Lameira (2008), “Household wealth in Portugal: revised series”, Banco de Portugal, *Occasional Papers*, 1/2008.
- Castro, G. L. e C. Santos (2010), “Bank Interest Rates and Loan Determinants”, Banco de Portugal *Boletim, Económico - Primavera*.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum e C. Evans (1996), “The effects of monetary policy shocks: evidence from the flow of funds”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol.78, No.1, 16-34.
- Ciccarelli, M., A. Maddaloni e J.L. Peydró (2009), “Trusting the bankers: a new look at the credit channel of monetary policy”, *International Research Forum on Monetary Policy, IRFM-Federal Reserve Board*, Washington D.C, 26-27 Março de 2010.
- Gameiro, I. M. e J. Sousa (2010), “Monetary policy effects: evidence from the Portuguese flow of funds” Banco de Portugal, *Working Paper*, Nº 14/2010.
- Giannone, D., M. Lenza e L. Reichlin (2009), “Money, Credit, monetary policy and the business cycle in the euro area”, *ECB Conference Monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first 10 years*, 28-29 de Setembro de 2009.
- Monticelli, C. e O. Tristani (1999), “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank”, *Working Paper* do BCE, No.2.
- Peersman, G. e F. Smets (2001), “The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis”, *Working Paper* do BCE, No.91.
- Weber, A. A., R. Gerke e A. Worms (2009), “Changes in euro area monetary transmission?”, *Monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first 10 years*, BCE, Frankfurt, 28-29 Setembro de 2009.