



NOTAS ECONÓMICAS

A MOEDA ÚNICA NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

O Canal do Crédito na Perspectiva da Moeda Única



José Alberto Fuínhas Departamento de Gestão e Economia da Universidade da Beira Interior

Resumo

A existência de um canal do crédito, no mecanismo de transmissão da política monetária, é mais uma fonte potencial de desigualdades na repartição dos custos associados à condução da política económica e em especial da política monetária. O canal do crédito surge assim como uma possível explicação para as assimetrias dos custos associados às políticas monetárias restritivas.

Tendo como pano de fundo o término da segunda e o início da terceira fase da União Monetária, a presente comunicação começa por fazer uma breve resenha dos problemas, relevantes do ponto de vista da abordagem do crédito, com que se podem confrontar os Estados-membros candidatos à adopção do euro. De seguida, analisam-se os canais de transmissão da política monetária dando especial destaque ao canal do crédito e equacionando a condições necessária à sua existência.

Procederemos à distinção entre o canal dos empréstimos bancários e o canal do balanço ou acelerador financeiro dentro da abordagem do crédito. Frisaremos as consequências sobre a economia que decorrem da existência dos dois subcanais, tendo presente as dificuldades que podem surgir no processo de integração monetária. Abordaremos ainda as particularidades do exercício da política monetária na presença do canal do crédito e faremos uma breve alusão à problemática da moeda *versus* crédito.

Concluiremos com uma incursão sobre o modelo escolhido pela União Europeia para alcançar a moeda única. Salientaremos a, em nosso entender, excessiva duração do processo e as consequências nefastas que o modelo escolhido pode levantar.

Introdução

Quando nos debruçamos sobre os documentos oficiais da União Europeia relativos às questões monetárias do período de transição para a moeda única, ficamos com a certeza de que muitos aspectos relacionados com a União Monetária não foram equacionados aquando das decisões políticas que instituíram o tratado da União Europeia. Seguiu-se a «tradicional» metodologia da construção europeia em que primeiro decide-se e depois estuda-se e implementa-se. Consequências, se as houver, serão como sempre atribuídas a uma qualquer inflexibilidade que será convenientemente minimizada, até porque as atenções já estarão centradas em um qualquer novo passo ou aprofundamento da integração...

A decisão da União Europeia de instituir uma União Monetária fomentou o debate sobre o significado da perda da política monetária e das consequências que daí podem advir para os países que abracem o projecto. Mas a perda da política monetária não significa que a mesma deixe de ser exercida, o que em princípio difere são os objectivos que presidem à sua aplicação. A independência do Banco Central Europeu, por si só, não altera as eventuais relações de causalidade entre os instrumentos e os objectivos finais, embora seja geralmente aceite que as relações entre a autoridade monetária e os agentes económicos financeiros se revestem de particularidades muito próprias de cada país. A opinião dominante parece contudo convergir no sentido do **objectivo único** da União Monetária ser o de assegurar a estabilidade de preços. É importante realçar que se o objectivo do Banco Central Europeu for garantir (a qualquer preço) a estabilidade monetária é de esperar que o mesmo prossiga uma política monetária muito «dura», uma vez que está excluído dos seus intentos explorar qualquer *trade off* entre os objectivos ao seu alcance¹. Esta dureza pode ser agravada pelo desconhecimento inicial dos desfasamentos

1 O Governador do Banco Central Europeu será «julgado» pela estabilidade monetária e não por outros



próprios da política monetária e pela esperada ruptura nos canais de transmissão da política monetária².

A União Monetária terá como consequência imediata a perda da possibilidade de utilização das políticas monetárias nacionais para atenuar os choques externos específicos de cada uma das economias. A política monetária, submetida ao figurino imposto pelo tratado da União Europeia, deixa contudo pouco espaço, mesmo em caso de um choque simétrico sobre todos os países da União, para poder ter um papel activo de estabilização macroeconómica. Para compensar a perda do instrumento monetário deve-se elevar o grau de coordenação internacional das políticas económicas³, o que em economia aberta, está estreitamente associada à credibilidade das políticas económicas. Ao nível da União Monetária, a política monetária pode redimir, em parte, o conflito entre o objectivo interno (viés inflacionista para estimular a actividade económica) e o objectivo externo (viés deflacionista para incrementar a competitividade)⁴, que se colocava aos países participantes no regime de câmbios fixos, tal como era praticado pelo SME.

Fugindo à corrente principal, é porventura oportuno reflectir sobre fenómenos menos conhecidos do mecanismo de transmissão da política monetária, em especial pela sua riqueza na explicação da «violência» dos efeitos sobre a economia provocados por pequenas modificações na condução da política monetária e que não podem ser explicados pela **magnitude da variação** dos instrumentos de política monetária utilizados. A existência de um canal do crédito, no mecanismo de transmissão da política monetária, é mais uma fonte de potenciais desigualdades na repartição dos custos (ou benefícios) associados à condução da política monetária e explica por que é que as pequenas empresas são mais vulneráveis que as grandes e por que é que as regiões com um atraso relativo mais pronunciado podem ter dificuldades acrescidas em se desenvolverem.

1. A União Monetária

A constituição de uma União Monetária, nos moldes previstos pelo tratado da União Europeia⁵, permite isolar dois tipos de custos. Primeiro, aqueles que são inerentes à utilização de uma nova unidade monetária. Segundo, aqueles que são o reflexo de uma escolha inadequada dos países,

objectivos de política económica. Esta autonomia, com responsabilização por apenas um objectivo, estimula a tomada de medidas necessárias à salvaguarda da estabilidade monetária sem ter de assumir as consequências daí decorrentes sobre os outros objectivos de política económica.

2 Em princípio, os canais de transmissão da política monetária da União Monetária serão diferentes dos que resultam da simples agregação das economias nacionais.

3 Com todos os riscos que lhe estão associados: maior morosidade na tomada de decisão, potencialidade de conflitos sobre os mais variados assuntos, para não falar da menor previsibilidade dos resultados alcançados quando comparados com os que se podem obter ao nível nacional. Existem também vantagens decorrentes da coordenação das políticas económicas, mas interessa-nos aqui em especial o risco do sistema de coordenação não funcionar.

À data da presente comunicação, os quinze Estados-membros da União Europeia permanecem divididos sobre o funcionamento da instância de coordenação das políticas económicas depois da criação do euro, mais conhecida por Euro-X. O X corresponde ao número de Estados-membros que vierem a integrar a União Monetária e a instância terá por funções proporcionar aos ministros da Finanças uma troca informal de informação e concertação sobre as políticas macroeconómicas dos Estados-membros.

4 Cfr. Lavigne e Villieu (1996: 495).

5 O modelo estabelecido para a concretização da União Económica e Monetária faz-se em três fases sucessivamente mais complexas. Na primeira e segunda fases procura-se implementar gradualmente, o quadro institucional que permita aprofundar a convergência económica entre os Estados-membros. A terceira fase começará obrigatoriamente a 1 de Janeiro de 1999, nela funcionando já um Banco Central Europeu (BCE) que executará uma política monetária única. O objectivo do BCE será a estabilidade dos preços. A passagem à terceira fase da UEM está condicionada à verificação de um conjunto de critérios de convergência destinados a avaliar a situação de cada economia. Esses critérios são: a estabilidade de preços; a sustentabilidade das finanças públicas; a participação no Mecanismo de Taxa de Câmbio do Sistema Monetário Europeu; e a convergência das taxas de juro.

do momento da integração ou da incompetente gestão do período de transição para a moeda única. Quanto aos primeiros, tendem a esgotar-se rapidamente e não é previsível que tenham consequências relevantes sobre a condução da política monetária⁶. Os segundos, são quase impossíveis de antecipar com rigor, restando-nos a aventura de equacioná-los e tentar compreender os seus efeitos sobre a economia.

A constituição da União Monetária, pressupondo que os países formam uma área monetária ótima⁷, pode ser decomposta em dois períodos: o que medeia entre a decisão de a constituir e o período posterior à sua constituição. No período que antecede a União Monetária, os países estão sujeitos a uma avaliação pelos agentes económicos da decisão da sua constituição. Este juízo depende, na sua essência, da credibilidade do processo⁸, quer no que se refere a cada país, quer do que se antecipa para a União. Caso os mercados tenham motivos para discordar das opções políticas, podem ocorrer perturbações no processo que passam pela possibilidade de se atribuírem prémios de risco às taxas de juro e por ataques especulativos sobre o valor externo das moedas.

O período posterior à constituição da União Monetária tem como principal risco a ruptura da política monetária provocada pela «realidade» da União que é diferente da que vigorava nos Estados-membros. A dificuldade de previsão do impacto dos instrumentos de política monetária e as possíveis modificação dos canais de transmissão da política monetária justificam em parte essa ruptura. Em termos de política monetária, a União Monetária não é a mera soma das partes. Convém frisar que não é possível saber com rigor como é que se vai comportar a União Monetária até ela estar materializada e se ter uma ideia dos desfasamentos da política monetária. Sendo a política monetária adequada para a União Monetária, pode no entanto ser inadequada para cada país tomado isoladamente na presença de choques externos assimétricos. É previsível neste caso que se gerem conflitos capazes de por em causa a própria União Monetária. As políticas centralizadas tem uma dupla vertente: terem a possibilidade de apresentarem o sinal contrário e/ou não terem a intensidade conveniente às necessidades de um ou mais países.

1.1. A conclusão da segunda fase

O período que decorre até à conclusão da segunda fase da União Monetária é particularmente importante porque à medida que se avança na direcção da União Monetária, os governos são obrigados a remover os entraves à integração financeira e a proceder a harmonizações que aumentem a flexibilidade das economias dos Estados-membros.

As perturbações podem surgir aquando da decisão dos Estados-membros que farão parte da União Monetária. Os países que os mercados anteciparam que fariam parte da área do euro e tal não se venha a verificar estarão sujeitos a tensões. Neste caso, poderemos ter grande pressão sobre a taxa de câmbio e sobre o nível das taxas de juro (que passarão a incorporar um prémio).

A fixação das paridades entre as moedas dos Estados-membros também poderá comportar riscos se forem fixadas a um nível que os mercados julguem inconsistente com os «fundamentos» da economia. Neste caso, os países estarão expostos a ataques especulativos de grande envergadura às suas moedas.

1.2. A terceira fase até à substituição das moedas nacionais pelo euro

A terceira fase da União Monetária até à substituição das moedas nacionais implicará algumas diferenças na condução da política monetária relativamente ao modo como era praticada pelos Estados-membros.

A fixação de taxas de câmbio irrevogáveis entre os Estados-membros da União Monetária é uma

6 Enquanto custos, se forem transmitidos aos preços terão, nessa medida, efeitos nominais.

7 Caso não sejam uma área monetária ótima, conservar as políticas monetárias nacionais é melhor que constituir a União Monetária, pelo que não nos preocuparemos para já com esta questão.

8 A credibilidade das políticas assenta em larga medida na convergência nominal das economias.





declaração de intenção e como tal uma parte significativa dos agentes económicos tenderá a pensar como o Poeta: «É definitivo enquanto durar...» A credibilidade vai desempenhar um papel fundamental no sentido de atenuar a incerteza durante a coexistência das moedas nacionais e do euro. Em concreto, o período entre o início da terceira fase e a substituição das moedas nacionais pelo euro é um **período muito longo**, o que favorece os ataques especulativos⁹. A especulação apenas parece possível caso os mercados considerem que um país se vai excluir da conversão ou se for feito pelo mercado contras as moedas no seu conjunto, isto é, uma especulação de que é alvo o próprio euro, se ocorrerem modificações que tornem pouco plausível as taxas de câmbio definitivamente fixadas. Se os mercados incorporarem este risco, a taxa de juro do euro deverá incluir um prémio pela possibilidade de dissolução da União Monetária.

A fixação definitiva das paridades entre as moedas dos Estados-membros é uma alteração qualitativa que torna mais difícil prever a evolução das taxas de câmbio das moedas nacionais relativamente às moedas estrangeiras. A questão anterior pode ainda ser agravada pela incapacidade de se antecipar, com segurança, qual o lugar do euro no Sistema Monetário Internacional e de qual o seu papel como moeda de reserva. Se vier a desempenhar um papel relevante, a taxa de câmbio do euro pode vir a ser fortemente condicionada, à semelhança do que ocorre com o dólar e o iene.

A introdução da moeda única cria uma nova realidade: como é que as crises na construção europeia se materializam sobre a taxa de câmbio do euro?

A existência de uma fixação definitiva das paridades das taxas de câmbio levanta ainda a eventualidade de se verificar uma **lei de Gresham**. Escudos e marcos tem uma relação constante, mas os marcos podem ter associado um maior nível de confiança dos agentes económicos. As moedas nacionais podem não ser substituídas perfeitas, o que pode ter consequências importantes sobre as taxas de juro de longo prazo ou mesmo sobre a aceitabilidade de títulos emitidos em euros¹⁰. Continuará a existir uma diferença nas taxas de juro dos títulos emitidos em euros consoante o emitente. Títulos de dívida pública portuguesa terão uma taxa de juro ainda assim superior à da Alemanha.

Transparece uma convicção na literatura económica de que as realidades financeiras dos Estados-membros continuarão a funcionar como se a União Monetária não tivesse sido estabelecida. Em termos de política monetária o que importa é que as taxas de juro no mercado monetário sejam iguais ao longo de toda a União Monetária. Para as instituições financeiras autorizadas a participar nos mercados monetários não existe um prémio de risco diferenciado em função de cada instituição financeira em particular. Existe, no entanto, uma grande subtilidade no relacionamento de cada banco central com os seus mercados bancários e financeiros que pode ser perturbada com a centralização da política monetária.

A igualização das taxas de juro no mercado monetário da União Monetária tenderá a produzir taxas de juro mais baixas em alguns Estados-membros e mais elevadas noutros relativamente à que vigoraram anteriormente, podendo assim gerar pressões inflacionistas nuns Estados-membros e contracccionistas noutros¹¹. Se o BCE for muito sensível às pressões inflacionistas,

9 A conservação das moedas nacionais durante três anos e a organização escolhida com base no Sistema Europeu de Bancos Centrais serve para alimentar a desconfiança relativamente à União Monetária. Ao conservarem a estrutura pré-existente, podem em caso de crise ou perturbação política fazer com que seja «fácil abandonar o barco».

10 A dívida pública de cada Estado-membro da União Monetária passa a ser emitida em euros e coloca-se a possibilidade (risco) de o país se deparar com problemas de vária ordem, que impeçam a sua continuação no processo de integração monetária. A dívida emitida em euros será valorizada de que modo? À taxa de câmbio nominal existente aquando da emissão ou à taxa de câmbio do momento do reembolso? A mesma questão se coloca relativamente aos juros.

11 Britton e Whitley num estudo comparado sobre os canais de transmissão da política monetária na França, Alemanha e Reino Unido detectaram algumas diferenças entre as três economias, mas não concluíram que

tenderá a subir as taxas de juro para níveis mais elevados do que o que justificaria a manutenção da estabilidade monetária.

A moeda única implicará também um reforço da sincronia do ciclo económico dos países da União o que acentua, para cada país, a tendência ascendente e descendente do mesmo. Este funcionamento em uníssono justificaria um reforço na intensidade dos instrumentos de política económica e não o contrário como está previsto no tratado da União Europeia.

Se os agentes económicos anteciparem correctamente as consequências da passagem para a moeda única poderemos deparar-nos com uma transição suave. Neste caso, as dificuldades passam a ser motivadas pela eventualidade de se verificarem choques externos.

A preparação da transição para a moeda única tem ainda que ter presente que a sua aplicação é dificultada pelo facto de a composição da área do euro não ser conhecida e de poder ser posteriormente alterada.

1.3. A União Monetária a médio/longo prazo

A política monetária na terceira fase deverá adoptar uma das duas estratégias de política monetária: a fixação de objectivos para os agregados monetários ou a fixação de objectivos directos para a inflação. Do possível leque de instrumentos de política monetária prevê-se que o Banco Central Europeu utilize principalmente operações de *open market*, oferecendo igualmente dois mecanismos permanentes de cedência de liquidez: uma linha de crédito marginal e uma modalidade de depósito¹². A pouco mais de um ano do início da terceira fase da União Monetária os agentes económicos ainda se debatem com a incerteza no que concerne à estratégia de política monetária e quanto aos instrumentos adoptados. Acresce ainda o desconhecimento de qual é a taxa de inflação que será considerada como estabilidade monetária pelo BCE. O **rácio de sacrifício** não é o mesmo para todos os países e se o conceito de estabilidade monetária for muito próximo de zero poderá levantar problemas aos países que tenham factores de rigidez estruturais. O BCE para ganhar «credibilidade» rapidamente poderá provocar políticas contractionistas que elevem o desemprego. A própria medida da estabilidade monetária também coloca dificuldades: que indicador da inflação deve o BCE adoptar?

Após a substituição das moedas nacionais pelo euro é difícil antecipar qual o comportamento da taxa de câmbio do euro face às moedas exteriores à União e qual será o papel do euro no Sistema Monetário Internacional. Se o BCE tiver que intervir para estabilizar as taxas de câmbio do euro face às principais divisas, terá que intervir sobre as taxas de juro. Se o euro for uma moeda de reserva internacional, então todos os conflitos internacionais mais graves terão repercussões sobre a sua taxa de câmbio.

2. Os canais de transmissão da política monetária

Cada país aderente à União Monetária vê-se confrontado com as potenciais alterações nos canais de transmissão da política monetária. Muitas das principais ligações no mecanismo de transmissão da política monetária podem ser sensíveis às **credenciais anti-inflacionistas** da autoridade monetária e a **credibilidade do euro** nos mercados financeiros demorará anos. Se no passado houve diferenças no modo como os países reagiram à política monetária, não podemos afirmar que essas diferenças não continuarão a verificar-se sob regimes diferentes.

A política monetária é vista por grande parte dos economistas como uma poderosa ferramenta, mas que frequentemente tem efeitos não antecipados ou consequências não desejadas. Para que a condução da política monetária seja eficiente, as autoridades monetárias devem possuir um conhecimento efectivo dos desfasamentos e dos efeitos das suas políticas sobre a economia. A transmissão da política monetária pode ser abordada enfatizando, por um lado, os canais das

essa diferenças impliquem que uma economia seja mais sensível do que outra às alterações na política monetária. Cfr. Britton e Whitley (1997).

¹² Cfr. Instituto Monetário Europeu (1997: 6).





taxas e juro e das taxas de câmbio e, por outro, pelos agregados monetários e de crédito¹³. Isto é, a política monetária actua por dois canais principais: pelo seu **efeito sobre as taxas de juro provocando um efeito-preço**; e pelo seu **efeito sobre a disponibilidade do crédito provocando um efeito-quantidade**.

As duas formas anteriores de conceber a transmissão dos impulsos da política monetária vão dar origem a duas formas distintas de análise: a abordagem da moeda (*money view*) e a abordagem do crédito (*credit view*).

A **abordagem da moeda** é baseada na convicção que as reduções da base monetária elevam as taxas de juro reais. Uma operação de venda de títulos no **mercado aberto** (*open-market*) pelo banco central força a elevação das taxas de juro, porque os investidores em títulos devem ser compensados por taxas de juro mais elevadas por passarem a deter uma combinação de activos menos líquida. A elevação das taxas de juro reduz o investimento porque a rentabilidade da carteira de projectos é decrescente¹⁴.

A **abordagem do crédito** pode ser analisada por duas ópticas. A primeira é referida como o **canal do balanço** (*balance sheet channel*) ou **acelerador financeiro** e enfatiza o impacto das alterações da política monetária no património dos agentes económicos deficitários. A segunda é referida como o **canal dos empréstimos bancários** (*bank lending channel*) e tem a particularidade do mecanismo de transmissão assumir que os empréstimos bancários são uma forma especial de capitais alheios (*external finance*). Esta abordagem considera em primeiro lugar que, devido à existência de reservas legais, a política monetária regula directamente a disponibilidade de crédito bancário. De facto, esta abordagem baseia-se nas arbitragens bancárias entre a detenção de reservas e a concessão de empréstimos. Neste sentido, ela influencia de modo directo a procura de empréstimos e a despesa dos **agentes económicos dependentes do crédito bancário**. Em segundo lugar, esta abordagem enfatiza a existência de um **mecanismo de propagação financeira**. Começa com a ideia que as fricções no mercado do crédito podem conduzir a uma fronteira entre o custo do autofinanciamento (*internal finance*) e o dos capitais alheios¹⁵. A dimensão desta fronteira depende da «boa reputação» do mutuário, a qual é influenciada em parte pela conjuntura macroeconómica. Perturbações das variáveis agregadas, como por exemplo alterações na política monetária, podem alterar a dimensão desta fronteira, geralmente num sentido que potencia o impacto dos choques. O mecanismo de propagação financeira é também relevante, provavelmente mais relevante, como efeito de segundo «round» da política monetária. A teoria sugere que um declínio inicial na actividade económica, desencadeado por uma política monetária restritiva, deveria ter um impacto considerável nas decisões de pedir emprestado e de despesa daqueles que estão mais sujeitos às consequências das fricções dos mercados do crédito, isto é, fundamentalmente as famílias e as pequenas empresas.

3. O canal do crédito

A teoria do canal do crédito preconiza que os efeitos directos da política monetária sobre as taxas de juro são amplificadas pelas alterações endógenas no **prémio de financiamento** com recurso a capitais alheios (*external finance premium*), o qual é determinado pela diferença do custo entre os fundos obtidos junto de terceiros e o autofinanciamento.

13 Cfr. Duguay (1994: 39).

14 Estamos na presença do conhecido custo do capital neoclássico.

15 Os constrangimentos financeiros induzidos pelos mercados de capitais e informação imperfeita podem elevar as taxas de juro dos empréstimos acima das taxas de juro sem risco. Isto pode gerar um mecanismo de transmissão da política monetária que não existiria se os mercados de capitais fossem perfeitos. A política monetária pode condicionar o produto não apenas através do canal das taxas de juro, mas também através da diferença entre a taxa de juro sem risco e o custo sombra do financiamento. Se os constrangimentos financeiros tiverem uma probabilidade de serem cíclicos, a política monetária poderá ter efeitos assimétricos sobre o produto ao longo do ciclo económico. Cfr. Ng e Schaller (1996: 375).

A abordagem do crédito reconhece um papel de *pivot* aos bancos e outros intermediários financeiros na economia e realça a **diferença qualitativa** entre obter fundos junto dum banco ou junto dos mercados financeiros (através da emissão de acções ou obrigações). É com base nestas diferenças de rendimento que as intervenções do banco central condicionam o nível de actividade económica.

A oposição tradicional entre uma **transmissão pelos preços**, invocando fenómenos de arbitragem entre os diferentes activos, defendida pelos monetaristas, e uma **transmissão pelas taxas de juro**, privilegiando o efeito liquidez, vulgarizada pelas versões elementares do modelo IS-LM, transformou-se com o passar do tempo numa clivagem muito mais subtil. Para certos autores, as assimetrias da informação são insuficientes para enrijecer os preços dos activos. A substituição de activos no portefólio dos agentes económicos não financeiros passa a ser o vector chave dos impulsos monetários, tanto em economia fechada, como em economia aberta. Para outros autores, as assimetrias da informação alteram os contratos financeiros estabelecidos entre os agentes económicos e amplificam os impulsos monetários. Assim, a hipótese da informação assimétrica aparece como sendo crucial para distinguir os diferentes canais de transmissão monetários.

Os dois possíveis canais do crédito vistos anteriormente, requerem que exista **assimetria de acesso ao crédito** entre pequenas e grandes empresas. O canal dos empréstimos bancários opera directamente sobre a habilidade dos bancos em concederem empréstimos devido às acções da política monetária (operações de *open market*) sobre as reservas dos bancos. Uma política monetária restritiva reduz as reservas dos bancos e conseqüentemente a sua capacidade em conceder crédito. As empresas que não forem capazes de obter empréstimos bancários ou aceder a outras formas de financiamento, justamente as empresas dependentes de crédito bancário, cortam a despesa planeada. O segundo canal do crédito actua através dos efeitos induzidos pelas alterações nas taxas de juro que tornam difícil para algumas empresas, principalmente as pequenas empresas, atraírem capital. Incapazes de atrair capital, estas empresas cortam as despesas planeadas.

O mecanismo de propagação financeira é como vimos mais aplicável aos pequenos mutuários. É este grupo que mais frequentemente se depara com o prémio de financiamento externo. Há uma vasta gama de razões para que assim seja. Uma possibilidade é que os custos de incumprimento são proporcionalmente maiores para os pequenos mutuários devido à existência de custos fixos na avaliação e acompanhamento. Outra possibilidade é que os grandes mutuários tem, proporcionalmente, um maior património líquido. Além disso, existe um risco idiosincrático não observável, o qual é o determinante central da severidade do **problema do incentivo**, que é proporcionalmente maior para os pequenos mutuários, os quais são em média menos bem diversificados¹⁶.

3.1. Condições necessárias à existência do canal do crédito

Duas condições têm que ser satisfeitas para que o canal dos empréstimos bancários possa operar¹⁷. Primeiro, os bancos não podem insularizar completamente a oferta de empréstimos das alterações nas reservas induzidas pela autoridade monetária. Isto é, o banco central tem de ser capaz de influenciar de modo significativo o volume de crédito concedido pelo sistema bancário. Concretamente, esta **condição de existência** significa que a restrição legal das reservas obrigatórias sobre os depósitos deve dotar o banco central de um meio eficaz para modificar o volume de liquidez concedido pelos bancos. Segundo, os agentes económicos deficitários não podem insularizar completamente a sua despesa real das alterações na disponibilidade de empréstimos bancários. Estamos perante a **condição de eficácia**, mais precisamente, para que uma redução dos créditos bancários tenha efeitos reais, isto é, para que se traduza numa redução da despesa, é necessário que existam agentes económicos que não possam aceder a

16 Crf. Gertler e Gilchrist (1993: 49).

17 Cfr. Guille (1996: 620).





meios de financiamento alternativos. Às duas condições anteriores deve-se juntar uma terceira: deverá existir um **ajustamento de preços imperfeito** que previna que os choques monetários provocados pela política monetária sejam neutros. Se os preços se ajustarem sem fricções, uma alteração nas reservas nominais conduzirá apenas a uma alteração equiproporcional nos preços e, quer os balanços dos bancos, quer os das empresas permanecerão inalterados em termos reais. Neste caso, não existirão efeitos reais provocados pela política monetária, quer através do canal do crédito, quer através do canal das taxas de juro.

3.2. O canal do crédito em sentido lato

O canal do balanço opera através do valor líquido das empresas e não há razões para pensar que se tenha tornado menos importante nos últimos anos¹⁸. Um menor valor líquido significa que os bancos que emprestaram têm menos activos para garantia da dívida, e as perdas motivadas por uma *selecção adversa* são maiores. Um declínio no valor líquido, o que aumenta o problema da selecção adversa¹⁹, conduz a uma diminuição dos empréstimos para financiar a aquisição de despesas de investimento. Um baixo valor líquido das empresas também aumenta os problemas de *moral hazard* porque isso significa que os accionistas tem um menor património nas suas empresas, o que incentiva os agentes económicos a efectuarem projectos de investimento mais arriscados. Desde que as empresas iniciem projectos de investimento com um maior nível de risco, os bancos passam a considerar que uma parte do crédito não será recuperada. Uma diminuição do valor das empresas conduz a uma diminuição do crédito concedido e deste modo das despesas de investimento.

Um grande conjunto de trabalhos empíricos²⁰ ligam as variáveis do balanço e o *cash flow* às decisões de investimento em capital fixo, nível de existências, procura de factores de produção e à aquisição pelas famílias de bens duradouros e habitação. As políticas monetária restritivas que elevem as taxas de juro, também provocam uma deterioração no balanço das empresas porque reduzem o seu *cash flow*.

As alterações nas condições do mercado do crédito amplificam e propagam os efeitos dos choques monetários e podem conduzir ao que Bernanke, Ben *et al.* designam por «small shocks, large cycles»²¹. O **acelerador financeiro** desempenharia assim uma possível explicação para as situações em que pequenas alterações na política monetária conduziriam a pronunciadas recessões. Um choque adverso ou o fim de um ciclo económico de expansão podem deteriorar consideravelmente a situação financeira, limitando o acesso dos agentes económicos ao crédito ao mesmo tempo que as suas necessidade de fundos podem estar a aumentar, por exemplo, para fazer face a existências não planeadas. Como resultado desta situação o declínio da despesa ou da produção acentua a recessão económica.

As fricções no mercado do crédito que condicionam as empresas, devem também ser relevantes para as decisões de endividamento tomadas pelas famílias, em particular as despesas em bens duradouros como os automóveis e a habitação. Assim, o canal do crédito pode ajudar a explicar a elevada sensibilidade do investimento em habitação e outros bens duradouros aos choques monetários.

18 Cfr. Mishkin (1995: 7-8).

19 A selecção adversa refere-se à qualidade das informações fornecidas pelos mutuários aos mutuantes, relativamente às suas características de risco (capacidade intrínseca de reembolsar o empréstimo). Para dissuadir os agentes económicos mais arriscados, o mutuante deverá conservar as suas taxas de juro activas em valores não muito elevados. De facto, uma tal prática não afastará os agentes económicos menos arriscados que antecipariam não poder reembolsar os empréstimos a uma taxa elevada, devido a não possuírem uma tecnologia suficientemente rentável ou de um volume de recursos suficientemente elevado. Só permaneceriam no mercado os agentes económicos mais arriscados, o que seria o efeito contrário da selecção pretendida.

20 Cfr. Bernanke e Gertler (1995: 35).

21 Cfr. Bernanke *et al.* (1996:1).



3.3. A política monetária na presença do canal do crédito

Se o canal do crédito desempenhar um papel determinante no mecanismo de transmissão da política monetária, então as alterações nas práticas de concessão de crédito ou no papel desempenhado pelos bancos no sistema financeiro podem alterar o mecanismo de transmissão e terem importantes implicações para a condução da política económica.

O recurso aos descobertos bancários faculta aos agentes económicos a garantia de fundos até ao limite estabelecido com o banco e desta forma reduz a capacidade destes em procederem a limitações no crédito a conceder. O crescente recurso aos descobertos bancários tem implicações sobre o mecanismo de transmissão da política monetária, uma vez que tendem a dilatar os desfasamentos da política monetária porque as empresas ao poderem aceder aos descobertos bancários podem, deste modo, adiar os efeitos de uma política monetária restritiva. Isto introduz uma dificuldade adicional na implementação da política monetária na ausência de uma estimativa acurada dos efeitos dos descobertos bancários sobre o mecanismo de transmissão e a autoridade monetária poderá ter dificuldade em estabelecer o momento adequado para a condução da política económica.

A natureza contratual dos empréstimos bancários e a existência de descobertos bancários sugerem que os efeitos da política monetária devem ser assimétricos: as operações de compra de títulos no *open market* geram uma resposta imediata na concessão de empréstimos bancários; enquanto que uma operação de venda de títulos no *open market* apenas irá reduzir o volume de empréstimos bancários com um desfasamento.

Contrastando com o relativo consenso que as pequenas empresas podem ser especialmente dependentes do crédito bancário, existe uma discordância aberta entre os economistas no que concerne à capacidade do crédito bancário ser directamente afectado pelas acções da política monetária. Para que a política monetária opere através do canal do crédito, não basta apenas que existam agentes económicos dependentes do crédito bancário, é também necessário que a política monetária possa condicionar, de modo directo, a intenção dos bancos em concederem empréstimos. Ou seja, é necessário que o banco central seja capaz de gerir o volume de reservas à disposição do sector bancário, isto é, a oferta de crédito pelos intermediários financeiros. Para determinar se a política monetária condiciona o crédito bancário deve ter-se presente, por um lado, como é que os bancos ajustam os seus portefólios na sequência de uma política monetária restritiva, e, por outro, como é que se comportam as componentes preço e não-preço dos empréstimos.

Apontam-se quatro factores²² que se julga terem vindo a enfraquecer ou mesmo a romper a ligação entre o volume de reservas e a oferta de crédito. Primeiro, a existência de intermediários financeiros não bancários. Segundo, a capacidade dos bancos reagirem a alterações nas reservas ajustando mais os seus títulos do que o crédito. Terceiro, a capacidade dos bancos obterem fundos não sujeitos a reservas de caixa. Quarto, a existência de rácios de capital (*risk-based capital requirements*).

O banco central condiciona de forma directa a oferta de crédito bancário através do sistema de reservas de caixa²³. O ponto crucial centra-se na capacidade das reservas de caixa conseguirem limitar a capacidade dos bancos concederem crédito. O banco central consegue controlar plenamente a oferta de crédito apenas se as reservas de caixa forem impostas a todas as fontes de angariação de fundos por parte dos bancos. A norma é as reservas de caixa se cingirem apenas a uma parte das fontes de fundos e variarem as respectivas taxas consoante as instituições ou os tipos de fundos. Nestas circunstâncias uma operação de *open market* pode variar o total de crédito bancário concedido em função da distribuição dos depósitos.

Por outro lado, existe a possibilidade de substituição entre activos ao nível do balanço dos

²²Cfr. Kashyap e Stein (1994: 229).

²³ O IME tem em curso preparativos para uma infraestrutura que permita ao BCE impor a constituição de reservas mínimas de caixa se assim o entender. Cfr. Instituto Monetário Europeu (1997: 6).



bancos. Os bancos podem escolher alterar os empréstimos concedidos e os valores mobiliários que detêm proporcionalmente ou pura e simplesmente absorver todo o choque, provocado pela política monetária, sacrificando os seus valores mobiliários. De facto, os bancos tendem a substituir os títulos que detêm por empréstimos à medida que as taxas de juro activas tenderem a aumentar relativamente à rentabilidade dos títulos por si detidos, limitando, deste modo, o efeito da política monetária sobre a concessão de crédito bancário. A magnitude deste efeito é, porém, incerta. Contudo, se a política monetária afectar o produto, pode aumentar o risco de incumprimento dos clientes dos bancos e fazerem com que os bancos alterem os seus portfólios no sentido de activos que sejam menos sensíveis à conjuntura, nomeadamente títulos de dívida pública²⁴.

4. Moeda versus crédito

A abordagem do crédito é melhor entendida no contexto do debate da moeda *versus* crédito. A «hipótese do excesso de sensibilidade» caracteriza como as fricções do mercado do crédito podem ajudar a propagar as perturbações, incluindo as alterações na política monetária.

Há um sem número de razões para que os agregados de crédito não devam ser ignorados. Primeiro, examinando apenas o lado do activo, podemos ignorar importantes informações contidas no lado do passivo. É importante analisar se o relacionamento entre a actividade económica e o volume de crédito exhibe o mesmo grau de regularidade e estabilidade que o relacionamento entre a actividade económica e a detenção de encaixes monetários. Por outro lado, também é importante analisar se a explicação incremental do rendimento real pela moeda ou pelo crédito só se verifica na presença de ambos. Assim, a interacção entre os mercados da moeda e do crédito podem ser importantes na explicação da economia real. O efeito da compressão do crédito na procura agregada ajuda a transformar uma severa contracção numa prolongada depressão.

A estabilidade do relacionamento entre os agregados de crédito e a actividade económica suporta várias implicações potencialmente importantes para a política económica. Se o banco central recorrer ao crescimento dos agregados financeiros, como objectivos intermédios na formulação e implementação da política monetária, deve especificar qual agregado utilizado.

A existência de estabilidade no relacionamento do crédito com o rendimento permite que, se o banco recorrer a objectivos intermédios, o crédito possa ser escolhido. O recurso a uma medida de dívida, como variável intermédia, terá particular importância desde que haja maior estabilidade na relação entre a dívida e o nível do produto (velocidade da dívida) do que entre M1 e o produto. Um relacionamento estável entre a dívida e o produto pode ser utilizado para a tomada de decisões de política económica.

Uma bem conhecida e desejável propriedade de uma variável intermédia é que deve ser livre de *feedback* de variáveis não políticas. Se não for, é incerto se os movimentos na variável são o resultado de acções de política ou forças económicas para além do controlo da autoridade monetária. A ausência de *feedback* do rendimento para os agregados de crédito implica que o crédito pode servir bem como variável intermédia.

É plausível que, à semelhança do que se verifica com os agregados monetários, o relacionamento entre os agregados de crédito estritos e o rendimento se alterem com a inovação financeira. O relacionamento entre os agregados de crédito latos e o rendimento pode não ser afectado se as inovações apenas alterarem a composição dos agregados latos. Assim, durante períodos de rápida inovação nos mercados financeiros, os agregados de crédito latos são potencialmente importantes para os decisores de política económica.

24 A menos que se trate de Estados profundamente endividados, nos quais os títulos de dívida pública tenham um prémio de risco.

Conclusões

A construção europeia feita com o recurso aos factores monetários, tal como aparecem explicitadas no tratado da União Europeia, apresenta uma elevada probabilidade de serem um factor de instabilidade e de tensão entre os vários Estados-membros da União Europeia. As questões monetárias e financeiras, pelos seus potenciais efeitos devastadores, não devem ser aplicadas sem a existência de condições de estabilidade e sem estar assegurada a coordenação das políticas económicas.

Talvez o *modus faciendi* da passagem para a moeda única escolhido pela União Europeia não seja o mais aconselhado. Um período de transição de mais de uma década²⁵ é um período muito longo quando se trata de questões monetárias. A dimensão da fase de transição levanta problemas de credibilidade e facilita os ataques especulativos²⁶ contra as diferentes moedas candidatas ao euro.

Os últimos passos da segunda e terceira fases da União Monetária, até à substituição das moedas nacionais pelo euro, são um período particularmente propenso a perturbações monetárias. Estas perturbações são agravadas pelo desconhecimento dos países fundadores do euro e das paridades exactas entre as respectivas moedas e pela existência de moedas nacionais relacionadas por paridades fixas, mas com uma política monetária já centralizada, o que estimula os ataques especulativos. Por outro lado, um período tão dilatado de coexistência de moedas nacionais e o exercício da política monetária através dos bancos centrais nacionais não é a melhor maneira de dar credibilidade à União Monetária.

A existência de um canal do crédito no mecanismo de transmissão da política monetária, leva-nos a antecipar uma repartição desigual dos custos associados à constituição da União Monetária em função da dimensão dos agentes económicos. Os Estados-membros com maior fatia de pequenas e médias empresas e onde o crédito ao consumo tiver maior expressão podem ser penalizados.

25 A primeira fase da União Monetária começou com a liberalização dos movimentos de capitais a 1 de Julho de 1990 e as notas e moedas em euros só começam a ser introduzidos a 1 de Janeiro de 2002, coabitando com as moedas nacionais durante mais seis meses!

26 Não esquecer que as bandas de flutuação do SME tiveram de ser alargadas exactamente para obviar os ataques especulativos sobre as moedas do Sistema.



**Referências Bibliográficas**

- Bernanke, Ben S.; Gertler, Mark (1995) Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, 4, Fall, 27-48.
- Bernanke, Ben S.; Mishkin, Frederic S. (1997) Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, 2, Spring, 97-116.
- Britton, Erik; Whitley, John (1997) Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany and the United Kingdom: Some Issues and Results, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 37, 2, May, 152-162.
- Duguay, Pierre (1994) Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada — An Aggregate Approach, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 33, 1, February, 39-61.
- Gertler, Mark; Gilchrist, Simon (1993) The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence, *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 95, 1, 43-64.
- Guille, Marianne (1996) Canal du Crédit: le Rôle des Assymétries d'Information, *Revue D'Économie Politique*, 4, juillet-août, 617-636.
- Instituto Monetário Europeu (1996) *Relatório Anual 1996*, Abril.
- Kashyap, Anil K.; Stein, Jeremy C. (1994) Monetary Policy and Bank Lending, in Mankiw, N. Gregory (ed) *Monetary Policy*, NBER, Studies in business cycles, Vol. 29, 221-256.
- Lavigne, Anne; Villieu, Patrick (1996) La Politique Monétaire: Nouveaux Enjeux, Nouveaux Débats?, *Revue D'Économie Politique*, 4, juillet-août, 491-570.
- Mishkin, Frederic S. (1995) Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, 4, Fall, 3-10.
- Ng, Serena; Schaller, Huntley (1996) The Risky Spread, Investment, and Monetary Policy Transmission: Evidence on the Role of Asymmetric Information, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, August, 375-383.

Sessão Paralela 2



**O Euro – Políticas Orçamentais
e Ajustamentos de Mercados**