

Universidade do Sul de Santa Catarina

Economia Monetária

Disciplina na modalidade a distância

UnisulVirtual

A sua universidade a distância

Universidade do Sul de Santa Catarina

Economia Monetária

Disciplina na modalidade a distância

Palhoça
UnisulVirtual
2013

Créditos

Universidade do Sul de Santa Catarina – Unisul

Reitor
Ailton Nazareno Soares
Vice-Reitor
Sebastião Salésio Herdt
Chefe de Gabinete da Reitoria
Willian Máximo

Pró-Reitor de Ensino e Pró-Reitor de Pesquisa, Pós-Graduação e Inovação
Mauri Luiz Heerdt
Pró-Reitor de Desenvolvimento e Inovação Institucional
Valter Alves Schmitz Neto

Diretora do Campus Universitário de Tubarão
Milene Pacheco Kindermann
Diretor do Campus Universitário Grande Florianópolis
Hércules Nunes de Araújo
Diretor do Campus Universitário UnisulVirtual
Moacir Heerdt

Campus Universitário UnisulVirtual

Gerente de Administração Acadêmica
Angelita Marçal Flores
Secretária de Ensino a Distância
Samara Josten Flores
Gerente Administrativo e Financeiro
Renato André Luz
Gerente de Ensino, Pesquisa e Extensão
Roberto Iunskovski
Coordenadora da Biblioteca
Salette Cecília de Souza
Gerente de Desenho e Desenvolvimento de Materiais Didáticos
Márcia Loch
Coordenadora do Desenho Educacional
Cristina Klipp de Oliveira

Coordenadora da Acessibilidade
Vanessa de Andrade Manoel
Gerente de Logística
Jeferson Cassiano Almeida da Costa
Gerente de Marketing
Eliza Bianchini Dallanhol
Coordenadora do Portal e Comunicação
Cátia Melissa Silveira Rodrigues
Gerente de Produção
Arthur Emmanuel F. Silveira
Coordenador do Design Gráfico
Pedro Paulo Teixeira
Coordenador do Laboratório Multimídia
Sérgio Giron
Coordenador de Produção Industrial
Marcelo Bitencourt

Coordenadora de Webconferência
Carla Feltrin Raimundo
Gerência Serviço de Atenção Integral ao Acadêmico
Maria Isabel Aragon
Assessor de Assuntos Internacionais
Murilo Matos Mendonça
Assessora para DAD - Disciplinas a Distância
Patrícia da Silva Meneghel
Assessora de Inovação e Qualidade da EaD
Dênia Falcão de Bittencourt
Assessoria de relação com Poder Público e Forças Armadas
Adenir Siqueira Viana
Walter Félix Cardoso Junior
Assessor de Tecnologia
Osmar de Oliveira Braz Júnior

Unidades de Articulação Acadêmica (UnA)

Educação, Humanidades e Artes

Marciel Evangelista Cataneo
Articulador

Graduação

Jorge Alexandre Nogared Cardoso
Pedagogia

Marciel Evangelista Cataneo
Filosofia

Maria Cristina Schweitzer Veit
Docência em Educação Infantil, Docência em Filosofia, Docência em Química, Docência em Sociologia

Rose Clér Estivaleta Beche
Formação Pedagógica para Formadores de Educação Profissional

Pós-graduação

Daniela Ernani Monteiro Will
Metodologia da Educação a Distância Docência em EAD

Karla Leonora Dahse Nunes
História Militar

Ciências Sociais, Direito, Negócios e Serviços

Roberto Iunskovski
Articulador

Graduação

Aloísio José Rodrigues
Serviços Penais

Ana Paula Reusing Pacheco
Administração

Bernardino José da Silva
Gestão Financeira

Dilsa Mondardo
Direito

Itamar Pedro Bevilaqua
Segurança Pública

Janaína Baeta Neves
Marketing

José Onildo Truppel Filho
Segurança no Trânsito

Joseane Borges de Miranda
Ciências Econômicas

Luiz Guilhaume Buchmann Figueiredo
Turismo

Maria da Graça Poyer
Comércio Exterior

Moacir Fogaça
Logística

Processos Gerenciais

Nélio Herzmann
Ciências Contábeis

Onei Tadeu Dutra
Gestão Pública

Roberto Iunskovski
Gestão de Cooperativas

Pós-graduação

Aloísio José Rodrigues
Gestão de Segurança Pública

Danielle Maria Espesim da Silva
Direitos Difusos e Coletivos

Giovani de Paula
Segurança

Letícia Cristina B. Barbosa
Gestão de Cooperativas de Crédito

Sidenir Niehuns Meurer
Programa de Pós-Graduação em Gestão Pública

Thiago Coelho Soares
Programa de Pós-Graduação em Gestão Empresarial

Produção, Construção e Agroindústria

Diva Marília Flemming
Articulador

Graduação

Ana Luísa Mülbert
Gestão da tecnologia da Informação

Charles Odair Cesconetto da Silva
Produção Multimídia

Diva Marília Flemming
Matemática

Ivete de Fátima Rossato
Gestão da Produção Industrial

Jairo Afonso Henkes
Gestão Ambiental

José Carlos da Silva Júnior
Ciências Aeronáuticas

José Gabriel da Silva
Agronegócios

Mauro Faccioni Filho
Sistemas para Internet

Pós-graduação

Luiz Otávio Botelho Lento
Gestão da Segurança da Informação.

Vera Rejane Niedersberg Schuhmacher
Programa em Gestão de Tecnologia da Informação

Darlan Christiano Kroth

Economia Monetária

Livro didático

Design instrucional

Marcelo Tavares de Souza Campos

Palhoça
UnisulVirtual
2013

Copyright © UnisulVirtual 2013

Nenhuma parte desta publicação pode ser reproduzida por qualquer meio sem a prévia autorização desta instituição.

Edição – Livro Didático

Professor Conteudista

Darlan Christiano Kroth

Design Instrucional

Marcelo Tavares de Souza Campos

Projeto Gráfico e Capa

Equipe UnisulVirtual

Diagramação

Marina Broering Righetto

Revisão

Diane Dal Mago

ISBN

978-85-7817-418-7

332.4

K94 Kroth, Darlan Christiano

Economia monetária : livro didático / Darlan Christiano Kroth ; design instrucional Marcelo Tavares de Souza Campos. – Palhoça : UnisulVirtual, 2013.

288 p. : il. ; 28 cm.

ISBN 978-85-7817-418-7

Inclui bibliografia.

1. Moeda. 2. Economia monetária. 3. Política monetária. 4. Inflação. I. Campos, Marcelo Tavares de Souza. II. Título.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Universitária da Unisul

Sumário

Apresentação.....	7
Palavras do professor	9
Plano de estudo	11
UNIDADE 1 - Introdução ao estudo da moeda	17
UNIDADE 2 - O sistema financeiro.....	51
UNIDADE 3 - Teoria e operacionalidade da política monetária.....	105
UNIDADE 4 - Moeda e inflação.....	173
UNIDADE 5 - Atualidades monetárias	223
Para concluir o estudo.....	269
Referências	271
Sobre o professor conteudista.....	275
Respostas e comentários das atividades de autoavaliação	277
Biblioteca Virtual.....	288

Apresentação

Este livro didático corresponde à disciplina **Economia Monetária**.

O material foi elaborado com vista a uma aprendizagem autônoma e aborda conteúdos especialmente selecionados e relacionados à sua área de formação. Ao adotar uma linguagem didática e dialógica, objetivamos facilitar seu estudo a distância, proporcionando condições favoráveis às múltiplas interações e a um aprendizado contextualizado e eficaz.

Lembre que sua caminhada, nesta disciplina, será acompanhada e monitorada constantemente pelo Sistema Tutorial da UnisulVirtual. Nesse sentido, a “distância” fica caracterizada somente como a modalidade de ensino por que você optou para sua formação. É que, na relação de aprendizagem, professores e instituição estarão sempre conectados com você.

Então, sempre que sentir necessidade, entre em contato. Você tem à disposição diversas ferramentas e canais de acesso, tais como: telefone, e-mail e o Espaço Unisul Virtual de Aprendizagem, que é o canal mais recomendado, pois tudo o que for enviado e recebido fica registrado para seu maior controle e comodidade. Nossa equipe técnica e pedagógica terá o maior prazer em lhe atender, pois sua aprendizagem é o nosso principal objetivo.

Bom estudo e sucesso!

Equipe UnisulVirtual

Palavras do professor

Caro/a estudante,

Seja bem-vindo/a à disciplina de Economia Monetária. Nesta disciplina, você estudará os efeitos que a moeda exerce sobre a economia, tanto os positivos, ao estimular a atividade econômica, quanto negativos, à medida que um processo inflacionário se deflagra. Assim, compreenderá que o controle desses efeitos da moeda, por meio da política monetária, é essencial para que a economia mantenha-se estável.

Nesse sentido, você conhecerá os instrumentos utilizados pelo Banco Central (Bacen) para controlar a quantidade de moeda em circulação na economia; como é determinada a taxa de juros, qual o papel dos bancos e seu impacto na economia, quais as formas de combater a inflação e como se originam as crises financeiras.

Verá que nos últimos anos, com a crescente liberalização dos mercados financeiros internacionais, com as inovações financeiras e o intenso movimento de capital financeiro, as autoridades monetárias foram forçadas a estarem mais atentas aos impactos que a moeda pode exercer na economia, fazendo com que essas autoridades direcionassem seus esforços para a maior compreensão da operacionalidade da política monetária.

Sendo assim, este livro didático é um roteiro que irá guiar seus estudos quanto aos temas mencionados anteriormente, no entanto, é fundamental que você complemente-os consultando outras fontes de conhecimento como livros, teses, dissertações, artigos científicos e textos técnicos.

Você poderá ainda complementar seus estudos assistindo a filmes, vídeos, e outras formas de multimídias que abordem os diferentes conteúdos apresentados ao longo deste livro. Para finalizar, faço votos que o conhecimento adquirido em nossos estudos contribua com o sucesso de sua vida profissional.

Bons estudos!

Professor Darlan





Plano de estudo

O plano de estudos visa a orientá-lo no desenvolvimento da disciplina. Ele possui elementos que o ajudarão a conhecer o contexto da disciplina e a organizar o seu tempo de estudos.

O processo de ensino e aprendizagem na UnisulVirtual leva em conta instrumentos que se articulam e se complementam, portanto, a construção de competências se dá sobre a articulação de metodologias e por meio das diversas formas de ação/mediação.

São elementos desse processo:

- o livro didático;
- o Espaço UnisulVirtual de Aprendizagem (EVA);
- as atividades de avaliação (a distância, presenciais e de autoavaliação);
- o Sistema Tutorial.

Ementa

Sistema financeiro e moeda. Mercados financeiros: taxas de juros, carteira de ativos e o mercado cambial. Instituições financeiras: análise econômica da estrutura financeira; a instituição bancária; instituições não bancárias; os derivativos financeiros. O Banco Central e a condução da política monetária: multiplicadores, oferta monetária, metas de política monetária; sistema monetário internacional. Teoria monetária: demanda por moeda em modelos macroeconômicos. Moeda e inflação. Atualidades monetárias.

Objetivos da disciplina

Geral

Compreender a teoria e a política monetária, assim como o funcionamento do sistema financeiro.

Específicos

- Compreender os principais conceitos da economia monetária.
- Apresentar a estrutura e as funções do sistema financeiro.
- Conhecer as principais teorias de política monetária.
- Entender a função da política monetária.
- Descrever os principais instrumentos de política monetária e sua operacionalidade.
- Analisar os fenômenos inflacionários e as políticas de estabilização.
- Discutir a globalização financeira e seus impactos na economia.

Carga horária

A carga horária total da disciplina é 60 horas-aula.

Conteúdo programático/objetivos

Veja, a seguir, as unidades que compõem o livro didático desta disciplina e os seus respectivos objetivos. Estes se referem aos resultados que você deverá alcançar ao final de uma etapa de estudo. Os objetivos de cada unidade definem o conjunto de conhecimentos que você deverá possuir para o desenvolvimento de habilidades e competências necessárias à sua formação.

Unidades de estudo: 5

Unidade 1 - Introdução ao estudo da moeda

Nesta unidade, você conhecerá as funções e características da moeda, bem como alguns conceitos básicos ao estudo da economia monetária, por exemplo, a base monetária e os agregados monetários, e estudará a maneira pela qual a moeda é multiplicada na economia por meio do multiplicador bancário.

Unidade 2 - O sistema financeiro

Estudará, nesta unidade, a organização do sistema financeiro, o qual está dividido em dois subsistemas: o normativo e de intermediação, bem como analisará as instituições que compõem cada subsistema. Estudará também a segmentação dos mercados financeiros, como os mercados bancário, cambial, monetário (títulos), e de capitais. Para finalizar, entenderá como ocorre a formação da taxa de juros.

Unidade 3 - Teoria e operacionalidade da política monetária

Por meio desta unidade você estudará a teoria de política monetária, que engloba as principais teorias de demanda por moeda, os fatores determinantes da oferta de moeda, assim como o papel do Banco Central e os seus instrumentos de política monetária. Compreenderá a operacionalidade da política monetária, contemplando o funcionamento do mercado monetário, a estrutura operacional da política monetária e os mecanismos de transmissão da política monetária.

Unidade 4 - Moeda e inflação

Aqui você analisará a teoria monetária que versa sobre a inflação, abrangendo os custos, as causas e políticas de combate à inflação e entenderá o regime de metas de inflação.


Unidade 5 - Atualidades monetárias

E, por fim, nesta unidade, você compreenderá o fenômeno da globalização financeira e das crises financeiras contemporâneas, e estudará peculiaridades sobre os regimes de controles de capital e de regulação e supervisão financeira.



Agenda de atividades/Cronograma

- Verifique com atenção o EVA, organize-se para acessar periodicamente a sala da disciplina. O sucesso nos seus estudos depende da priorização do tempo para a leitura, da realização de análises e sínteses do conteúdo e da interação com os seus colegas e professor.
- Não perca os prazos das atividades. Registre no espaço a seguir as datas com base no cronograma da disciplina disponibilizado no EVA.
- Use o quadro para agendar e programar as atividades relativas ao desenvolvimento da disciplina.

Atividades obrigatórias	
Demais atividades (registro pessoal)	

UNIDADE 1

1

Introdução ao estudo da moeda



Objetivos de aprendizagem

- Apresentar o surgimento e a evolução histórica da moeda.
- Estudar as funções e características da moeda.
- Analisar os principais conceitos referente a mensuração da moeda, em termos de agregados monetários.
- Compreender o mecanismo de multiplicador bancário.
- Entender a criação e destruição de moeda na economia.



Seções de estudo

Seção 1 A moeda e suas funções

Seção 2 Mensurando a moeda: os agregados monetários

Seção 3 Criação e destruição de meios de pagamento



Para início de estudo

Neste estudo, você conhecerá a origem da moeda na sociedade e a sua evolução até os dias atuais, a qual já foi constituída por objetos nada convencionais, como conchas e o couro, até chegar na moeda virtual de nossos dias.

Compreenderá que a moeda possui funções fundamentais que permitem ampliar a eficiência da economia, e verá as características que uma mercadoria deve possuir para poder ser utilizada como moeda.

Analizará como as autoridades monetárias acompanham a variação da quantidade de moeda na economia por meio da mensuração dos agregados monetários, os quais são indicadores importantes para a efetivação da política monetária, visto que possibilitam vislumbrar o grau de liquidez da economia.

Por fim, compreenderá que o multiplicador bancário consiste no impacto da atuação dos bancos sobre a ampliação da quantidade de moeda na economia, e entenderá as formas de criação e destruição de moeda dentro sistema econômico.

Seção 1 – A moeda e suas funções

A moeda é um instrumento de fundamental importância para uma sociedade, na medida em que viabiliza a maior divisão social do trabalho e auferir maior eficiência nas transações econômicas como, por exemplo, compra de bens e serviços, pagamento de salários e custódia de recursos para o futuro.

O surgimento da moeda

Em uma economia de mercado desenvolvida, como a que vivemos hoje, com uma significativa quantidade de bens e serviços e modalidades diversas e avançadas de comércio, como, por exemplo, o caso do comércio eletrônico, fica difícil imaginar a vida sem a utilização de **moeda**.

Para muitos economistas, como Lopes e Rosseti (2002), a moeda é considerada o lubrificante da economia, ou seja, o instrumento que dá fluidez às transações de bens e serviços, pois possibilita que eles migrem das famílias para as empresas e das empresas para as famílias, conforme demonstra o fluxo circular de renda.

Qualquer bem econômico que desempenhe a função de intermediar trocas, que sirva como medida de valor e possua aceitação geral.

A moeda também é considerada um instrumento que viabiliza a produção dos bens públicos por parte do Governo, permitindo a realização do comércio exterior entre nações com maior facilidade e agilidade, tornando a sociedade mais eficiente.



A origem da moeda remonta as sociedades primitivas (aproximadamente 2.000 a. C.), mais precisamente quando o homem deixou de ser nômade e passou a explorar a agricultura, utilizando a moeda como um meio de troca, dando início às primeiras formas de especialização da produção e de divisão social do trabalho.

A invenção desse instrumento de troca facilitou a vida das pessoas, visto que até então os homens dependiam do escambo para realizar a troca direta de um bem por outro, pois as sociedades eram muito simples e conviviam basicamente com uma economia de subsistência, em que existia pouca variedade de produtos e havia poucas necessidades de troca, logo, pouca necessidade de moeda.

Figura 1.1 - Escambo



Fonte: Escambo-net (2011).

Em uma economia dependente do escambo, os indivíduos ficavam reféns da **dupla coincidência de desejos**, ou seja, com base nesse exemplo apresentado, caso um indivíduo possuísse o produto Peixe e necessitasse do produto Cereal, teria que encontrar uma pessoa que dispusesse de Cereal e tivesse interesse por Peixe.

À medida que as sociedades evoluíram e suas relações comerciais tornaram-se mais complexas, com a maior divisão social do trabalho, a criação de novos produtos e ampliação das transações econômicas, essas sociedades passaram a necessitar de instrumentos cada vez mais sofisticados, que viabilizassem a vazão desse movimento.

É nesse período histórico que a moeda passa a ser um elemento essencial na vida das pessoas, tomando diversas formas ao longo da história, e estando diretamente relacionada com a evolução do **sistema de pagamentos** da sociedade. Isto é, os instrumentos utilizados como moeda ao longo da história foram evoluindo, passando de instrumentos simples, como o sal e conchas, até chegar aos nossos dias com a moeda eletrônica, a qual é caracterizada pela utilização de cartões de crédito e magnéticos.

.....
É o conjunto de procedimentos, regras, instrumentos e operações integrados que permitem a transferência de recursos financeiros, o processamento e liquidação de pagamentos entre os diversos agentes econômicos da sociedade.



Mas como podemos definir moeda?

Uma definição mais genérica, proposta por Carvalho et al (2007), confere que moeda é qualquer bem econômico que desempenhe a função de intermediário de trocas, que serve como medida de valor e possui aceitação geral.

Outra definição importante quanto à moeda, é a proposta por Mishkin (2000, p. 31), que se refere à moeda como o objeto que é aceito no pagamento por bens ou serviços e no pagamento de dívidas. O dinheiro constituído pelas cédulas e as moedas de Reais, por exemplo, se encaixam claramente nesta definição.

Cabe ressaltar que o conceito de moeda está relacionado às funções que ela desempenha em uma economia, nesse sentido, torna-se necessário estudá-las de forma mais detalhada.

As funções da moeda na economia

As funções que a moeda desempenha na economia são basicamente três, a saber: intermediário de trocas, unidade padrão de medida (denominador comum monetário) e reserva de valor, as quais são apresentadas na sequência.

Intermediário de trocas

Essa primeira função diz respeito a um meio de pagamento que permite aos agentes econômicos realizarem quaisquer transações de troca, sem necessidade de satisfazer a dupla coincidência de desejos, a qual é característica de economias que não possuem moeda, em que as trocas ocorrem por meio do escambo.

A dupla coincidência de desejos poderá gerar diversos transtornos aos indivíduos de uma sociedade, pois eles, além de dedicarem muito tempo procurando alguém que tenha algum produto de sua necessidade, dependerão simultaneamente, que essa pessoa esteja demandando o produto do qual possui.

Nesse sentido, a função da moeda como intermediário de trocas possibilitou um expressivo ganho de eficiência para as sociedades, tendo em vista a eliminação dos custos de transação, decorrentes da procura pela satisfação da dupla coincidência de desejos. Dessa maneira, essa função permitiu a divisão social do trabalho, o aumento da produtividade e o barateamento dos produtos, gerando maior bem-estar para os indivíduos.

Unidade padrão de medida

A segunda função da moeda, refere-se à medida de valor ou unidade padrão de medida (denominador comum monetário), que de acordo com Howells (2001), estabelece um padrão comum para que todos os produtos sejam expressos no valor da moeda. Essa função é importante por duas razões principais: a primeira é tornar possível a contabilização da atividade econômica e a segunda tornar a sociedade mais eficiente.



O Brasil utiliza como moeda o Real, assim todos os produtos terão preços em Reais, porém, caso utilizasse além do Real, o Dólar e o Euro, todos os produtos teriam que ser expressos nesses três preços. Assim, uma camisa na vitrine de uma loja deveria ter três etiquetas, uma em Real, outra em Dólar e ainda uma outra em Euro.

Na hipótese de uma economia operar com mais de uma moeda, essa economia deverá adotar uma tabela de conversão de preços para fins de comparação entre as moedas. Seguindo o mesmo raciocínio, imagine uma sociedade que tivesse 10 moedas diferentes, como ocorria em algumas sociedades primitivas. Nesse caso, seria necessário fazer 45 relações entre moedas para ter todas as conversões.

Para chegar no número 45, utiliza-se a seguinte fórmula,

$$\text{Equação 1: } RT = \frac{n(n-1)}{2}$$

Em que: RT = Número de transações;

n = Número de moedas.

Diante dessas situações podemos dizer que a função de medida de valor, ou seja, utilizar uma única moeda, também contribui para que a sociedade torne-se mais eficiente no sentido de otimizar o tempo dos agentes econômicos, ao realizar suas transações comerciais no mercado.

Reserva de valor

A terceira função, diz respeito à moeda como reserva de valor, a qual possibilita que a moeda possa ser retida por determinado período de tempo, sem perder sua principal função, que é de ser intermediador de troca, ou ainda, manter seu poder de compra.

Dessa maneira, a moeda acaba sendo uma forma alternativa de guardar riqueza, até por que ninguém deseja gastar todo o seu salário no dia que recebe. Outros ativos e bens também possuem essa função, como é o caso do ouro e dos imóveis. Porém, a moeda possui a vantagem de possuir maior **liquidez**.

É importante destacar que em períodos de inflação elevada, a moeda perde essa função de reserva de valor, em virtude de que os preços sobem rapidamente, desvalorizando a moeda e fazendo com que os indivíduos procurem se desfazer o mais rápido dela.

Facilidade e rapidez de transformar qualquer ativo e/ou bem em dinheiro. A moeda é o ativo líquido por excelência, pois todos indivíduos aceitam moeda.



Essas três funções da moeda promovem maiores ganhos de eficiência nas sociedades, no que se refere à redução dos custos de transação, isto é, agilizam as trocas, possibilitando a especialização da economia.

Além dessas três funções apresentadas, alguns autores como Lopes e Rosseti (2002, p. 19) destacam outras funções referente à moeda, como: **poder liberatório**, que é a possibilidade de utilizar a moeda para saldar dívidas, pois todos aceitam moeda. Essa característica é garantida pela ação/imposição do Estado.

Uma segunda função elencada pelos autores é a moeda como **padrão de pagamentos diferidos**, que se confunde com a função anterior, pois pelo fato de a moeda ser reserva de valor e amplamente aceita, possibilita sua antecipação ou a realização de

empréstimos, antecipar recursos (fazer dívidas) para pagamento futuro ou amortização ao longo do tempo; e por fim, **instrumento de poder**, a posse de moeda, ou o seu **entesouramento** possibilita poder econômico.

Refere-se à retenção/transformação de moeda, cédulas e moedas metálicas, na forma de ativos financeiros como o ouro e obras de arte. Serve para transferir a capacidade de pagamento/consumo da moeda para um período futuro.

Além do estudo das funções e da importância da moeda para uma sociedade, é importante analisarmos as características que um bem/mercadoria deve possuir, para que possa ser utilizado como moeda. Nesse sentido, para que um bem possa ser utilizado como moeda, é necessário que possua algumas propriedades físicas e econômicas.

Propriedades físicas e econômicas da moeda

Os atributos físicos da moeda estão relacionados a:

- **Durabilidade:** é o atributo que está inerente à resistência do bem, dificultando que ele se destrua ou deteriore com o tempo ou com o seu manuseio.
- **Homogeneidade:** todas as moedas em circulação em uma economia devem ser iguais, para que haja aceitação pelos indivíduos, possibilitando sua divisão e dificultando e/ou evitando a falsificação.
- **Divisibilidade:** possibilidade de fracionar a moeda em múltiplos e submúltiplos, permitindo a realização de pequenas transações, ou ainda para facilitar o “troco”.
- **Facilidade de manuseio e transporte:** que seja fácil de transportar e não cause custos extras, como é o caso do peso e da segurança. Uma das causas dos metais (ouro e prata) deixarem de ser utilizados como moeda, é por não atenderem essa característica.

No que se refere aos atributos econômicos da moeda destacam-se:

- **Transferibilidade:** é o atributo relacionado à facilidade de passar a moeda de uma pessoa para outra.

- **Custos de estocagem:** a moeda apresenta custos reduzidos de estocagem, os quais possibilitam que ela seja utilizada no dia a dia.

Uma terceira característica econômica fundamental é a da **aceitabilidade**. Para que qualquer objeto funcione como moeda, ele deve ser aceito universalmente, ou seja, todos devem estar dispostos a aceitá-lo como pagamento por bens e serviços e/ou dívidas. Hoje essa característica de aceitabilidade é ratificada pela imposição e garantia do Estado, conforme observaremos a seguir por meio do estudo da moeda-fiduciária.

Evolução histórica da moeda

A moeda já assumiu várias formas desde seu surgimento. Sua evolução ao longo do tempo está muito atrelada à evolução do comércio e ao desenvolvimento do sistema de pagamentos da economia.

Dessa maneira, verificamos que nos primórdios vários objetos foram utilizados como moeda, tendo, principalmente, a função de valor de uso além da função de meio de troca, como foram os casos do sal e do gado.

À medida que as transações comerciais ficaram mais complexas, houve a necessidade de aprimorar também o tipo de moeda, como é o caso da cunhagem de moedas de ouro e prata. Esse tipo de moeda deixa de existir na instância que a economia cresce, em uma proporção muito superior do estoque destes metais, surgindo assim o papel-moeda.

Hoje, o próprio uso do papel-moeda começa a ficar obsoleto, tendo em vista a praticidade do uso de cartões. No entanto, é importante registrar que no estudo da história da moeda, percebemos seis tipos de moeda: moeda-mercadoria, moeda-papel, papel-moeda ou moeda fiduciária, moeda-escritural, moeda-eletrônica e moeda virtual. Vamos analisar cada um deles.

Moedas-mercadoria

Foram os primeiros tipos de moeda utilizada pelas sociedades primitivas após a superação do escambo, e contemplava uma gama de produtos, bens e objetos muito valorizados em cada época, como: o sal, dentes de marfim, o couro, o gado, conchas, escravos, e as mais conhecidas como o ouro e a prata.

A figura na sequência ilustra um exemplo de moeda-mercadoria em que moedas de pratas eram utilizadas no Império Romano, século II d.C. Verificamos que há uma face de um César gravada para denotar a oficialidade da moeda.

Figura 1.2- Moeda-mercadoria



Fonte: Inácio (2009).

Cabe destacar que o objeto que era usado como moeda era utilizado também para o seu objetivo fim, isto é, possuíam valor de uso, a exemplo do sal, do gado e do couro. As razões para o desaparecimento desse tipo de moeda decorreram de não atender as características essenciais que uma moeda deve possuir, como: durabilidade, homogeneidade, facilidade de manuseio e de transporte.

As primeiras civilizações usavam o dinheiro mais como meio de pagamento do que meio de troca, tendo em vista que havia baixa divisão social do trabalho e a economia era de subsistência. Nessas sociedades, as primeiras moedas acabavam sendo usadas também para entesouramento, para tanto, deveriam conter durabilidade.

Na idade média, durante o sistema feudalista, a moeda foi muito utilizada para este fim, como é o caso das igrejas revestidas de ouro, bem como ornamentos e estátuas de santos de ouro e prata.

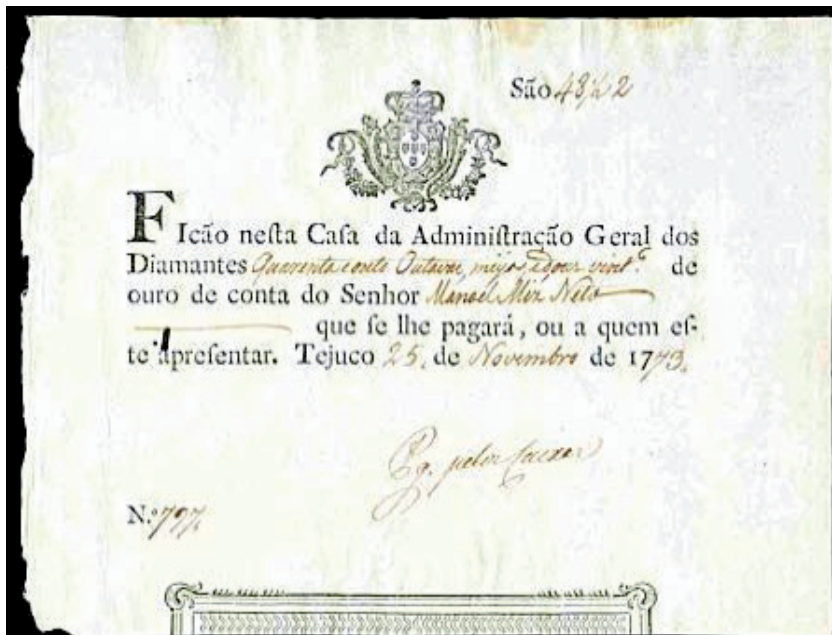
As moedas mercadorias mais amplamente utilizadas foram os metais, como por exemplo, o ouro e a prata, utilizadas até o século XVIII. Sua grande utilização decorreu de suas características, como: muito procuradas e desejadas, oferta limitada e facilidade de cunhagem (divisibilidade e durabilidade).

Moeda - papel

Esse tipo de moeda surgiu em virtude da dificuldade encontrada pelos mercadores nos séculos XIV e XV no uso dos metais preciosos, quando ocorreu a expansão do comércio, dado a dificuldade de transportar (peso) e a segurança envolvida no processo.

A próxima figura ilustra uma moeda-papel datada do ano de 1773, representada por um certificado de depósito. Isto é, um indivíduo depositou uma certa quantidade de ouro em uma casa de custódia e recebeu um recibo da entrega do ouro, para sacar em espécie no futuro.

Figura 1.3 - Moeda-papel



Fonte: Jr (2012).

A descrição nesta moeda-papel tem a seguinte especificação:

São 481/2 2

Ficção nesta Casa da Administração Geral dos
Diamantes Quatrocentos e oitenta e meia dois vint. de ouro
de conta do Senhor Manoel Miez Neto que se lhe pagará,
ou a quem este apresentar. Tejuco, 25 de novembro de
1773.

No 727

As casas de custódia e/ou ourives, foram as primeiras formas/ modalidades de banco, isto é, recebiam os metais para guarda e em troca entregavam certificados de depósitos, equivalente aos cheques que conhecemos hoje, aos proprietários dos metais. As casas de custódia se disseminaram a partir do século XV, quando amplia o comércio na Idade Média.

A principal característica da moeda-papel é que eram 100% lastreadas (garantidas), sendo que, um certificado de depósito equivalente a 100 moedas de ouro, poderia ser trocado a qualquer momento por 100 moedas de ouro. Nesse caso, toda a emissão de dinheiro, certificados de depósito, possuía o equivalente em moedas de ouro depositado na casa de custódia.

A moeda-papel foi posteriormente substituída pela moeda-fiduciária, a qual estudaremos no item a seguir.

Moeda-fiduciária ou papel-moeda

São as cédulas de dinheiro que utilizamos hoje para realizarmos nossas transações comerciais e financeiras diárias, conforme exposto na figura a seguir.

Figura 1.4 - Moeda-fiduciária



Fonte: Hercules Filho (2010).

Um dos fatores que possibilitou o surgimento moeda-fiduciária foi à criação das casas de custódia, em que seus proprietários logo perceberam que as pessoas não retiravam a qualquer momento as moedas, pois havia um fluxo constante de entrada de metais maior que a saída.

Nesse sentido, os ourives começaram a emitir certificados, sem a correspondência equivalente de metais em caixa, situação essa que conhecemos nos dias atuais por alavancagem. Também podemos mencionar que a alavancagem é o correspondente à atividade de crédito, as quais tiveram início neste período, assim como tiveram início os bancos tradicionais.

No entanto, a utilização indevida desse expediente de emissão desenfreada de certificados causou grandes problemas, na medida em que bancos não administravam corretamente o dinheiro em caixa, levando a sua falência e causando perdas para seus depositantes.

Um exemplo típico desse episódio foi apresentado no filme “A felicidade não se compra”, de Frank Capra, em 1946. No filme, o protagonista George Bailey, administrador de um Banco Imobiliário, explica como funciona a atividade bancária a seus clientes, no momento em que todos os clientes querem sacar seus depósitos.

Basicamente, o que Bailey explica é que como nem todo o dinheiro depositado fica guardado no banco, e caso cada correntista queira sacar seu dinheiro, o banco não terá como pagá-los e decretará falência. Outro problema resultante da emissão desenfreada de certificados por parte dos bancos é a inflação.

Paralelo a esses eventos, verificamos a consolidação dos Estados Nacionais a partir do século XVI, quando passam a ter uma participação mais ativa na vida econômica da sociedade, os quais logo assumiriam o monopólio sobre a emissão de moeda dentro do país e a moeda passa a ter curso-forçado, isto é, quem garante/regulamenta a validade da moeda é o Governo do país.



O nome de fiduciária advém da palavra *fidúcia*, palavra que equivale a *confiança*. Assim, as pessoas passam a usar/aceitar a moeda por que em última instância quem garante o valor da moeda é o Governo.

Hoje as moedas em circulação no mundo não possuem nenhum lastro em ouro, visto que os indivíduos aceitam a moeda em circulação simplesmente por acreditarem que todos irão aceitar a moeda, e claro, pela determinação do Governo, que tem a função de manter o poder de compra da moeda.

Mesmo os Estados Nacionais tendo assumido o monopólio sobre a emissão de moeda no século XVI, o regime fiduciário é recente, pois no período do século XIX até a I Guerra Mundial prevaleceu o padrão-ouro, sistema em que os Bancos Centrais de cada país garantiam que suas moedas possuíam um percentual em ouro, porém em virtude dos elevados gastos que os Governos realizaram com a I Guerra Mundial e para a sua reconstrução, os países deixaram de utilizar esse regime.

Em 1944, no fim da II Guerra Mundial, os países desenvolvidos fizeram um acordo que apenas o dólar americano teria algum lastro em ouro, e as demais moedas do mundo, ficariam atreladas ao dólar. Esse acordo ficou vigente até 1971, quando os Estados Unidos da América, pressionados pelos seus gastos militares, suspenderam o acordo. Desde lá, a garantia do valor da moeda em cada país é apenas o compromisso do Governo em garantir o poder de compra de sua moeda.

Moeda-bancária ou moeda escritural

Podemos admitir que moeda escritural é o saldo positivo da conta corrente no banco, que por sua vez é movimentado pelos cheques. A invenção do cheque minimizou os problemas com transporte de papel-moeda, gerando maior segurança, pois é uma promessa de pagamento, uma dívida pagável à vista.

Verificamos na figura a seguir um exemplo de moeda bancária.

Figura 1.5 - Moeda-bancária



Fonte: Cedaro (2010).

A introdução dos cheques foi uma inovação importante que gerou maior eficiência ao sistema de pagamentos, pois reduziu os custos com transporte de moeda, porém, por outro lado, exigiu um maior desenvolvimento do sistema de compensação dos bancos, devido ao tempo para cruzar as informações e trocar recursos entre contas de bancos diferentes, o que gerou um custo para o sistema bancário.

Cabe destacar que o cheque é uma figura importante da cultura econômica brasileira, tendo em vista que por muitos anos foi utilizado também como um instrumento de crédito, na medida que se utilizavam os cheques para realizar compras parceladas, o popular cheque pré-datado. A importância dos cheques vem diminuindo nos anos recentes, em virtude da disseminação do uso dos cartões de débito e de crédito.

Moeda-eletrônica

A partir da década de 1980 com os avanços da área de informática e de comunicação, os bancos passaram a desenvolver produtos com maior flexibilidade e garantias, como são os casos das contas correntes especiais, com limite de crédito, e os cartões de crédito. Logo, foi possível desenvolver os cartões de débito, utilizados amplamente em nosso dia a dia, os quais também são conhecidos como dinheiro de plástico.

Figura 1.6 - Moeda-eletrônica



Fonte: Câmara de Dirigentes Lojistas de Cariacica [20--?].

A ampliação do uso dos cartões e transferências de valores via internet vem contribuindo para reduzir significativamente o uso de cheques e também de papel-moeda. Essa utilização de cartões traz implicações para a condução da política monetária, pois aumenta a velocidade de circulação de moeda na economia.

Moeda-virtual

Não existe uma definição clara na literatura sobre esse tipo de moeda, porém, há pesquisas na área de computação para desenvolver *softwares* para celulares, que permitam realizar pequenas transações de nosso dia a dia como: passagens de ônibus e metrô e/ou pagamento de pedágios em autoestradas, entre outros tipos de *tickets*/bilhetes, os quais sejam pagos pelo uso de *chips* acoplados em celulares que fariam a transferência de recursos automaticamente.

A próxima figura ilustra *chips* que são utilizados como moeda virtual.

Figura 1.7 - Moeda-virtual



Fonte: Diálogos Políticos (2010).

Esse tipo de instrumento poderá contribuir para minimizar a utilização do papel-moeda, ou mesmo as tradicionais e pesadas “moedinhas”.

Seção 2 – Mensurando a moeda: os agregados monetários

A mensuração dos agregados monetários é uma ferramenta fundamental para que as autoridades monetárias possam traçar metas de política monetária.

As cédulas de Real que possuímos em nossa carteira são um exemplo de moeda na sua condição de maior liquidez. Porém, há outros ativos que servem como moeda, embora não possuam o mesmo grau de liquidez, como é o caso de algumas aplicações financeiras, como os depósitos à prazo e alguns títulos privados, como os fundos de investimentos de renda fixa.



Essas aplicações financeiras são importantes e podem rapidamente se transformar em moeda e circular na economia. Por esse motivo, é necessário que se classifique tais ativos financeiros e se acompanhe as movimentações entre eles, tendo, assim, maior controle sobre mudanças de liquidez na economia.

Nesse sentido, os diversos tipos de ativos financeiros em que a moeda pode se transformar são registrados pelo conceito de **agregados monetários**, que em outras palavras são as estatísticas monetárias, as quais são fundamentais para que as autoridades monetárias, como, por exemplo, o Banco Central, acompanhem o comportamento da movimentação da moeda na economia, e com base nesses agregados possam efetuar a política monetária e o controle da quantidade de moeda.

Os meios de pagamentos

Inicialmente, vamos apresentar a forma mais elementar de moeda que são os chamados meios de pagamento. Segundo a definição do Banco Central do Brasil (2012), os meios de pagamento são considerados a forma mais restrita de moeda em uma economia, e

Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012).

Assim, podemos dizer que os **meios de pagamento** consistem na totalidade de ativos possuídos pelo público que poderão ser utilizados a qualquer momento para a liquidação de qualquer compromisso futuro ou à vista. Esses meios são compostos por papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista nos bancos comerciais.

É possível representarmos os meios de pagamento por meio da seguinte equação matemática:

$$\text{Equação 2: } MP = PMPP + DV$$

Em que:

MP = Meios de pagamento;

PMPP = Papel-moeda em poder do público;

DV = Depósitos à vista nos bancos comerciais.

Perceba a seguinte situação,



A emissão de papel moeda é uma atribuição exclusiva do Banco Central de um país, porém nem todo o papel moeda emitido pelo Banco Central transforma-se em PMPP. Parte da emissão fica retida no próprio Banco Central como parte de suas reservas.

Dessa forma, o **papel moeda em circulação** em uma economia pode ser representada pela Equação 3:

$$\text{Equação 3: } PMC = PME - R_{BC}$$

Em que:

PMC = Papel moeda em circulação;

PME = Papel moeda emitido pelo Banco Central;

R_{BC} = Reserva do Banco Central.

Partindo dessa relação, podemos calcular a quantidade de Papel-moeda em poder do público. Para tanto, partimos do montante de PMC e subtraímos o percentual/volume que os bancos comerciais retêm para formar suas reservas/caixa. O valor resultante dessa diferença é que pode ser considerada papel-moeda em poder do público, conforme podemos sintetizar pelas equações 4 e 5:

$$\text{Equação 4: } PMPP = PMC - R_B$$

$$\text{Equação 5: } PMPP = PME - R_{BC} - R_B$$

Em que:

PMPP= Papel moeda em poder do público;

PMC = Papel moeda em circulação;

PME = Papel moeda emitido pelo Banco Central;

R_B = Reserva Bancos;

R_{BC} = Reserva do Banco Central.

Conforme mencionado, o papel-moeda em poder do público, em conjunto com os depósitos à vista, consiste na forma mais restrita de moeda que são os meios de pagamentos, os quais caracterizam a moeda em sua forma mais líquida. Porém, cabe destacar que nem sempre os meios de pagamentos se mantêm nessa forma, visto que poderão ser direcionados a outros destinos, como é o caso das aplicações financeiras.

Desse modo, podemos mensurar a moeda por meio de um conjunto de ativos chamados de **agregados monetários**, também chamados de meios de pagamentos ampliados.

Estabelecem conjuntos de moeda de acordo com os seus sistemas emissores e/ou liquidez, ou seja, uma medida/estatística de moeda.

Os agregados monetários

Segundo Fortuna (2005), os agregados monetários estabelecem conjuntos de moeda de acordo com os seus sistemas emissores e/ou liquidez, constituindo uma medida/estatística de moeda. Essa forma de mensurar a moeda é utilizada em todo mundo, alterando apenas os tipos de ativos financeiros que compõem cada agregado.

Essa diferença entre os países decorre das regras dos ativos de cada país, os quais influenciam em sua liquidez. Nesse sentido, os agregados monetários dos países em geral, são classificados em sua grande maioria por grau de liquidez, isto é, de maior para menor liquidez.

No quadro seguinte, são apresentados os agregados monetários utilizados no Brasil.

Quadro 1.1 – Agregados monetários utilizados no Brasil

M1	Papel moeda em poder do público + depósitos à vista nos bancos comerciais;
M2	M1 + Depósitos em Poupança e Títulos emitidos por instituições depositárias (Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio, letras hipotecárias e letras de imobiliárias);
M3	M2 + Quotas de fundos de investimento (Fundos Cambial; Curto Prazo; Renda Fixa (inclusive extramercado); Multimercado; Referenciado) e operações compromissadas com títulos públicos federais (por exemplo, empréstimo do banco A para o banco B com garantia de títulos públicos);
M4	M3 + Títulos públicos federais.

Fonte: Elaboração do autor (2012).

O quadro apresentado expõe os ativos que compõem a relação de agregados monetários para o caso brasileiro, os quais estão classificados de acordo com os sistemas emissores, por exemplo, o agregado M1 é de responsabilidade do Bacen, o M2 pelos bancos comerciais, o M3 pelos fundos de investimentos e o M4 pelo Governo, a partir da emissão de títulos públicos.

É importante ressaltar que essa definição dos agregados monetários, por sistemas emissores, foi alterada em 2001, conforme resolução do Banco Central do Brasil (2001). Até então os agregados monetários eram segmentados de acordo com a liquidez do ativo de maior para menor liquidez.

Segundo o Bacen, essa mudança foi importante, pois dado o grau de desenvolvimento do sistema bancário atual, há grande liquidez entre os ativos que compõem os agregados monetários e fácil transformação de um agregado em dinheiro.

O acompanhamento da variação dos agregados monetários é fundamental para que as autoridades monetárias possam otimizar a condução da política monetária, pois é possível, por exemplo, prever uma pressão na demanda agregada da economia ao ocorrer uma ampliação em M1, ou um ainda, um maior poder dos bancos multiplicarem moeda, caso ocorra deslocamento de M4 e M3 para M2 ou M1, impactando diretamente sobre o nível de preços e taxa de juros.



É possível nos defrontar também com o conceito de quase-moeda, que é outra forma de chamar os ativos que compõe o M2, M3 e M4 dos agregados monetários. Ou ainda, os ativos financeiros não monetários, representados pelas quotas de fundos de investimentos ou títulos públicos, que possuem liquidez imediata.

Um outro conceito muito utilizado e que equivale a uma forma de mensurar a moeda na economia é a **base monetária**, a qual contempla o total de cédulas e moedas em circulação na economia. Nesse sentido, a base monetária contempla o Papel-Moeda em Poder do Público e os recursos da conta de reservas nos bancos comerciais.

A base monetária também é conhecida como a emissão primária de moeda caracterizada pela oferta de moeda por parte do Banco Central, que em outras palavras é o passivo monetário do Banco Central, e que pode ser representada pela equação 6.

$$\text{Equação 6: } B_M = \text{PMPP} + R_B$$

Em que:

B_M = Base monetária;

PMPP= Papel moeda em poder do público;

R_B = Reserva dos bancos.

As reservas dos bancos podem ser divididas em Reservas de Caixa (R_C), as quais são os recursos que os bancos detêm para fazer frente aos saques diários de seus correntistas e para envio às câmaras de compensação; e em Reservas Compulsórias (DC), também conhecidas como **depósitos compulsórios**, que é o percentual sobre os depósitos à vista que os bancos obrigatoriamente devem depositar no Banco Central, ao final de cada dia, para fins de controle da política monetária.

A representação das reservas dos bancos é representada pela equação 7.

$$\text{Equação 7: } R_B = R_C + DC$$

Em que:

R_B = Reserva bancária;

R_C = Reserva de caixa;

DC = Reserva compulsória.

Considerando essa notação, a base monetária pode ser expressa pela equação 8 ou 9:

$$\text{Equação 8: } B_M = PMPP + R_C + DC$$

$$\text{Equação 9: } B_M = PMC$$

Em que:

B_M = Base monetária;

PMPP= Papel moeda em poder do público;

R_C = Reserva de caixa;

DC = Reserva compulsória;

PMC = Papel moeda em circulação.

Cabe ressaltar que a base monetária, por contemplar o total de papel-moeda em poder do público e os recursos da conta reservas bancárias, equivale a um volume maior de moeda que os meios de pagamento, pois esses só contemplam papel-moeda em poder do público e depósitos à vista.

No entanto, percebemos com o estudo dos agregados monetários que a moeda pode tomar outras formas, além de sua forma mais líquida, que é o papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista, também conhecidos como meios de pagamento e/ou M1, pois à medida em que há a migração da moeda para uma aplicação financeira, por exemplo, que torna a moeda um ativo financeiro e por conta dessa situação deixa de ser líquida, ocorre uma redução da liquidez da economia, que é denominada destruição de moeda na economia.

Por outro lado, quando se amplia a quantidade de moeda na economia, situação que pode se dar, por exemplo, com o aumento dos empréstimos bancários, ocorre criação de moeda. A seguir vamos analisar de forma mais aprofundada essas situações de criação e destruição de moeda, e verificar o forte papel dos bancos neste contexto.

Seção 3 – Criação e destruição de meios de pagamentos

A forma com que os bancos criam moeda na economia por meio do multiplicador bancário influencia diretamente algumas variáveis, como, por exemplo, a taxa de juros. No entanto, há fatores que influenciam no tamanho do multiplicador bancário, os quais constituem opções para que o Banco Central controle o tamanho do referido multiplicador.

O multiplicador monetário/bancário

O Banco Central, a princípio, é a única instituição de um país que pode emitir moeda, isto é, quando este Banco emite moeda ele está criando meios de pagamento. Já os bancos comerciais, por mais que não consigam emitir moeda, podem criar meios de pagamento por meio do chamado **multiplicador bancário**, também conhecido como **multiplicador monetário**.

Esse multiplicador corresponde ao processo de ampliação dos meios de pagamento por parte dos bancos comerciais, quando realizam sua função bancária, isto é, quando fazem a captação de depósitos à vista e realizam empréstimos, uma vez que esses depósitos não serão retirados/sacados imediatamente pelos correntistas, possibilitando que os bancos utilizem tais recursos para emprestar a terceiros.

Esses empréstimos, ao serem gastos na economia, retornarão aos bancos comerciais na forma de depósitos, que mais uma vez serão emprestados. O resultado é que os bancos criarão meios de pagamento, **moeda escritural**, em uma quantidade superior as reservas que possuem.

Para que possamos compreender melhor essas interações que ocorrem na economia, apresentamos, a seguir, uma tabela com dados que representam hipoteticamente o multiplicador bancário.

Tabela 1.1 – Representação do multiplicador bancário

Etapa	Dep. à Vista	Compulsório	Empréstimos
1	200.000	80.000	120.000
2	120.000	48.000	72.000
3	72.000	28.800	43.200
4	43.200	17.280	25.920
5	25.920	10.368	15.552
n	próximo 0	próximo 0	próximo 0
Final/Total	500.000	200.000	300.000

Fonte: Elaboração do autor (2012).

A tabela apresentada ilustra a dinâmica do multiplicador bancário, considerando uma economia que possui uma taxa de **depósito compulsório** de 40%, isto é, para cada \$ 1,00 depositado, \$ 0,40 deverão ser depositados no Banco Central.

Neste sentido, suponhamos que o Banco Central realize uma compra de títulos no valor de \$ 200.000 (etapa 01), esse valor será creditado na conta corrente do portador dos títulos. O banco comercial que receber esse depósito irá separar \$ 80.000 para fins de depósito compulsório (40%), e o restante irá realizar um empréstimo bancário.

O empréstimo de \$ 120 mil irá retornar a um segundo banco (etapa 02), que realizará um novo aporte de 40% para compulsório e fará um novo empréstimo. Esse movimento irá acontecer por “n” períodos, até o valor ser muito próximo a zero.

É a forma de moeda que utiliza o saldo de depósitos à vista como meio de pagamento. Os exemplos mais característicos desse tipo de moeda são o cheque, o Documento de Crédito (DOC), Transferência Eletrônica Disponível (TED) e as transferências entre contas correntes de mesmo banco.

Percentual dos depósitos à vista que os bancos comerciais devem recolher ao Bacen, diariamente.

Ao final desse processo, o depósito inicial de \$ 200 mil se transformará num montante de \$ 500 mil circulando na economia, ou seja, os \$ 200 mil de depósito inicial mais os \$ 300 mil de empréstimos.



O montante final gerado pelo multiplicador bancário equivale a 2,5 vezes o valor inicial do depósito. Assim, fica claro que o valor deste multiplicador para essa economia é 2,5, que significa que para cada \$ 1,00 depositado nos bancos são realizados empréstimos no montante de \$ 2,50.

Para obtermos um resultado instantâneo sobre o total de moeda que é multiplicada pelos bancos comerciais, basta utilizar a fórmula expressa pela Equação 10:

$$\text{Equação 10: } M_B = \frac{1}{rDC}$$

Em que:

M_B = Multiplicador Bancário;

rDC = Taxa do depósito compulsório.

Diante da possibilidade dos referidos bancos multiplicarem moeda na economia, o Banco Central adota algumas medidas preventivas para influenciar/controlar a atividade dos mesmos, sendo que a mais importante é o depósito compulsório.

A partir da ação dos bancos e seu poder de multiplicar moeda na economia, fica evidente que a quantidade de meios de pagamento na economia é um múltiplo da base monetária, ou seja, quanto maior o volume de papel-moeda em circulação, maior será a quantidade de meios de pagamento.

Na equação 10, verificamos que esse múltiplo será maior quanto menor a taxa de compulsório que o Banco Central definir, pois sobrá mais recursos para os bancos emprestarem.



Se a taxa do compulsório for 40% para um depósito de \$ 1,00, conforme exemplo do multiplicador bancário apresentado, sobrarão \$ 0,60 para os bancos realizarem empréstimos. Caso essa taxa seja reduzida para 30%, sobrarão \$0,70 para os bancos realizarem empréstimos, aumentando a circulação de dinheiro na economia.

Cabe destacar que na equação 10 não foram mencionados dois elementos importantes que influenciam/reduzem o tamanho do multiplicador bancário, os quais são descritos na sequência.

O primeiro elemento refere-se à quantidade/parcela que os indivíduos desejam reter em mãos na forma de papel-moeda em poder do público. Em nosso exemplo, consideramos que a totalidade dos empréstimos retornou aos bancos na forma de depósitos à vista, o que não é necessariamente verdade, pois alguns indivíduos utilizam parcialmente e/ou totalmente a quantia de moeda para realizar suas transações diárias.

O segundo, é que os bancos não emprestam a totalidade de depósitos à vista, pois necessitam além do depósito compulsório, manter reservas para fazer frente aos saques diários, o que denominamos anteriormente de Reservas de Caixa.

A fórmula completa do multiplicador bancário pode ser visualizada pela equação 11.

$$\text{Equação 11: } M_B = \frac{1 + rPMPP}{rDC + rPMPP + rRC}$$

Em que:

M_B = Multiplicador Bancário;

$rPMPP$ = Percentual de recursos que os indivíduos desejam manter em mãos;

rDC = Percentual do depósito compulsório;

rRC = Percentual dos depósitos à vista que os bancos desejam manter como reserva de caixa.



A partir dessa análise, constatamos que quanto maior o percentual de moeda que os indivíduos desejam reter em mãos (rPMPP) e quanto maior o percentual que os bancos desejam manter em reserva (rRC), bem como a taxa de compulsório (rDC), menor será o multiplicador bancário (ou monetário).

Em síntese, o multiplicador bancário é a razão entre meios de pagamento e a base monetária, sendo sempre positivo e em geral, maior que 1 (um). Conhecendo o multiplicador, o Banco Central pode prever a quantidade de meios de pagamento que estarão circulando na economia.

Por exemplo, caso o Banco Central amplie a base monetária emitindo moeda no montante de \$ 100 milhões, e o $M_B = 1,5$, então o total de meios de pagamento expandidos na economia será de \$ 150 milhões. A equação 12 sintetiza a variação dos meios de pagamento por meio da atuação do multiplicador bancário:

$$\text{Equação 12: } \Delta MP = M_B \times \Delta B_M$$

Em que:

ΔMP = Variação dos meios de pagamento;

M_B = Multiplicador Bancário;

ΔB_M = Variação da base monetária.

Quando ocorrem variações na quantidade de meios de pagamento, dizemos que houve criação ou destruição de moeda e/ou de meios de pagamento. O principal agente econômico que pode influenciar essa quantidade de moeda é o Banco Central, porém, a atuação dos bancos comerciais também possibilita tais variações.

Nesse sentido, para que uma operação econômica altere os meios de pagamento é necessário que ela seja realizada entre agentes do setor bancário da economia como, por exemplo, o Banco Central e bancos comerciais, e com agentes do setor não bancário, composto pelo público em geral. Deve envolver também uma troca entre um ativo não monetário, que não possui liquidez

imediate do setor não bancário, por um ativo monetário de liquidez imediata do setor bancário.



A criação de moeda é caracterizada pela troca entre um ativo não monetário por um ativo monetário, já a destruição ocorre quando há uma troca entre um ativo monetário do setor não bancário por um ativo não monetário do setor bancário.

Exemplos de criação e destruição de moeda

Na sequência, são apresentados alguns exemplos/operações de criação e destruição de meios de pagamento.

Criação de meios de pagamento

1) Um banco comercial adquire divisas (dólares) de uma empresa exportadora.

Nesse caso, o banco adquire um ativo não monetário, uma vez que os dólares/divisas não podem ser usados para efetuar pagamentos dentro do nosso país, e em troca efetua um depósito em dinheiro na conta corrente da empresa exportadora.

2) Uma empresa desconta duplicatas num banco comercial.

A empresa trocou um ativo não monetário (duplicatas) por um ativo monetário (dinheiro na conta corrente), considerando que o banco depositou em sua conta corrente o valor das duplicatas, descontado os juros cobrados pela operação.

3) Compra de títulos públicos pelo Banco Central.

Um indivíduo detentor do título (ativo não monetário) trocou por depósito em conta corrente (ativo monetário) o valor do título que o Banco Central adquiriu.



Quando ampliamos o estoque de meios de pagamento (criação de moeda), dizemos que houve uma monetização da economia e/ou ampliação da liquidez na economia.

Destruição de meios de pagamento

1) Um indivíduo aplica recursos na poupança.

O indivíduo retirou um ativo monetário (dinheiro) de circulação para adquirir um ativo não monetário (poupança);

2) O Banco Central vende divisas (dólares) para uma empresa importadora.

O Banco Central retira um ativo monetário (dinheiro) da economia ao entregar/vender divisas (dólares) à empresa importadora.

3) Um indivíduo compra ações na Bolsa de Valores.

Nesta operação, o indivíduo retirou recursos de sua conta corrente (ativo monetário) para adquirir um ativo não monetário (ações).

Em algumas operações de meio de pagamento, não há criação nem destruição de moeda, como é o caso de um indivíduo efetuar um depósito em sua conta corrente, em um banco comercial. Nesse caso, o aumento do depósito à vista será compensado pela redução de papel-moeda em circulação, visto que os depósitos à vista e papel-moeda são meios de pagamento.

Outro exemplo dessa operação seria quando o Banco Central empresta recursos a um banco comercial que está em dificuldades. Nesta situação, não há novos recursos em circulação, tendo em vista que o banco comercial irá apenas cobrir seu problema de caixa.

Existem ainda as **operações de esterilização**, que, segundo Blanchard (1999), ocorrem quando o Banco Central compra dólares de um exportador e emite títulos públicos de mesmo

valor. A primeira operação criou moeda e a segunda a destruiu. Essa situação ocorre pois o interesse do Banco Central é não mexer na base monetária da economia.



Síntese

Neste estudo, você conheceu o que consiste moeda e como se deu sua origem. Nesse sentido, verificou que a moeda surgiu de uma necessidade humana e da ampliação das transações comerciais na sociedade, tendo o papel primordial de gerar maior eficiência para a economia, e estudou que essa maior eficiência decorre das funções que a moeda exerce na sociedade, que consistem em ser um intermediário de trocas, uma unidade padrão de medida e reserva de valor.

Compreendeu a evolução histórica da moeda, e que essa evolução está atrelada ao desenvolvimento do sistema de pagamentos, passando assim de instrumentos simples para a moeda fiduciária dos dias atuais. Compreendeu ainda que nessa evolução, os instrumentos utilizados como moeda seguem alguns atributos físicos, como a durabilidade e homogeneidade, e atributos econômicos, como a transferibilidade e a aceitação geral.

Você entendeu a forma com que as autoridades monetárias de um país mensuram a moeda, com o objetivo de acompanhar a quantidade de moeda que circula na economia e o grau de liquidez que a economia assume, e verificou que a moeda, ao ser aplicada em diferentes ativos financeiros, pode ser dividida em quatro agregados monetários (M1, M2, M3 e M4), que são divididos assim, em virtude do sistema emissor de moeda de nosso sistema financeiro.

E, por fim, analisou como a moeda pode ser criada e destruída na economia, verificou o papel dos bancos comerciais em criar moeda por meio do multiplicador monetário/bancário. Analisou o funcionamento do multiplicador e os fatores que o influenciam, como, por exemplo, o percentual dos depósitos compulsórios que é uma ferramenta que o Banco Central possui para limitar essa capacidade de os bancos criarem moeda.



Atividades de autoavaliação

1) De acordo com nossos estudos, identifique as funções da moeda na economia e disserte sobre sua importância na sociedade.

2) Com base no conteúdo estudado, descreva qual a diferença entre meios de pagamentos e a base monetária?

3) Explique, com base em nossos estudos, o que vem a ser a criação e destruição de moeda, apresentado um exemplo de cada caso.

4) Relacione a primeira coluna de acordo com a segunda.

A – Base monetária

B – Meios de pagamentos

C – Papel-Moeda

D – Moeda escritural

E – Agregados Monetários

- () Dinheiro em espécie (cédulas) e moedas (esferas metálicas).
- () Estatística monetária, composta por M1, M2, M3 e M4.
- () Papel-moeda em poder do público e depósitos a vista.
- () Total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta reservas dos bancos comerciais.
- () Dinheiro depositado nos bancos comerciais movimentado por conta corrente.

5) Leia o texto a seguir:

A elevação da taxa do depósito compulsório para os bancos comerciais diminui o valor do multiplicador bancário?

Diante desse caso, assinale a alternativa correta e justifique sua resposta.

- a) Diminui o saldo de papel-moeda emitido;
- b) Diminui o saldo de papel-moeda em circulação;
- c) Diminui o saldo de papel-moeda em poder do público;
- d) Diminuem os depósitos à vista nos Bancos Comerciais;
- e) Diminuem os recursos dos bancos comerciais para empréstimos ao público.



Saiba mais

SENNA, J. J. **Política monetária**: idéias, experiências e evolução. 1ª ed. RJ: Ed. FGV, 2010. 524 p.

WEBER, M. **História Geral da Economia**. 1ª Ed. São Paulo: Centauro, 2006. 336 p.

UNIDADE 2

2

0 sistema financeiro



Objetivos de aprendizagem

- Compreender o que consiste e a importância do sistema financeiro para a economia.
- Apresentar a organização do sistema financeiro brasileiro, por meio de seus dois subsistemas, normativo e de intermediação.
- Conhecer os mercados financeiros bancário, cambial, monetário (títulos) e de capitais.
- Descrever a formação da taxa de juros.
- Diferenciar as taxas de juros utilizadas na economia brasileira.



Seções de estudo

Seção 1 A estrutura do sistema financeiro

Seção 2 Segmentação do mercado financeiro

Seção 3 Formação da taxa de juros



Para início de estudo

Neste estudo, você compreenderá como funciona o sistema financeiro e entenderá sua importância para a economia, na medida em que contribui para intermediar a moeda, oferecendo condições para a realização de investimentos e consumo, os quais contribuem para a geração de renda.

Verá que o sistema financeiro é um importante instrumento para a organização do sistema de pagamentos de uma economia, tornando-a mais eficiente. No entanto, perceberá que esse sistema necessita de um conjunto de regras e de intervenção das autoridades monetárias para garantir sua estabilidade. Em virtude dessas regras e intervenção, o sistema financeiro possui estrutura própria, que o organiza e o divide em subsistemas, normativo e de intermediação.

Conhecerá as instituições que compõem cada subsistema e compreenderá a eficácia da política monetária, tendo em vista que a moeda e as formas que ela toma, circula na economia por meio dessas instituições. Estudará a segmentação do mercado financeiro como o mercado bancário, cambial, monetário (títulos) e de capitais, com o objetivo de diferenciar os vários mercados em termos de ativos negociados e formação de preços em cada um. Estudará ainda, a diferença entre mercado primário e secundário, e o mercado interbancário.

Por fim, você analisará aspectos relacionados à taxa de juros, como sua formação no mercado de fundos emprestáveis, a definição de taxa nominal e real de juros, e as diversas taxas de juros praticadas na economia brasileira, principalmente no que se refere à taxa básica, conhecida como taxa Selic.

Seção 1 – A estrutura do sistema financeiro

A compreensão do sistema financeiro e sua estrutura é fundamental para analisarmos a operacionalização da política monetária, pois de um lado estudamos as instituições que executam a política monetária e por outro, as instituições responsáveis pela intermediação de moeda na economia. Desse modo, vamos estudar as características e as funções dessas instituições, enfatizando a estrutura do sistema financeiro brasileiro.

O sistema financeiro

O sistema financeiro de um país é formado por um conjunto de instituições, que contribuem para ampliar a eficiência da economia no sentido de possibilitar a realização de trocas mediante a organização de um sistema de pagamentos, e pela intermediação de moeda na economia, possibilitando a captação de poupança e a realização de empréstimos para investimento e consumo.

Entre as instituições que formam o sistema financeiro, os bancos comerciais têm papel destacado, na medida em que participam do processo de intermediação e de criação de moeda. Esses bancos, por meio da possibilidade de receber depósitos à vista e realizar empréstimos ao público, podem multiplicar os meios de pagamento na economia. Essas características fazem com que os bancos comerciais, em conjunto com o Banco Central, formem o **sistema monetário** de um país.

Conjunto de instituições, composto pelo Banco Central e os bancos comerciais, que podem criar moeda.

Contudo, além da criação de moeda, há uma grande parcela da intermediação de moeda na economia, que envolve outras instituições financeiras, as quais atuam de forma distinta e mais ampla do que os bancos comerciais, intermediando, por exemplo, **ativos financeiros** diversos e/ou complementando transações que envolvem recursos financeiros, viabilizando, assim, a fluidez necessária para as economias de mercado.

Produto capaz de produzir um fluxo de recursos financeiros para seu proprietário, por exemplo, poupança, imóveis ou ações. Esse ativo pode ter fluxos explícitos, que são rendimentos fixos no tempo, como aluguel, juros e dividendos, e fluxos implícitos, que são rendimentos variáveis decorrentes da valorização do ativo, como a variação do preço de um imóvel e/ou de uma ação.

Por outro lado, há instituições que atuam em parceria com o Banco Central, auxiliando-o na condução das regras dessa intermediação financeira e da realização da política monetária. Para esse conjunto de instituições e regras de intermediação de moeda na economia, denominamos sistema financeiro.

De acordo com Carvalho et al (2007, p. 253), o sistema financeiro de um país é composto pelo conjunto de instituições financeiras e **instrumentos financeiros**, os quais apresentam inter-relações, regras e formas de intervenção do Governo na sua organização e supervisão. Essas instituições financeiras, em conjunto com seus instrumentos financeiros, formam os mercados financeiros.

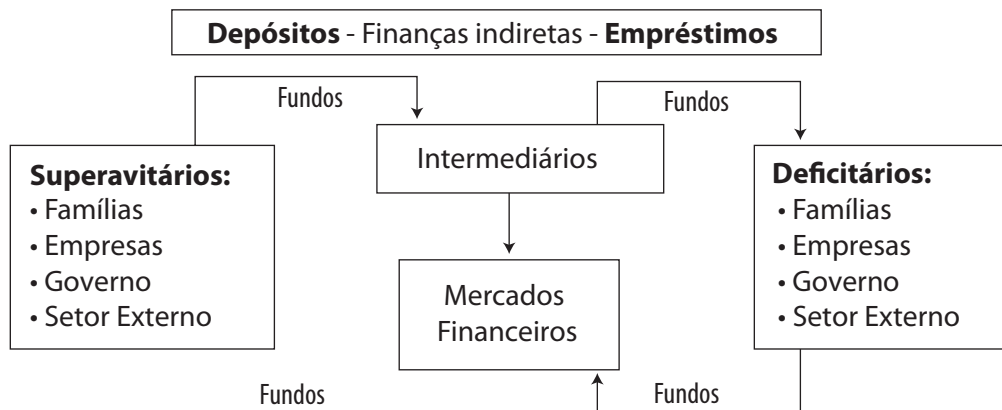
Refere-se a qualquer contrato que origine um ativo financeiro para um agente econômico e um passivo financeiro (obrigação) ou título patrimonial para outro agente econômico.

O referido sistema corresponde a um conjunto de instituições financeiras, instrumentos financeiros, regras e formas de supervisão que visam, em última análise, a transferir recursos dos agentes econômicos superavitários (pessoas, empresas, governo) para os agentes deficitários.

Cabe destacar que a utilização de moeda na sociedade proporciona ganhos de eficiência significativos por conta da redução dos custos de transação. No caso do sistema financeiro, que acaba sendo um produto do desenvolvimento monetário da sociedade, também possui uma importância significativa, o qual tem como principal função canalizar recursos de agentes superavitários para agentes deficitários, além de satisfazer outras funções primordiais ao desenvolvimento da economia, como a organização de um sistema de pagamentos.

Para entendermos essa primeira função do sistema financeiro, vamos analisar a figura a seguir.

Figura 2.1- Fluxo de fundos no sistema financeiro



Fonte: Adaptado de Mishkin (2000).

Na figura apresentada, percebemos que há dois tipos de agentes na economia, sendo os agentes superavitários, os quais possuem recursos ou fundos. Esses agentes não gastaram toda sua renda, formando assim um excedente de recursos ao final de um período (dia, mês, ano), dessa forma, estão dispostos a ofertar tais recursos em troca de uma remuneração.

Já os agentes deficitários são aqueles que não possuem fundos à disposição, ou gastaram toda sua renda, ou ainda, possuem uma ideia inovadora, no entanto, não possuem recursos suficientes para realizar o investimento.



Qualquer agente econômico da sociedade: famílias, empresas, governo e/ou setor externo, pode ser ou transformar-se em um agente superavitário e/ou deficitário.

Para facilitar nossa compreensão, vamos considerar que os fundos são sinônimos de poupança, nesse caso, os agentes superavitários, que possuem poupança, irão buscar as melhores alternativas em termos de rentabilidade e risco para aplicar seu dinheiro. Já os deficitários irão procurar recursos para o consumo ou para a realização de investimentos, com o menor custo possível.

Diante desse contexto, para os dois tipos de agentes econômicos estarem em melhor situação, é importante que eles se encontrem, isto é, deve haver um canal para que o agente superavitário empreste recursos para o agente deficitário.

Esse contato, entre os agentes econômicos, é fundamental para a economia, pois pode proporcionar, além de aumento do consumo, a realização de investimentos e, conseqüentemente, a geração de emprego e renda. Essa negociação forma um **mercado financeiro**, no qual se transacionam recursos financeiros.

É o mercado em que se transaciona recursos e/ou ativos financeiros sendo formado por agentes superavitários, que possuem recursos excedentes e, dessa forma, ofertam recursos, por agentes deficitários, os quais não possuem recursos, desse modo, são demandantes de recursos.

É importante observar que o referido mercado pode estar segmentado em mercados correlatos, que se diferenciam pelo tipo do ativo financeiro negociado, como ações, contratos futuros, moeda estrangeira e títulos públicos. Essa negociação pode ocorrer de forma direta, na qual os dois agentes fazem a transação entre os pares, ou de forma indireta.

Transação de forma direta

Essa transação origina as finanças diretas, conforme podemos observar na parte inferior da figura referente ao fluxo de fundos no sistema financeiro. Perceba que essa situação, por mais possível que seja, na prática acaba sendo difícil, ou no mínimo com grandes custos de transação, além de arriscada, tendo em vista que uma pessoa somente vai emprestar dinheiro a outra, se tiver grande confiança ou garantias.

Há também outra dificuldade encontrada nesse tipo de negociação, que se refere aos prazos e ao volume de recursos, os quais nem sempre coincidem.



Um agente deficitário quer o montante de \$ 1 milhão para pagar em cinco anos, porém, o agente superavitário tem apenas \$ 100 mil para empréstimo de no máximo um ano.

Para equacionar esse tipo de situação existem os intermediários financeiros, que vamos representar pelos bancos comerciais.

Esses intermediários financeiros reúnem características que possibilitam diluir custos e riscos, de modo a atender da melhor forma as necessidades dos agentes, deficitários e superavitários.

Transação de forma indireta

Essa transação, também chamada de finanças indiretas, é a mais conhecida do sistema financeiro, a qual podemos observar na parte superior da figura relacionada ao fluxo de fundos no sistema financeiro. Neste tipo de transação, há a participação de um intermediário financeiro, representado aqui pelo banco comercial, que faz o elo entre os agentes econômicos superavitários e deficitários.

Em síntese, temos que nas finanças diretas, os agentes deficitários obtêm recursos diretamente dos agentes superavitários no mercado financeiro, via emissão de títulos, contratos de empréstimos, ações, debêntures e títulos públicos.

Já nas finanças indiretas existe o papel do intermediário financeiro, que acaba fazendo a intermediação, ou propicia o contato entre os dois tipos de agentes, por meio de instrumentos financeiros adequados, como o Certificado de Depósito Bancário (CDB), a poupança e os contratos de crédito.



A grande diferença entre essas duas transações é que nas finanças indiretas o volume negociado passa a ser maior e mais seguro para os agentes econômicos, pois o intermediário financeiro (banco) consegue reunir uma gama maior de recursos e formar instrumentos financeiros que explicitam garantias de cada parte envolvida na negociação.

A transferência de recursos entre os agentes econômicos, na forma indireta, ocorre mediante instrumentos financeiros, denominados ativos financeiros para quem compra e dívida para quem vende. Esses instrumentos são importantes para evidenciar o direito de crédito ou de propriedade dos recursos.

Tendo como base essas características das finanças indiretas, podemos perceber que os bancos comerciais prestam um relevante serviço para a sociedade, na medida em que fazem a intermediação de moeda e poupança na economia, captando depósitos dos agentes superavitários e realizando empréstimos para os agentes deficitários. Assim, o sistema financeiro contribui de forma efetiva para o desenvolvimento econômico, pois possibilita uma intermediação barata, viabilizando investimentos que geram emprego e renda na economia.

Além de propiciar a canalização de recursos entre os agentes econômicos, o sistema financeiro, segundo Levine (1997, p. 4) desempenha pelo menos mais cinco funções primordiais que geram maior eficiência para toda a sociedade, sendo elas: administração de riscos, produção de informação e alocação de recursos, monitoramento, mobilização de poupança e favorecimento do comércio (trocas).

Na sequência, vamos especificar as peculiaridades de cada uma dessas funções inerentes ao sistema financeiro.

Administração de riscos

As instituições financeiras, lideradas pelos bancos comerciais, estão melhores preparadas para diluir os riscos de **idiosincrasia** que se refere à alocação temporal dos recursos, as quais reúnem uma gama de depósitos ao longo do tempo, possibilitando a realização de empréstimos de longo prazo.

Outro tipo de risco que as instituições financeiras administram são os riscos de **liquidez**, que consistem na provisão de recursos para disponibilizar a indivíduos que a qualquer tempo, caso haja necessidade, queiram sacar seus depósitos.

Ocorre quando a informação não está disponível para todos os agentes que participam de um mercado, como o mercado de capitais, por exemplo. Nesse caso, um agente pode ter mais informações que outro agente e se beneficiar dessa situação.

Produção de informação e alocação de recursos

Devido à existência de **assimetrias de informações**, os intermediários financeiros se especializam em **avaliar a viabilidade** e os **riscos de projetos do setor privado**, além de obterem melhores informações sobre a conjuntura macroeconômica.

A existência de assimetria de informação pode gerar três tipos de problemas para os agentes econômicos, a saber: a seleção adversa, que consiste na dificuldade de distinguir entre produtos (clientes) bons e ruins; o risco moral, que é o descumprimento de acordos formalizados na negociação; e o agente-principal, espécie de risco moral que ocorre quando o administrador (agente) de uma empresa não é o proprietário (principal) dela.

Monitoramento

As instituições financeiras possuem a melhor infraestrutura para fiscalizar os projetos financiados, bem como pressionar o cumprimento dos acordos realizados nos contratos e cobrança dos empréstimos.

Mobilização de poupança

Diz respeito à facilidade e agilidade das instituições financeiras captarem, junto ao público, maiores volumes de recursos via depósito, com o menor custo de transação, possibilitando a alocação desses recursos em investimentos de maior porte.

Essa facilidade de captação de recursos está relacionada ao aspecto de oferecerem um amplo rol de produtos com características de risco e retornos diferenciados, atendendo às demandas dos investidores. Os sistemas financeiros que possuem maior capacidade de captar poupança apresentam também maior quantidade de recursos para direcionar aos investimentos.

Favorecimento do comércio

Favorece as trocas na economia, pois fornece segurança e agilidade no faturamento, bem como reduz os custos de transação. Em outras palavras, organizam o sistema de pagamentos da economia.



Alguns autores, como H. Mynski, apontam ainda que o sistema financeiro contribui para a desconcentração de renda, pois possibilita a libertação do empreendedor da necessidade de nascer rico.

É importante destacar que entre as instituições financeiras que compõem o sistema financeiro, os bancos comerciais têm um papel de destaque, visto que são intermediários financeiros os quais podem abrir e movimentar contas correntes do público, recebendo depósitos à vista.

A atividade bancária

Os bancos comerciais são os mais antigos e tradicionais representantes do sistema financeiro, os quais têm a possibilidade de receber depósitos à vista e viabilizar a criação de meios de pagamentos.

No entanto, há outros tipos de bancos, como os de investimento e os de poupança, que também intermedeiam moeda, porém, com características diferenciadas, por exemplo, são impossibilitados de receberem depósitos à vista.

Para melhor compreendermos a atividade bancária, apresentamos a seguir o quadro referente ao balancete dos bancos comerciais.

Quadro 2.1 - Balancete de um banco comercial.

Ativo	Passivo
Caixa; Reservas de caixa; Depósitos compulsórios; Empréstimos de curto prazo (CDC); Financiamentos (veículos, imóveis, bens de capital); Títulos públicos.	Depósitos à vista; Poupança; Depósitos a prazo; Empréstimos do Bacen; Patrimônio líquido.

Fonte: Adaptado de Lopes e Rossetti (2002)

Podemos verificar no quadro anterior que o ativo dos bancos representa a destinação dos recursos que eles captam junto a seus correntistas. Sendo assim, os bancos comerciais possuem como ativo as reservas de caixa, que são os recursos que os bancos detêm para fazer frente aos saques diários de seus correntistas e para envio às câmaras de compensação. Também como ativo, estão os depósitos compulsórios, os empréstimos e financiamentos, por fim, aplicações em títulos públicos, além de outras aplicações.

No que se refere ao passivo, observamos que representa a fonte de recursos dos bancos, a qual é constituída por uma gama de depósitos: à vista, a prazo e de poupança, além das captações para aplicações em fundo de renda fixa. Inclui também no passivo, os empréstimos junto ao Banco Central (Bacen) e do exterior. Por fim, verificamos o patrimônio líquido, que são os recursos próprios do banco para sua constituição.



Em virtude da importância do sistema financeiro para a economia, e pelo fato de ele não funcionar apenas com bancos comerciais é fundamental estudarmos a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

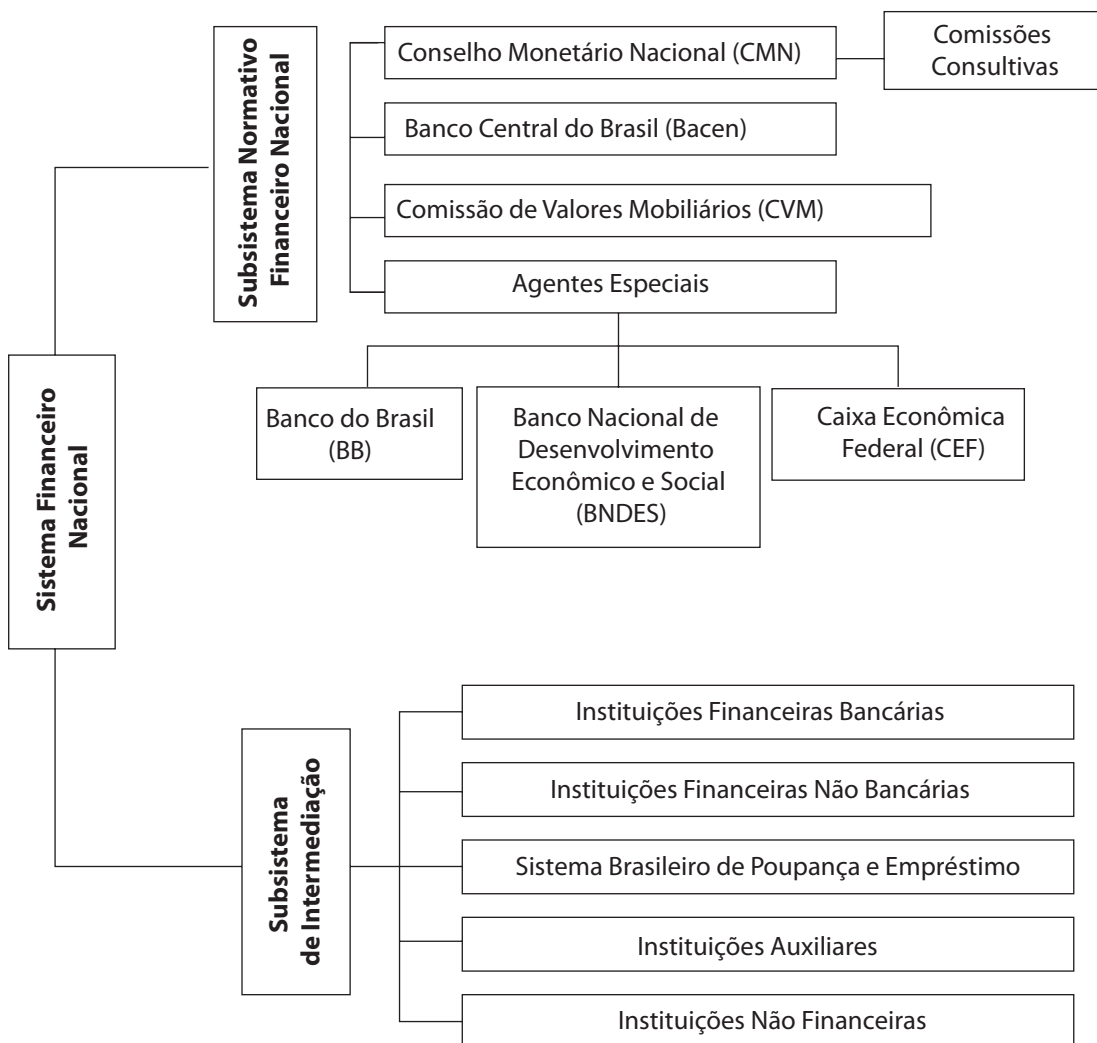
Podemos dizer que sistema financeiro nacional é a mesma coisa que sistema financeiro, porém, ressalvada as particularidades das instituições e regras vigentes no país. Nesse sentido, vamos apresentar a estrutura do sistema financeiro em vigor no Brasil.

A estrutura do sistema financeiro nacional

A atual estrutura do Sistema Financeiro Nacional brasileiro (SFN) é fruto da reforma do sistema financeiro iniciada no ano de 1964, quando foram realizadas a reforma bancária, em 1964, e a reforma do mercado de capitais, em 1965, das quais resultou a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil (Bacen), instituições máximas na determinação e execução da política monetária do país. Essas reformas também foram responsáveis pela regulamentação de diferentes instituições de intermediação, como o Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

A partir dessas reformas, mudanças pontuais foram sendo realizadas ao longo dos anos, sempre com o objetivo de atualizar o sistema financeiro, devido às inovações que surgiam.

Figura 2.2 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2011).

Conforme verificamos na figura anterior, o SFN é dividido em dois subsistemas, o primeiro, denominado subsistema normativo, composto pelas instituições que têm funções de regulação e controle sobre as demais instituições e/ou intermediários financeiros. Já o segundo, refere-se ao subsistema de intermediação, constituído pelas instituições financeiras e não financeiras, públicas e privadas, que têm como principal atividade a coleta, a intermediação e a custódia ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros.

Para que possamos compreender o funcionamento da estrutura de nosso SFN, vamos estudar cada subsistema e suas instituições de forma separada. Começamos pelo subsistema normativo que é composto pelas autoridades monetárias: CMN, Bacen e CVM e por agentes especiais: Banco do Brasil, BNDES e CEF.

Subsistema Normativo

Conforme Fortuna (2005, p. 17), esse subsistema é composto pelos órgãos máximos do SFN, os quais são responsáveis pela definição e execução da política monetária no país e pela fixação de normas, supervisão e fiscalização do SFN.

Conselho Monetário Nacional

É o órgão máximo do SFN, isto é, a entidade que delibera sobre os rumos da política monetária do país e que normatiza o sistema financeiro brasileiro. É composto pelas seguintes autoridades: Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e pelo presidente do Bacen.

Entre suas atribuições estão: o estabelecimento das diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; a regulação das condições de constituição; funcionamento e fiscalização das instituições financeiras; e por disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial.

No que se refere às funções atribuídas ao CMN, destacamos:

- adaptar o volume dos meios de pagamentos às necessidades da economia;
- regular o valor interno da moeda e estabelecer a meta de inflação, por meio de uma política anti-inflacionária;
- regular o valor externo da moeda, a partir da política cambial;
- regular as instituições financeiras;
- coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal da dívida pública interna e externa.

Cabe observar que as diretrizes definidas pelo CMN serão executadas pelo Bacen.

Banco Central do Brasil

É o órgão executor da política monetária no país, entre suas principais funções estão:

- emitir papel-moeda;
- receber recolhimentos de depósitos compulsórios;
- realizar operações de redesconto;
- regular serviços de compensação de cheques;
- compra e venda de títulos públicos federais;
- fiscalizar as instituições financeiras;
- controle de capitais estrangeiros.

Diante da natureza de suas funções, o Bacen é considerado:

- o banco dos bancos: pois recebe os depósitos compulsórios dos bancos e é seu prestador de última instância;
- superintendente do SFN: fiscaliza as instituições financeiras e faz cumprir as leis estabelecidas pelo CMN;
- executor da política monetária: utiliza os instrumentos de política monetária para atingir os objetivos fixados pelo CMN, como: metas de inflação, política cambial e volume de liquidez no SFN;
- banco emissor de moeda (banco central independente): é o único banco que pode emitir moeda;
- banqueiro do governo: administra a dívida pública do Governo por meio da atuação no mercado de títulos;
- depositário de reservas internacionais: a moeda estrangeira que chega ao país tem como destino o Bacen.

O quadro seguinte sintetiza o balancete do Bacen, no qual ficam evidentes algumas de suas funções, por exemplo, a função de emissor de moeda está contabilizada no Passivo, por meio da conta base monetária.

Quadro 2.2 - Balancete do Bacen

Ativo	Passivo
Reservas Internacionais; Títulos públicos; Redescontos e empréstimos; Outras aplicações.	Base Monetária; Papel-moeda em Poder do Público (PMPP); Reservas bancárias; Empréstimos do exterior.

Fonte: Adaptado de Howells (2001).

As demais funções ficam evidenciadas pelo Ativo, nas rubricas: reservas internacionais (estoque de moeda estrangeira), redescontos (empréstimos aos bancos comerciais), e títulos públicos (administração de endividamento do Governo).



Um órgão pertencente ao Bacen muito importante na definição da política monetária é o Comitê de Política Monetária, mais conhecido como COPOM, o qual foi instituído em 1996 e se reúne a cada 45 dias, com o objetivo de definir a meta de taxa de juros no Brasil.

Comissão de Valores Mobiliários

É uma entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, cuja principal função é regular e supervisionar o mercado de capitais. Entre suas principais atribuições destacamos:

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- proteger os proprietários de valores mobiliários (ações, por exemplo) contra emissões irregulares e atos ilegais de administração e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;

- evitar ou coibir modalidades de fraudes ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações;
- estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Na sequência, apresentamos os agentes especiais que participam do subsistema normativo, os quais são instituições financeiras, no entanto, por pertencerem ao Governo, acabam realizando serviços importantes de regulação do SFN, como por exemplo: a compensação de cheques e a oferta de crédito direcionado. Em outras palavras, são agentes pelos quais o Governo pode atuar diretamente sobre a economia.

Agentes especiais

São intermediários financeiros que além de participar ativamente do subsistema de intermediação, possuem como função adicional, auxiliar o Governo em suas políticas de crédito, sobretudo do **crédito direcionado**, além de colaborar com outros serviços importantes para o SFN, como é o caso da coordenação da compensação de cheques e papéis, por parte do Banco do Brasil, administração do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) por parte da Caixa Econômica Federal, e financiamentos de longo prazo por meio do BNDES.

Refere-se aos empréstimos/ financiamentos bancários exigidos por lei para os bancos, por exemplo: crédito educativo, microcrédito, crédito rural e imobiliário. Esses créditos geralmente são de longo prazo e possuem taxas de juros subsidiadas.

Banco do Brasil

Atua como banco comercial, embora venha se consolidando como banco múltiplo, sendo um dos principais agentes financeiros do Governo Federal. Além das operações de um banco comercial, cabe ao BB:

- executar políticas de crédito rural, industrial e de comércio exterior;
- realizar a prestação dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- receber pagamentos em nome do Banco Central;
- realizar operações cambiais, por conta própria;
- efetuar pagamentos e suprimentos necessários à execução do Orçamento do Governo Federal.



O BB teve uma função típica de autoridade monetária até 1986, quando gerenciava a conta movimento, co-responsável pela emissão de moeda no país.

Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

Criado em 1952, o BNDES é uma empresa pública vinculada ao Ministério do Planejamento, a qual é responsável pela política de investimentos de longo prazo do Governo Federal, sendo a principal instituição financeira de fomento do País. Para atingir seus objetivos, conta com recursos de fundos e programas especiais, vindos, sobretudo, do Governo Federal.

Os objetivos básicos do BNDES são:

- impulsionar o desenvolvimento econômico e social do País;
- fortalecer o setor empresarial nacional;

- atenuar os desequilíbrios regionais, criando novos polos de produção;
- promover o desenvolvimento integrado das atividades agrícolas, industriais e de serviços;
- promover o crescimento e a diversificação das exportações.

É importante destacar que a política de atuação do BNDES altera-se conforme mudam os desafios do desenvolvimento brasileiro, por exemplo: nas décadas de 1960 e 1970 atuou como principal financiador de alguns projetos de infraestrutura, nos anos de 1990 gerenciou o processo de privatização, e a partir do ano 2000 vem assumindo um papel importante dentro do mercado de capitais, ao se colocar como acionista de grandes empresas brasileiras, estimulando a sua internacionalização.



O BNDES tem participação no capital das seguintes empresas, na seguinte proporção: Companhia Vale do Rio Doce (5%), JBS Friboi (31%), Oi (2%), Embraer (5%), Klabin (10%), Braskem (5,5%), Fibria (30%), ALL (12%) e Marfrig (14%).

Caixa Econômica Federal

É a instituição responsável pela operacionalização das políticas habitacionais e de saneamento básico do Governo Federal. Vem se consolidando nos últimos anos como um banco de atuação em áreas sociais, como apoio ao trabalhador: administração dos recursos do FGTS, PIS, Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social (FAS) e Fundo de Desenvolvimento Social (FDS), além de administrar o seguro-desemprego e ser responsável pelo crédito estudantil. A CEF também é responsável pelos serviços de loterias no país.

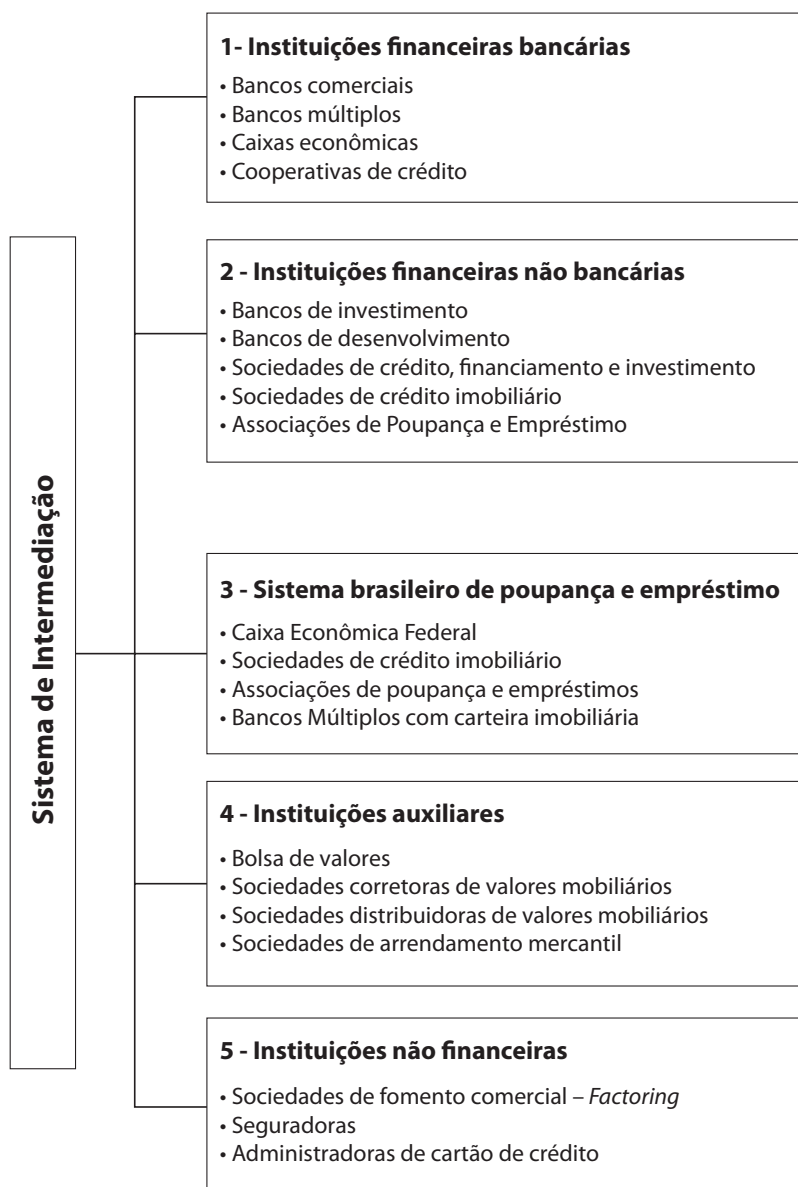
Os recursos que a CEF possui para empréstimo são originados, principalmente, do FGTS, caderneta de poupança e de fundos próprios dos agentes financeiros.

Subsistema de intermediação

O segundo subsistema que compõem o SFN é o **subsistema de intermediação**, composto por todas as instituições financeiras que compõem o mercado financeiro no Brasil.

Podemos dividi-lo em cinco categorias, de acordo com a natureza de suas operações, conforme exposto na figura seguinte.

Figura 2.3 - Estrutura do subsistema de intermediação do SFN



Conjunto de instituições financeiras que transacionam ativos e recursos financeiros dentro do sistema financeiro nacional. É composto por bancos comerciais, financeiras, companhias de seguro e corretoras de valores.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2011).

Na sequência, vamos analisar cada uma dessas instituições.

Instituições financeiras bancárias

O primeiro grupo de instituições do subsistema de intermediação do SFN é composto por instituições bancárias e/ou monetárias, as quais podem captar recursos junto ao público e realizar empréstimos, criando, nessas operações, moeda.

A seguir apresentamos os tipos de instituições que compõem o referido grupo.

Bancos comerciais

É o principal tipo de intermediário financeiro em qualquer economia. Esses bancos captam recursos mediante depósitos à vista e realizam empréstimos de curto e médio prazo para financiar a indústria, o comércio, serviços e pessoas físicas.

Os depósitos à vista são possíveis, graças à manutenção de contas correntes, que é a principal atividade deste tipo de banco, os quais geram um grande benefício para o público, pelo fato de o banco custear os valores depositados e prover serviços para sua manutenção, como é o caso dos cheques.

Bancos múltiplos

Atuam com operações múltiplas das seguintes carteiras: comercial, investimento, crédito imobiliário, desenvolvimento e arrendamento mercantil (*leasing*). Foram autorizados a atuar no mercado financeiro brasileiro a partir de 1988, com vistas a reduzir os custos de operacionalização, uma vez que têm seus balanços e caixas consolidados.

Para que um banco múltiplo possa existir deve ter pelo menos duas das carteiras mencionadas, sendo que uma delas, obrigatoriamente, deve ser comercial e/ou de investimento.

Caixas Econômicas

Esse tipo de instituição, representado no Brasil exclusivamente pela Caixa Econômica Federal, além de se constituir como instituição financeira bancária, também integra o Sistema

Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Em conjunto com os bancos comerciais, são as instituições financeiras mais antigas do país. Tem como principal fonte de recursos a captação de poupança, a administração da loteria federal e os recursos do FGTS, operando, preferencialmente, com pessoas físicas.

Cooperativas de Crédito

São associações de pessoas físicas - número mínimo de 20 integrantes - com o objetivo de prover/servir com apoio de crédito aos seus associados. Podem captar depósitos dos associados e receberem recursos oriundos de fundos governamentais, como, por exemplo, do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf).

As cooperativas de crédito podem ser constituídas com os seguintes tipos de associados: empregados, servidores de uma empresa, exemplo Cooperforte; profissionais e trabalhadores de áreas afins, exemplo Unicred; pessoas que desenvolvam, na forma de cooperativa, atividades agrícolas, exemplo Sicredi; e, pequenos empresários, exemplo Sicoob e Sebrae.

Essas cooperativas passaram a criar, a partir de 1995, seus próprios bancos (bancos cooperativos), dado sua necessidade de realizar operações e oferecer produtos de bancos comerciais, como: talão de cheques, cartão crédito e compensação documentos.

Instituições financeiras não bancárias

O segundo grupo de instituições de intermediação do SFN é composto por instituições não bancárias, as quais operam com empréstimos de recursos, no entanto, sua fonte de captação não tem origem em depósitos à vista. Ou seja, são instituições que não conseguem criar moeda, tendo em vista que não possuem e não estão autorizadas a abrir conta corrente e/ou realizar captação de recursos mediante depósitos à vista. Entre essas instituições estão:

Bancos de investimento

Refere-se às instituições que captam recursos por meio de depósitos a prazo, os quais são utilizados, sobretudo, para efetuar empréstimos de médio e longo prazo, para o suprimento de capital fixo ou de giro das empresas. Esses empréstimos visam a capitalizar empresas, e somente poderão ser realizados com prazo superior a um ano.

Outra modalidade de atuação desses bancos é na subscrição de títulos/ações de empresas, para serem colocados no mercado de capitais. Em outras palavras, servem de ponte entre empresas, que querem abrir seu capital, e investidores interessados em aplicar.

Esses bancos também podem dedicar-se à prestação de outros serviços, tais como: avais, fianças, custódias, administração de carteiras de títulos e valores mobiliários; repasses de empréstimos externos e das instituições oficiais.

Bancos de desenvolvimento

São instituições financeiras públicas, controladas pelo estado, não federais, obrigatoriamente, visam a promover o desenvolvimento econômico e social da região onde atuam. A exemplo dessas instituições, temos o BNDES, o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) e o Banco do Nordeste.

Esses bancos são responsáveis por financiamentos de médio e longo prazo para os setores econômicos primário, secundário e terciário, com o objetivo, sobretudo, de reduzir os desequilíbrios regionais, além de promover o crescimento e a diversificação de exportações.

Sociedades de crédito, financiamento e investimento

Conhecidas popularmente por financeiras, dedicam-se basicamente ao financiamento de bens duráveis às pessoas físicas, por meio do Crédito Direto ao Consumidor (CDC). Sua fonte de recursos é o seu patrimônio líquido e também aceite e colocação de **letras de câmbio**. Essas instituições não podem manter contas correntes e possuem fiscalização, por parte do Bacen, diferente daquela aplicada aos bancos comerciais.

São títulos de crédito sacados pelos financiados e aceitos pelas financeiras para colocação junto ao público. São notas promissórias em relação as quais o sacado são as financeiras.

A exemplo destas instituições, temos: as financeiras de vendas, representadas pelas tradicionais financeiras de grandes lojas de varejos, como Casas Bahia e Banco GM, que concedem empréstimos a consumidores para comprar produtos da sua empresa; as financeiras de consumidor, que oferecem empréstimo para consumo, sobretudo, de bens duráveis (eletrodomésticos e automóveis), como BV Financeira; e, ainda, as financeiras de empresas, *factorings* em geral.

Sociedades de crédito imobiliário

Representadas pelas instituições financeiras especializadas em operações de financiamento imobiliário e constituídas sob a forma de sociedade anônima. Utilizam recursos de depósitos de poupança, letras hipotecárias e de câmbio.

Associações de poupança e empréstimo

Compostas por fundações, cooperativas e outras formas associativas para a construção ou aquisição da casa própria, sem finalidade de lucro. Seus instrumentos de captação são similares aos das sociedades de crédito imobiliário, embora mais restritos às cadernetas de poupança.

Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

O terceiro grupo de instituições de intermediação do SFN é representado pelas instituições que compõem o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, constituído por estabelecimentos que operam com recursos para a realização de financiamento imobiliário. Excetuando as caixas econômicas, as demais instituições deste segmento são não bancárias.

Este grupo reúne as instituições financeiras voltadas à captação de cadernetas de poupança e de fundos do FGTS, para aplicação em financiamentos imobiliários. Fazem parte do sistema as seguintes instituições: Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos e bancos múltiplos.

Essas instituições são também agentes financeiros do Sistema Financeiro Habitacional, que regula todos os recursos vinculados ao financiamento habitacional no Brasil.

Instituições auxiliares

O quarto grupo é composto por instituições auxiliares ligadas ao mercado de capitais, ao qual tem a função de dar suporte. A exemplo dessas instituições, temos: as bolsas de valores e as corretoras de valores.

Bolsa de valores

São associações civis sem finalidades lucrativas, cujo patrimônio é constituído por títulos patrimoniais adquiridos pelos seus membros. De outra maneira, as bolsas são o local ou o sistema de negociação eletrônico adequado à realização de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários.

Sociedades corretoras

Refere-se às instituições que efetuam, com exclusividade, a intermediação financeira nos pregões das bolsas de valores. Ou seja, fazem o contato entre o investidor e a bolsa de valores.

Sociedades distribuidoras

Instituições que se assemelham as corretoras, geralmente estão vinculadas a elas, em virtude de não possuírem acesso direto à bolsa. Suas operações típicas são: aplicação por conta própria ou de terceiros em títulos e valores mobiliários de renda fixa ou variável e operar no mercado de títulos públicos.

Sociedades de arrendamento mercantil

São empresas especializadas em adquirir bens e emprestá-los, cobrando o aluguel pelo seu uso, sendo suas operações conhecidas como *leasing*. Essas sociedades captam recursos via lançamento de debêntures.

Instituições não financeiras

Por fim, temos o quinto grupo que corresponde às instituições não financeiras, as quais apenas participam do mercado financeiro, pois possuem legislação própria, ou seja, não seguem as regras de instituições financeiras bancárias e não bancárias.

Por não serem uma instituição financeira, não têm a permissão para realizar operações de crédito.

Sociedades de fomento comercial (*factoring*)

São empresas comerciais, não financeiras, que operam basicamente por meio de aquisições de títulos a receber, em outras palavras, atuam na antecipação de recebíveis (desconto de cheques e de duplicatas).

Companhias seguradoras

São empresas administradoras de riscos, com obrigações de pagar indenizações se ocorrerem perdas e danos nos bens segurados. Suas atividades são reguladas pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e estão sujeitas às normas emanadas pelo CMN.

Os tipos de sistema financeiro: uma comparação internacional

Após conhecermos as instituições que participam do SFN, cabe destacar que esse sistema permite, desde 1988, que os bancos comerciais agreguem outras carteiras, a exemplo da carteira de investimento e de crédito imobiliário, constituindo-se em bancos múltiplos.

Entretanto, no período anterior ao mencionado ano, os bancos funcionavam de forma segmentada, desde a reforma bancária de 1965, tendo como argumento brasileiro o viés microeconômico, ou seja, a segmentação de 1965 foi defendida para que os bancos pudessem se especializar e ganhar escala para possibilitar a redução de custos da intermediação e, conseqüentemente, do crédito.



As mudanças promovidas em 1988 tinham como justificativa a busca por ganhos de escopo nas operações, e assim reduzir o custo do crédito. Outro país que possui o sistema de bancos múltiplos, ou universal, é a Alemanha.

Em outros países, a exemplo dos EUA e do Japão, o modelo adotado é o de banco segmentado. A preocupação desses países está relacionada mais com a segurança do sistema financeiro do que com os custos de transação. Desde 1933, com a lei Glass-Steagall, os EUA mantêm os bancos segmentados, com o objetivo de evitar que eles misturem suas carteiras de crédito e contaminem o sistema (risco sistêmico).

A contaminação mencionada pode ocorrer pois os bancos poderiam captar depósitos à vista, operação típica de banco comercial, e aplicar em operações com maior risco agregado, como é o caso da aplicação em ações de empresas em bolsa de valores, operações típicas de bancos de investimento, colocando em risco os recursos de seus correntistas.

Por mais nobre que foi a decisão de 1933, os americanos revogaram a lei em 1999, para alguns autores como Krugman (2009), essa mudança nas regras deixou o sistema bancário americano mais flexível para que os bancos realizassem operações com maior risco, o que culminou na crise financeira de 2008.

Em síntese, os sistemas financeiros podem ser considerados do tipo universal, quando compostos por bancos múltiplos, os quais agregam várias carteiras em seu portfólio de atuação, a exemplo do crédito imobiliário, crédito comercial e arrendamento mercantil. E do tipo segmentado, quando composto por bancos que só podem atuar em uma dessas carteiras.

Seção 2 – Segmentação do mercado financeiro

Os mercados financeiros que atuam em âmbito do Sistema Financeiro Nacional são divididos, basicamente, de acordo com o tipo de ativo financeiro que é transacionado.

A divisão do mercado financeiro

A estrutura do sistema financeiro pode ser analisada sob outro prisma quando consideramos algumas características presentes dentro do mercado financeiro, como: o tipo do ativo que está sendo transacionado, o fluxo da colocação dos papéis no mercado e os agentes que transacionam tais ativos.

No que se refere ao tipo de ativo transacionado, esses podem tomar diversas formas como, por exemplo, um título, uma debênture e/ou uma ação.

Quanto ao fluxo de colocação dos papéis, ele pode ser feito de forma pública ou particular. No primeiro caso, os ativos possuem características universais, podendo ser negociados por qualquer indivíduo. Já a forma particular, mais conhecida como **mercado de balcão**, atende às características intrínsecas de cada participante, sendo o mais representativo desta operação, o financiamento bancário.

No que diz respeito aos agentes que transacionam os ativos, podem ser apenas bancos, ou pode ser pulverizado para qualquer indivíduo.

É importante ressaltar que, neste estudo, analisaremos essas definições tendo em vista que a dinâmica de cada mercado depende das características que o definem. Dessa maneira, vamos estudar cada um individualmente, dividindo o mercado financeiro em cinco grandes mercados: de crédito, de títulos (ou monetário), de capitais, cambial e de derivativos.

Mercado de crédito

É o mercado financeiro mais tradicional, no qual os agentes econômicos poderão obter recursos de curto e médio prazo para atender suas necessidades de consumo, produção e de investimentos em bens de consumo e serviços.

Em virtude da natureza desse tipo de transação, empréstimos e financiamentos, elas são realizadas de forma individualizadas, nas quais as duas partes que realizam a transação são identificadas.

Dessa maneira, cada contrato possui características próprias em termos de prazo, taxa de juros e garantias, e ainda esses contratos e/ou as obrigações firmadas não são negociáveis ou transferíveis.

As operações de crédito podem ser de curto prazo, quando são firmadas por períodos de até um ano; médio prazo de um a 10 anos; e de longo prazo, quando superam os 10 anos. As principais modalidades de crédito de curto prazo são o cheque especial e o Crédito Direto ao Consumidor (CDC) para pessoas físicas, e o capital de giro e os descontos de duplicatas para pessoa jurídica.

Considerando o crédito de médio prazo, têm-se os financiamentos de bens de capital (máquinas e equipamentos) e de veículos. No que se refere aos créditos de longo prazo, estão os imobiliários e alguns de contratos de financiamento de bens de capital.

Nesse tipo de mercado atuam os bancos comerciais, assim como os bancos de desenvolvimento, as cooperativas de crédito, as sociedades de crédito, financiamento e investimento e as caixas econômicas.

Mercado de títulos ou monetário

Esse mercado refere-se ao local onde os agentes econômicos procuram promover o equilíbrio de caixa de curto ou curtíssimo prazo, isto é, negociam-se títulos de três, seis e doze meses.

Os ativos/obrigações transacionados neste mercado possuem regras mais genéricas quando comparados ao mercado de crédito, e que, por essa razão, podem ser negociáveis e/ou transferíveis. É importante destacar que este mercado contempla dois tipos de títulos: **os de dívida** e **os de propriedade**.

Os títulos de dívida são os instrumentos negociados no mercado de títulos representados por bônus e notas, geralmente emitidos pelo Governo para financiar sua dívida, e por promissórias e debêntures, emitidos por empresas. O indivíduo que adquire tais títulos recebe, em contrapartida, o pagamento de juros.



O Governo também emite títulos com prazos superiores a um ano, alguns governos conseguem emitir títulos com prazo de até 30 anos. Esses títulos, por sua vez, podem ser negociados em mercados de títulos organizados e/ou em mercado de capitais.

Já os títulos de propriedade são representados pelas ações. O indivíduo que adquire uma ação passa a ser sócio da empresa e para tanto tem o direito de receber parte de seus lucros, também chamado de dividendos. Esses títulos são negociados no mercado de capitais.

Mercado de capitais

Este mercado é formado pelo conjunto de instituições que negociam títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização de recursos de médio e longo prazo para investimentos de capital. Os valores mobiliários mais conhecidos são as ações, no entanto, também se enquadram as debêntures, cotas de fundos de investimento, notas comerciais, contratos futuros, de opções e outros derivativos.

As ações são títulos de renda variável, nominativos e negociáveis, que representam uma fração do capital social de uma empresa. Uma ação representa a menor parcela que se divide o capital social de uma empresa, na qual o comprador da ação passa a ser sócio, passando a ter direito sobre os lucros da companhia.



O mercado de capitais tem seu surgimento atrelado ao momento em que o mercado de crédito não atende as necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos, e exigibilidades.

Os participantes do mercado de capitais são: a CVM, responsável pela supervisão do mercado; as corretoras, as quais têm a função principal de intermediar compradores e vendedores de ações; a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC),

que registra, custodia e faz a liquidação física e financeira dos negócios; as bolsas de valores, que são organizadas como associações civis sem fins lucrativos e com funções de interesse público, sendo o local onde se vendem e compram ações das companhias, por fim, os investidores, que podem ser pessoa física, jurídica, institucional e estrangeiro.

Mercado cambial

Corresponde ao mercado onde os agentes econômicos efetuam a troca de moeda nacional por moeda estrangeira e vice-versa. É um mercado importante, considerando uma economia globalizada, em que há um fluxo intenso de capitais entre os países.

Nesse mercado, define-se a taxa de câmbio, isto é, o preço em moeda nacional da moeda estrangeira. Assim, a taxa de câmbio (reais/dólar, por exemplo) indica quantos reais são necessários para adquirir um dólar.

No mercado cambial encontram-se, de um lado, os detentores de moeda estrangeira (dólar, euro, iene), como exportadores, turistas estrangeiros e investidores internacionais, e de outro lado os demandantes dessas moedas, como importadores, brasileiros que viajam ao exterior, bancos e os próprios investidores internacionais, quando querem retirar seu dinheiro do país.

A moeda estrangeira que entra no país fica depositada no Banco Central, o qual também é participante do mercado cambial, sob a rubrica das reservas internacionais.

Mercado de derivativos

De acordo com Pinheiro (2012), é o mercado onde os agentes econômicos transferem riscos decorrentes de oscilações de preços ou taxas. Os derivativos são instrumentos financeiros que se originam do valor de outro ativo, tido como ativo de referência, como as *commodities*, ações e taxas de juros.



Esse mercado representa um mecanismo de proteção (*hedge*) para as instituições financeiras, possibilitando-as honrar os papéis emitidos com taxas pactuadas previamente.

As principais vantagens do uso de derivativos são:

- maior proteção ao capital de risco, permitindo uma garantia de preços futuros para os ativos;
- criar defesas contra variações adversas nos preços;
- estimular a liquidação do mercado físico;
- melhorar o gerenciamento do risco e, por conseguinte, redução do preço dos bens;
- realizar negócios de maior porte com um volume relativamente pequeno de capital e nível conhecido de risco.

O mercado de derivativos é dividido em quatro mercados: a termo, futuro, de opções e *swaps*.

Mercado a termo

Esse mercado é onde se negocia a compra e venda de um ativo para ser entregue em uma data futura, a um preço previamente estabelecido, mediante um contrato particular firmado pelas partes envolvidas, em que são explicitadas as condições do acordo, entre as quais estão o preço e a data de vencimento.



Um produtor de milho busca uma contraparte disposta a comprar sua produção a preço, prazo e quantidade predeterminados. Com isso, pretende eliminar o risco da oscilação de preço futuro. A contraparte, por sua vez, terá a garantia de obter o produto nas condições pactuadas, sem ficar à mercê do mercado.

Uma vez conciliados os interesses, é firmado contrato direto entre as partes, cujo objetivo é a entrega futura da mercadoria.

Mercado futuro

É uma evolução do mercado a termo. Os contratos negociados de futuros são obrigatoriamente padronizados pela bolsa e permitem sua transferência entre os investidores. Devem especificar quantidade, unidade de negociação (lote-padrão), data de vencimento e forma de cotação do ativo objeto da negociação.

Diferentemente do mercado a termo, no mercado futuro, o ativo negociado tem seu preço diariamente ajustado pela sua cotação na bolsa de valores e não há a necessidade de entrega física da mercadoria.



Um produtor de soja, receoso de que, de hoje a quatro meses, quando for comercializar sua safra, o preço da saca, atualmente cotada a \$ 30,00 no mercado à vista, terá caído e não cobrirá seus custos, decide vender em bolsa 300 contratos de venda futura de soja, cotada, ao final do quarto mês, a \$ 30,00 a saca.

Nesse caso, ao final do período do contrato, caso o valor de mercado da saca de soja tenha diminuído, chegando, por exemplo, a \$ 22,00, o produtor será creditado em sua conta, em \$ 2.400, isto é, a diferença do preço negociado (\$ 30) e do preço atual (\$22), como foram 300 contratos. Assim, serão $300 \times \$8 = \$ 2.400$, sem a necessidade da entrega física da mercadoria.

Mercado de opções

Esse mercado funciona como um seguro de preços, protegendo os investidores. Integram esse mercado o lançador, que participa vendendo uma opção, e o titular, que é a parte que compra uma opção, seja ela de compra ou venda de um ativo.

De acordo com a opção negociada, de compra ou de venda de um ativo, temos dois tipos de contrato:

- a) Contrato de opção de compra: concede ao titular o direito de adquirir, no futuro, um determinado ativo por um preço previamente estabelecido. Para o lançador, ao contrário, há uma obrigação futura de entregar os ativos negociados ao preço estipulado no contrato.
- b) Contrato de opção de venda: concede ao titular o direito de vender no futuro um ativo por um preço preestabelecido. O lançador dessa opção, por seu lado, tem a obrigação de comprar, no futuro, se exigido pelo titular da opção, os ativos, objeto do contrato de opção ao preço fixado.

Mercado de *swaps*

Neste mercado as operações são representadas por contratos entre as partes, cujo objeto é a troca de índices de rentabilidade, sem envolvimento do valor principal das operações, podendo envolver moedas, taxas de juros, indexadores e *commodities*.



As operações de *swaps* são utilizadas como forma de gestão de risco porque permitem, às empresas, ajustar os descasamentos existentes entre ativos e passivos quanto a moedas e taxas, por exemplo, caracterizando-se como uma operação de *hedge*.

Por meio de *swap*, uma empresa com dívida em dólar e recebimentos em euros, por exemplo, pode contratar uma operação de *swap* de moedas, com outra empresa que possui situação contrária, isto é, com dívida em Euro e receita em Dólar, caracterizando uma operação com troca de posições. Nesse caso, cada empresa busca se defender das oscilações das moedas.

Os mercados primário e secundário

Ao tratar dos vários tipos de mercado que englobam o mercado financeiro, é fundamental que compreendamos a dinâmica de funcionamento desses mercados, sobretudo o mercado de títulos e de capitais, nos quais temos a existência dos mercados primário e secundário.

Mercado primário

Esse mercado refere-se ao local em que ocorre a primeira emissão dos papéis/títulos, na qual o Governo ou uma empresa buscam recursos para si. No caso do Governo, que se utiliza do Bacen, o qual lança/emite títulos para serem negociados junto ao público. Essa negociação tem a participação dos **Dealers**, que compram os títulos e revendem no mercado secundário de títulos.

Em se tratando de uma empresa, o mercado primário refere-se à emissão primária de ações, e geralmente envolvem a intermediação de um banco de investimento que fará o lançamento dessas ações na bolsa de valores, por meio da transação conhecida como Oferta Pública Inicial de Ações (IPO).

Instituições financeiras credenciadas a operar diretamente com o Bacen nos leilões informais realizados por este no mercado primário. Os **Dealers** serão a ponte entre Bacen e bancos que possuem interesse de negociar os títulos públicos. Para ser um Dealer, o Bacen avalia o volume de suas operações e seu relacionamento com o próprio Bacen e demais bancos.

Mercado secundário

Caracteriza-se pelo ambiente em que os títulos e/ou ações são negociados pelo público em geral. São mercados organizados, onde ocorre a negociação contínua dos papéis que foram emitidos no mercado primário. No caso do mercado secundário de títulos de propriedade, o mais conhecido são **as bolsas de valores**.

O mercado de títulos do governo é conhecido como **openmarket** (mercado aberto), no qual ocorre a compra e venda de títulos públicos entre bancos, fundos de investimento e público em geral. É o mercado onde se define a **taxa de juros Selic**.

A sigla Selic significa Sistema Especial de Liquidação e Custódia. É um programa de computador que registra todas as ofertas de compra e venda de títulos e traduz a média das negociações do dia.



Os mercados secundários podem ser organizados de forma pública, quando envolvem a participação de qualquer indivíduo, em casos da bolsa de valores e do mercado aberto, e/ou em mercados privados, também chamados de mercados de balcão, quando envolvem apenas duas partes.

Um exemplo do mercado de balcão é quando um banco de investimento negocia papéis de uma empresa com clientes selecionados.

A diferença básica entre o mercado primário e o mercado secundário é que somente no mercado primário as empresas e o governo têm acesso aos recursos financeiros de que necessitam. Já as transações realizadas nas bolsas de valores e no mercado aberto de títulos são apenas negociações que envolvem os proprietários dos ativos, não envolvendo os primeiros emissores desses papéis.

Contudo, cabe destacar que os mercados secundários possuem grande importância na economia, em virtude de proporcionar liquidez aos papéis, ou seja, oferecem garantias de que os papéis serão negociados, além de ser um referencial de preço aos papéis, isto é, a emissão de novos títulos e/ou ações depende dos preços que estão sendo negociados nos mercados secundários.

O mercado interbancário

É um mercado muito importante para o sistema financeiro como um todo, situando-se entre o mercado de crédito e o de títulos. O mercado interbancário é privativo das instituições financeiras, ou seja, o Banco Central não tem acesso.

Ele traduz a expectativa do mercado financeiro, e, normalmente, o custo do dinheiro negociado encontra-se muito próximo daquele negociado no mercado aberto. Porém, eventualmente, pode haver distorções entre esses dois mercados por causa de impactos mais fortes dos recolhimentos bancários junto ao Banco Central.

O mercado interbancário funciona por meio da negociação de Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Esses títulos são emitidos pelas instituições financeiras para lastrear as operações desse mercado, tendo como função transferir recursos de uma instituição financeira para outra.



Uma instituição financeira que tem dinheiro sobrando empresta para aquela que está com falta de dinheiro. Essas operações apresentam como principais vantagens a inexistência de taxaço e a rapidez e segurança nas transações.

A maioria das operações é realizada pelo prazo de um dia, podendo, também, ser negociadas com prazos mais longos, como, por exemplo, em 30 dias. As taxas de CDI de um dia é que determinam o parâmetro de taxas para as operações de empréstimo de curtíssimo prazo, chamados de *hot-money*. As vendas de CDI podem ser intermediadas por corretoras e distribuidoras de valores.

Todas as operações realizadas neste mercado são realizadas por meio eletrônico e registradas nos computadores das instituições envolvidas, bem como nos terminais da Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privado.

Seção 3 – A formação da taxa de juros

A taxa de juros é uma variável fundamental para a macroeconomia, pois baliza as decisões de poupança e de investimento na economia. Em virtude de sua importância, a taxa de juros é monitorada com muito cuidado pelas autoridades monetárias, pois, além de emitir sinais do comportamento da economia, também serve como instrumento para atingir certos objetivos macroeconômicos, como: maior crescimento econômico e/ou estabilização da inflação.

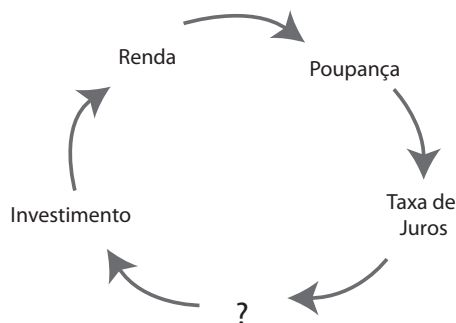
A taxa de juros

A taxa de juros é determinada no mercado de fundos, ou seja, é resultado da interação das forças de oferta e de demanda de fundos. Nesse sentido, a taxa de juros não é determinada por

decreto, embora o Bacen possua condições de afetar a taxa de juros e alcançar suas metas para essa variável.

Dado a importância da taxa de juros para a economia e as peculiaridades de sua formação, vamos estudar como é a sua formação. Para tanto, iniciamos esse estudo apresentando um exemplo do fluxo da determinação e influência da taxa de juros.

Figura 2.4- Fluxo da determinação e influência da taxa de juros na economia



Fonte: Elaboração do autor (2012).

A figura apresentada demonstra o caminho do fluxo monetário até a geração de renda. Esse caminho pode ter início na poupança, considerando a visão dos pensadores neoclássicos, ou na renda, considerando a visão dos pensadores keynesianos, esses que consideram que para existir poupança, primeiramente, deve-se ter/existir renda.

Entretanto, se partirmos da poupança, seguindo em sentido horário, verificamos que a taxa de juros resulta da quantidade de recursos à disposição para empréstimos, em outras palavras, da interação do mercado de fundos emprestáveis.

A partir da definição da taxa de juros no mercado de fundos emprestáveis, sabemos que a taxa de juros influencia o investimento. Porém, entre a taxa de juros e o investimento temos uma indefinição, que reflete as expectativas dos agentes econômicos (empresários e consumidores), o comportamento dos bancos e o comportamento dos investidores estrangeiros.



A indefinição presente na figura anterior é conhecida como mecanismos de transmissão da política monetária, isto é, os caminhos que a moeda percorre até se configurar em investimento. Apenas quando os investimentos são efetivados é que há geração de emprego e renda.

Em síntese, a taxa de juros é determinada pela ação dos agentes econômicos no mercado e tem influência direta na decisão de investimento, que interfere na formação de renda da economia.

Cabe destacar que a taxa de juros é um preço, mais conhecido como o preço do dinheiro, o qual diz respeito ao percentual e/ou porção do montante/capital inicial que um indivíduo quer receber por abrir mão de utilizar esses recursos no presente. O tamanho da taxa de juros a ser cobrado por um empréstimo dependerá do risco do retorno do volume emprestado.

Por se tratar de um preço, a taxa de juros é formada em um mercado, mais especificamente no mercado monetário, e em virtude da interligação dos mercados financeiros, todos os mercados – crédito, monetário, cambial, interbancário, de capitais e derivativos – também possuem influência na determinação da referida taxa.



Antes de estudarmos a influência desses mercados na formação da taxa de juros, vamos partir do elementar, da análise do mercado monetário.

O mercado monetário, também chamado de mercado de fundos, é formado por agentes superavitários que possuem fundos e querem ofertá-lo, e por agentes deficitários que, desprovidos de fundos, demandam recursos para executar seus planos de investimentos. Essa abordagem é mais conhecida como teoria dos fundos emprestáveis.

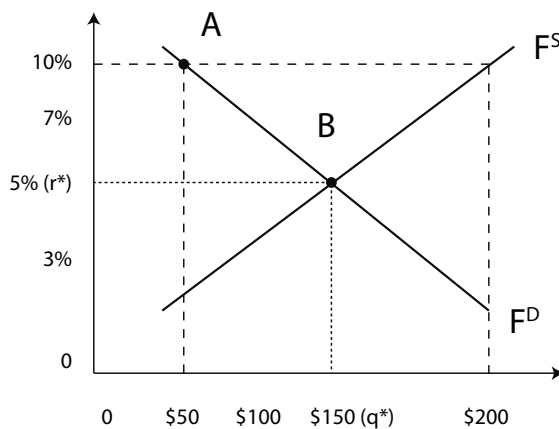
O mercado de fundos emprestáveis e a determinação da taxa de juros

O mercado de fundos funciona como um mercado qualquer, em que a lei da oferta e demanda impera. No que se refere à oferta de fundos, quanto maior o preço, neste caso, a taxa de juros, maior será a oferta de fundos, pois os indivíduos terão um incentivo maior para poupar. Também é verdade que quanto maior a oferta de fundos, menor será o preço do dinheiro, pois ele está em excesso.

No que diz respeito à demanda, verificamos o seguinte cenário: quanto menor a taxa de juros, maior interesse dos indivíduos procurarem recursos, e também é verdade que quanto maior o desejo por fundos, haverá maior procura por fundos e o seu preço irá aumentar.

A próxima figura demonstra essa relação entre a taxa de juros e o mercado de fundos emprestáveis.

Figura 2.5 - Determinação da taxa de juros no mercado de fundos emprestáveis



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Na figura apresentada, verificamos que, quando a taxa de juros for fixada em 10%, no ponto A, por exemplo, haverá uma quantidade de apenas \$ 50 a ser demandado e uma quantidade de fundos no valor de \$ 200 a ser oferecido em termos de poupança. A diferença entre \$50 e \$200 é o excesso de fundos no mercado, dada a taxa de juros elevada, que incentiva as pessoas a pouparem.

Esse excesso de fundos fará com que a taxa de juros seja constantemente reduzida até encontrar o volume adequado de demandantes, que equivale ao ponto r^* e q^* , no ponto B da figura, no qual a taxa de juros está em 5% e a quantidade de fundos de \$150.

Em síntese, a taxa de juros é formada pela interação da oferta e demanda de fundos, nesse exemplo temos a taxa de juros de equilíbrio no ponto B, em que a oferta e demanda por fundos são iguais.

Essa relação entre oferta e demanda por fundos fica um pouco mais complexa quando incorporamos no lado da oferta de fundos a atuação dos bancos comerciais e do Bacen, que ao criarem moeda na economia mudam o equilíbrio de mercado. Por outro lado, essa relação também sofre influência da demanda por fundos, ou simplesmente demanda por moeda.

Como adentramos na discussão da oferta de fundos, faremos a análise da teoria da escolha do portfólio que contempla os fatores que interferem na decisão de um indivíduo na hora de fazer a oferta de fundos – ou a aplicação de seu dinheiro em um ativo financeiro. Nesse caso, você perceberá que não é apenas a taxa de juros que influencia na oferta de fundos.

A oferta de fundos: a teoria da escolha do portfólio

Quando um indivíduo oferta fundos no mercado financeiro, ele se defronta com uma gama diversa de ativos financeiros, nos quais pode aplicar seu dinheiro. Assim, temos imóveis (casa, apartamento, terreno e/ou áreas de terra), ouro, títulos públicos, debêntures, obras de arte, cotas de fundos de investimento, ações, depósitos a prazo e, inclusive, selos postais!

Cada um desses ativos possui características específicas e, sobretudo, retornos diferenciados, por exemplo, \$ 100 mil aplicados na poupança lhe oferece 1% a.m., tendo um retorno de \$ 1000 mensais, porém, um apartamento no valor de \$ 100 mil, alugado, confere um aluguel de \$ 500, isto é, retorno mensal de 0,5%. O fato é que daqui a alguns anos esse apartamento poderá ser vendido a um valor superior a \$ 100 mil, proporcionando ganho de capital ao proprietário. A diferença está que a poupança

é mais líquida que o apartamento, pois se transforma em dinheiro mais rapidamente, embora não confira nenhum ganho de capital quando for sacada.

A escolha e/ou preferência desses ativos segue uma regra geral conhecida como teoria da escolha do portfólio. Segundo essa teoria, os fatores que influenciam a demanda por ativos são: riqueza, retorno, risco e liquidez.

Nesse sentido, a demanda por um ativo aumentará quanto maior for a riqueza e/ou renda do indivíduo, considerando que indivíduos mais ricos possuem mais recursos para efetuarem aplicações financeiras. A demanda também aumentará quanto maior liquidez apresentar o ativo, isto é, quanto mais fácil for transformar o ativo financeiro em dinheiro; quanto maior retorno o ativo proporcionar, maior será sua preferência. Entre dois ativos, por exemplo, o A que paga 2% e o B que paga 1%, o indivíduo provavelmente terá preferência pelo primeiro, mantendo os demais fatores, como risco e liquidez, constantes (*ceteris paribus*).

Por fim, temos um outro elemento que acompanha os ativos que é o risco, isto é, a probabilidade de o ativo sofrer perdas, por exemplo, se o indivíduo tiver aplicado em um banco e esse banco falir, o indivíduo perdeu todo seu dinheiro. Ou ainda, após comprar ações de uma empresa Alfa, e essa empresa obter prejuízo, o preço de suas ações declinará. Nesse caso, quanto maior o risco, menor será a demanda pelo ativo.

O quadro seguinte resume o comportamento da demanda do ativo, considerando os quatro fatores que influenciam a demanda por ativos: riqueza, retorno, risco e liquidez.

Quadro 2.3 – Fatores que influenciam a demanda por ativos financeiros

Variável	Mudança na variável	Mudança na quantidade demandada
Renda ou Riqueza	↑	↑
Retorno esperado do ativo	↑	↑
Risco	↑	↓
Liquidez	↑	↑

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Por mais que existam outros elementos que aprofundam a análise da determinação da taxa de juros no mercado de fundos emprestáveis, para nossa primeira análise, a interação entre oferta e demanda por fundos, demonstrada pela figura quanto à determinação da taxa de juros no mercado de fundos emprestáveis, é suficiente para compreendermos a formação da taxa de juros.

Essa compreensão é complementada pelo quadro da oferta de fundos: a teoria da escolha do portfólio, que apresenta sinteticamente a teoria da escolha do portfólio, o qual descreve alguns fatores que influenciam na oferta de fundos por parte dos indivíduos, ou de outra maneira, influenciam nas decisões de aplicações de recursos por esses indivíduos.

Após realizarmos a análise da formação da taxa de juros, adentraremos em alguns aspectos importantes relacionados a essa variável, como a diferença entre taxa de juros real e nominal, e a compreensão sobre a taxa básica de juros da economia e sua importância como referência para as demais taxas de juros praticadas no mercado.

Taxas de juros nominais e reais

Quando tratamos de taxa de juros, a princípio estamos nos referindo a taxas nominais, os quais não consideram os efeitos da variação do nível de preços. No entanto, a variação nos preços pode deixar uma pessoa mais pobre, pois o aumento dos preços reduz o poder de compra dessa pessoa.

Sendo assim, devemos sempre considerar a taxa real de juros, que se refere à **nominal**, descontada a taxa de inflação. Ao subtrair/descontar a taxa de inflação da taxa de juros nominal, teremos a **taxa de juros real**, conforme exposto pela equação 1:

$$\text{Equação 1: } ir = in - \pi$$

A equação 1 pode ser apresentada de forma derivada, como:

$$\text{Equação 1 – forma derivada: } 1 + ir = \frac{1 + in}{1 + \pi}$$

Em que:

i_r = Taxa real de juros;

i_n = Taxa nominal de juros;

π = Taxa de inflação.

Essa equação é denominada **equação de Fischer**, em homenagem ao economista Irving Fischer, que foi o primeiro economista a demonstrar a relação entre expectativa de inflação e taxa de juros.



Se um indivíduo vai até o banco querendo aplicar \$ 1.000 pelo período de 1 ano e o gerente lhe oferece uma taxa de juros de 15% ao ano, isso refere-se à taxa nominal. Ao final do período, o indivíduo receberá o montante acrescido dessa taxa de juros, ou seja, \$ 1.150.

É possível que nesse exemplo o indivíduo acredite estar \$ 150 mais rico, porém, se neste mesmo período os preços (inflação) elevaram-se em 5%, o indivíduo ficou mais rico sim, no entanto, em apenas 10%.

Por meio da análise da equação de Fischer, percebemos um fenômeno importante, que é chamado de Efeito Fischer. Esse efeito demonstra que, quando a expectativa é de inflação crescente, as taxas de juros sobem. Esse efeito é resultado de que os indivíduos sempre buscam auferir ganhos reais em suas aplicações financeiras, e desta forma exigirão taxas de juros nominais maiores, caso haja expectativa de alta na inflação.

A taxa básica de juros da economia: a taxa Selic

O que vem à tona após essa discussão é o seguinte questionamento:



Mas afinal qual é a taxa de juros no Brasil?

No Brasil, temos várias taxas de juros, como por exemplo, do cheque especial, a que remunera a poupança, a do financiamento do veículo, entre outros.

Assim, quando nos referimos à taxa de juros de forma literal, estamos nos referindo à básica, ou a taxa de juros que serve de referência para as demais taxas de juros do mercado financeiro, é o que se denomina de taxa Selic.

A Selic é definida no mercado monetário, mais especificamente no mercado secundário de títulos públicos, o *openmarket*, e como comentamos anteriormente, a SELIC é o programa computacional que registra as ofertas de compra e venda desses títulos.

É importante destacar que a taxa Selic é a remuneração auferida a indivíduos que aplicam seu dinheiro em títulos do Governo, isto é, quando o Bacen atua no mercado, vendendo um título, deverão existir indivíduos que queiram comprar esse papel, ou de outra maneira, que tenham interesse em emprestar esse dinheiro ao Bacen, o qual direcionará os recursos captados ao Governo, para execução de suas políticas.



Nos demais países, essa dinâmica da taxa de juros de referência é a mesma, isto é, os países possuem uma taxa de juros que remunera os títulos públicos de seu Governo, e são consideradas a taxa de juros básica da economia. Nos EUA, por exemplo tem-se a *prime rate*, e na Inglaterra, tem-se a *Libor*.

A Selic acaba sendo a taxa de juros de referência para a economia brasileira, pois ela é considerada livre de risco, ou melhor, os títulos públicos são considerados o ativo que contém menor risco entre todos os ativos transacionados pelo mercado financeiro. Esse risco reduzido decorre que o Governo sempre honrará com seus compromissos, até por que, entre os agentes econômicos da sociedade, o Governo é o que reúne maiores condições para isso.

Sendo assim, os movimentos na taxa Selic acabam repercutindo nas demais taxas de juros. Por exemplo, se a Selic aumentar, um banco qualquer também terá que aumentar os juros que oferece

A figura anterior apresenta a formação da taxa de juros no mercado financeiro quando incluímos os demais segmentos do mercado e a participação do Bacen.

Podemos verificar que a taxa de juros (taxa Selic) é definida no mercado secundário de títulos, em que há intervenção dos bancos, dos *Dealers* e do próprio Bacen, além de pessoas físicas. A referida taxa é definida a partir do confronto entre oferta e demanda por fundos, o qual tem início na base da economia real, onde há relação entre público geral e bancos.

Apesar de a Selic ser definida no mercado secundário, perceba que o Bacen tem influência direta na determinação da taxa, via mercado primário. Dessa maneira, caso o Bacen queira interferir na taxa de juros, elevando-a, por exemplo, o Bacen contata os *Dealers* e os vende no mercado primário. Os *Dealers* imediatamente entrarão no mercado secundário para colocar esses papéis, retirando moeda do mercado e pressionando a taxa de juros para cima.

Outra maneira de o Bacen interferir na taxa de juros é por meio da utilização de seus instrumentos de política monetária, a exemplo da manipulação da taxa dos depósitos compulsórios. Nessa situação, caso o Bacen decida reduzir a taxa do compulsório, os bancos terão maior volume de recursos para empréstimo, ampliando a oferta de crédito e reduzindo a taxa de juros.

Além da interferência do Bacen, há outros mercados que interferem na magnitude da taxa de juros, como o interbancário. Caso os bancos necessitem de recursos para fechar seu caixa ao final do dia, recorrem, em primeira instância, para empréstimos entre seus pares neste mercado. Quando a demanda por tais recursos aumenta, a taxa de juros acaba sofrendo elevação, pois falta moeda/fundos no mercado.

É importante reiterar que toda vez que a taxa Selic sofre alteração, ela acaba interferindo nas demais taxas de juros da economia.



Se a taxa Selic sofrer elevação, então, os bancos elevarão as taxas de juros que pagam pelos seus produtos de captação (depósitos à prazo, por exemplo), pois caso contrário, os indivíduos preferirão alocar sua poupança em títulos públicos, os quais possuem menor risco em relação aos demais ativos financeiros disponíveis no mercado.

Dessa maneira, como os bancos estão oferecendo uma maior taxa de juros em sua captação, exigirão também maiores taxas de juros sobre seus empréstimos. Com esse exemplo, é possível percebermos que as alterações na Selic são irradiadas para os demais segmentos do mercado financeiro, alterando as outras taxas de juros.

Os diferentes tipos de taxas de juros praticadas no Brasil

No Brasil, são praticadas diferentes tipos de taxas de juros, as quais vamos estudar na sequência.

- a) **Taxa Selic:** refere-se à taxa de juros que remunera os títulos públicos do Governo, determinadas no *openmarket* (mercado secundário de títulos).
- b) **Taxa de Certificados de Depósitos Interbancários:** diz respeito à taxa de juros que remunera os Certificados de Depósitos Interbancários, isto é, correspondem a empréstimos de dinheiro entre os bancos, no mercado interbancário. A taxa CDI é importante na determinação da taxa de juros paga sobre depósitos a prazo, como por exemplo, os Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Recibos de Depósitos Bancários (RDB). Para essas aplicações, geralmente se paga um percentual do CDI.



Caso o CDI estiver sendo cotado em 10% ao ano, os bancos podem pagar cerca de 90% a 95% do CDI para o CDB, dependendo de sua situação financeira. Isto é, caso um banco esteja necessitando de recursos, ele pagará uma taxa de juros maior para captar fundos no mercado, logo, ele oferecerá um percentual maior do CDI para seus correntistas.

c) Taxa Básica Financeira (TBF): é a média das taxas praticadas pelos 30 maiores bancos brasileiros nas captações de CDB. Ela é muito utilizada no mercado financeiro e pelo Governo, pois serve de base para o cálculo da Taxa Referencial (TR).

O cálculo para definição dessa taxa é realizado de acordo com a seguinte metodologia: Com as 30 maiores taxas de CDB, excluem-se as 2 maiores e as 2 menores, sobrando 26, das quais se faz a média, fazendo outras 3 médias: a média de ontem, de hoje e de amanhã. Exemplo: a TBF do dia 3, é a média dos dias 2,3, e 4, divulgada no dia 5.

d) Taxa Referencial: criada no Plano Collor II, com o intuito de ser uma taxa básica de remuneração da poupança e de correção de contratos habitacionais, sobretudo, com vistas a corrigir a inflação, embora ela não reflita exatamente a inflação do mês anterior.

O cálculo para definição dessa taxa tem como base o valor da TBF sobre o qual é aplicado um redutor (RED) definido pelo Bacen. A equação 2 demonstra a fórmula de cálculo da TR:

$$\text{Equação 2: } TR = \left(\frac{1 + TBF / 100}{1 + RED / 100} - 1 \right) \cdot 100$$

Em que:

TR = Taxa Referencial;

TBF = Taxa Básica Financeira;

RED = Redutor definido pelo Bacen.



Se a TBF for 1,8053 e o redutor for de 1,3856%, então,
 $TR=0,4139\%$.

- e) **Taxa Juros de Longo Prazo (TJLP):** criada em 1994 por delegação do CMN, tem a finalidade de estimular investimentos de longo prazo. É mais utilizada para remunerar empréstimos do BNDES - dessa forma, remunera os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (**Pasep**).

A TJLP é uma taxa anual, divulgada no fim de cada trimestre pelo Bacen, que em seu cálculo, são utilizados os índices do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Risco-Brasil.

- f) **Taxas pagas pelos bancos:** são pagas para a captação de recursos, por exemplo, a taxa que remunera o CDB. Elas variam de banco para banco, dependendo das condições de caixa de cada um.

Algumas taxas já são determinadas pelo Governo, como é o caso da poupança, em que sua remuneração é 0,5% a.m., acrescido da TR. Essa regra foi alterada em 4 de maio de 2012, e a partir dessa data, quando a taxa Selic atingir 8,5%, a poupança passa a ser remunerada por 70% da Selic mais TR. No entanto, caso a taxa Selic fique acima desse índice, as condições anteriores são mantidas.

- g) **Taxas cobradas pelos bancos:** referem às taxas de juros que os bancos cobram por seus empréstimos e financiamentos, sendo superiores às taxas pagas pelos bancos na captação de seus recursos.

Essa diferença de taxas de juros é chamada de *spread*, ou o ganho do banco. O *spread* bancário é definido por vários fatores, como: nível de inadimplência, tributos, custos administrativos e nível de segurança jurídica do país. O estudo de Bader e Chu (2002) apresenta uma análise sobre esses determinantes do *spread* bancário para o Brasil.



Síntese

Neste estudo, você conheceu um elemento essencial para a economia monetária: o sistema financeiro, no qual a moeda escoa de forma mais serena para a economia real, representada pelos mercados de bens e serviços e de trabalho.

Estudou como o sistema financeiro brasileiro está estruturado, e identificou as instituições que o compõem, desde as de normatização até aquelas que intermedeiam a moeda no dia a dia, como é o caso dos bancos comerciais.

Compreendeu que devido às diversas modalidades de ativos financeiros que existem dentro do sistema financeiro, ele pode ser desdobrado em vários mercados financeiros, como são os casos do mercado de crédito e de títulos.

E, por fim, analisou como é formada a taxa de juros no mercado, e conheceu algumas características importantes da taxa de juros, como a diferenciação entre taxa de juros nominal e real, a taxa de juros básica da economia, que no caso brasileiro é a Selic e as demais taxas de juros que são praticadas na economia brasileira.



Atividades de autoavaliação

- 1) A partir de nossos estudos referentes ao mercado de títulos públicos, responda às questões a seguir:
 - a) Diferencie mercado primário de secundário, identificando em qual desses mercados é formada a taxa Selic?

b) Identifique e descreva qual a diferença entre taxa meta do Bacen e taxa Selic?

2) De acordo com o conteúdo estudado, explique o que são mercados financeiros de crédito e de título, identificando suas principais características.

3) Com base em nossos estudos, descreva o papel e as funções do Banco Central dentro do sistema financeiro nacional?

4) Diante do conhecimento adquirido referente ao Conselho Monetário Nacional, identifique o que é e quais as atribuições do referido Conselho, descreva também qual (is) sua(s) função (ões)?

5) De acordo com nossos estudos, descreva o que são e qual a diferença entre banco de desenvolvimento e de investimento?

6) A partir de nossos estudos, explique qual a diferença entre subsistema normativo e subsistema de intermediação dentro do sistema financeiro nacional.

7) Com base no conteúdo estudado, descreva o que são taxas de juros reais?

8) Diante de nossos estudos, descreva qual o pré-requisito necessário para que uma Instituição Financeira seja bancária e outra não bancária?



Saiba mais

ALMEIDA, J. R. N. de. **Economia Monetária**: uma abordagem brasileira. 1ª ed. SP: Atlas, 2009. 322p.

PAULA, L. F. de; OREIRO, J. L. (Orgs). **Sistema financeiro**: uma análise do setor bancário brasileiro. RJ: Campus, 2007.

Teoria e operacionalidade da política monetária



Objetivos de aprendizagem

- Abordar as principais teorias de demanda por moeda.
- Estudar os fatores determinantes da oferta de moeda.
- Distinguir as principais teorias monetárias de acordo com a escola de pensamento.
- Compreender o papel do Banco Central e a utilização dos seus principais instrumentos de política monetária.
- Discutir o funcionamento do mercado monetário e a estrutura operacional da política monetária.
- Conhecer os objetivos e as metas de política monetária.
- Analisar os mecanismos de transmissão da política monetária.



Seções de estudo

- Seção 1** Demanda por moeda
- Seção 2** Oferta de moeda e os instrumentos de política monetária
- Seção 3** Teoria monetária
- Seção 4** Condução da política monetária
- Seção 5** Mecanismos de transmissão da política monetária



Para início de estudo

Neste estudo, você analisará a teoria e a operacionalidade da política monetária, e verá que a teoria monetária pode ser dividida em demanda e oferta de moeda, assim como a forma como a política monetária é conduzida por parte das autoridades monetárias.

Compreenderá como evoluiu a análise sobre a demanda por moeda e sua contribuição para elucidar os efeitos que a moeda causa na economia, e estudará, pelo lado da oferta, como os instrumentos de política monetária são utilizados para controlar o estoque de moeda na economia e como é determinada a taxa de juros no mercado monetário.

Por fim, entenderá que a condução da política monetária é muito influenciada pelas escolas de pensamento econômico, as quais, além de estudar o comportamento da economia, orientam como as autoridades monetárias devem proceder com os instrumentos de política monetária para atingir seus objetivos.

Seção 1 – Demanda por moeda

A discussão referente à demanda por moeda não é nova e envolve diversos elementos que foram sendo incorporados pelas escolas de pensamento, os quais estudaram este tema ao longo do tempo. Nesse sentido, vamos analisar na sequência os elementos das principais teorias sobre demanda por moeda, desde o final do século XIX, e seu desenvolvimento até os dias de hoje, com ênfase na análise macroeconômica neokeynesiana, que destaca o **modelo *Investment Saving e Liquidity preference Money supply* (IS-LM)**, o qual predomina na atualidade.

A Teoria Quantitativa de Moeda – versão Clássica

A Teoria Quantitativa de Moeda (TQM) foi sendo desenvolvida desde o século XVIII, por David Hume e David Ricardo, no entanto, ganhou popularidade no ano de 1911, por meio do trabalho do economista americano Irving Fischer, intitulado *The purchasing power of Money*.

Essa teoria, a princípio, analisou a determinação de renda na economia, no entanto, em virtude de indicar que a renda influenciava a quantidade de demanda por moeda, passou a ser considerada como a primeira teoria de demanda por moeda.

A equação original da TQM, exposta pela equação 1, apresenta, em seu lado direito, a representação do lado real da economia, formado pelo mercado de bens e serviços, e no lado esquerdo tem-se a representação do lado monetário, formado pelo mercado monetário.

Equação 1: $MV = PY$

Em que:

M = Quantidade de moeda;

V = Velocidade da moeda;

P = Nível de preços;

Y = Quantidade de bens.

Para melhor entendermos a equação apresentada, é fundamental conhecer uma de suas variáveis, denominada velocidade da moeda (V), exposta pela equação 2, que se refere à taxa de circulação da moeda na economia, e indica quantas vezes, em um período de um ano, a moeda girou na economia, o que, em outras palavras, significa dizer quantas vezes em um ano uma nota de \$ 1,00 foi utilizada.

Percebemos que a equação 2 é uma variante da equação 1, sendo utilizadas as mesmas variáveis, tendo-se apenas uma manipulação algébrica por meio do “deslocamento” da variável M, que passa dividindo o lado direito da equação.

O poder de compra da moeda, obra que faz uma releitura da Teoria Quantitativa da Moeda utilizando dados dos Estados Unidos, comprova muitos aspectos dessa teoria.

Equação 2:

$$V = \frac{PY}{M}$$

A velocidade da moeda denota que há na economia uma base monetária fixa, a qual é repassada entre os agentes econômicos, à medida que realizam suas transações econômicas, como, por exemplo, compra de matérias-primas, pagamentos de salários, compra de produtos, entre outros, sendo que o número dessas transações poderá ser mensurado por meio da referida velocidade.



Se o Produto Interno Bruto (PIB), representado por PY, de uma economia for \$ 1 milhão e a quantidade de moeda nesta economia for de \$ 100 mil, e então, a velocidade da moeda, ou a quantidade de giros que ela deu em um ano, é de 10 giros. Nesse caso, em um ano, uma cédula girou 10 vezes nessa economia.

Diante do exposto, e considerando a velocidade da moeda, você conseguiria prever/descrever o que aconteceria com essa velocidade, caso a economia enfrentasse um período de elevada inflação?

Se retomarmos a equação 1, vamos perceber que a quantidade de moeda em circulação na economia (M), que é a base monetária – multiplicada pela sua velocidade (V), equivale ao total de bens e serviços (PY) produzidos na economia neste ano, ou seja, a renda nacional (PIB).

Na verdade, na equação 1, que apresenta uma relação da determinação da renda nacional, para que se configure com uma teoria, é fundamental identificarmos os determinantes da velocidade da moeda. Para Fisher, a referida velocidade é determinada pelas instituições e tecnologias que compõem o sistema de pagamentos de um país, assim como pelos hábitos dos indivíduos. Em virtude de essas variáveis se transformarem de forma lenta no tempo, Fisher considerava “V” constante.

Assim, partindo de “V” constante, a TQM passa a ser uma equação de determinação da renda nacional (Y), pois se aumentar a quantidade de moeda (M), então, por analogia, aumentaria a renda nominal (PY).

Um detalhe importante dessa relação é que como os economistas neoclássicos consideram que a economia sempre está em equilíbrio, sem desemprego, sem capacidade ociosa da indústria, a oferta agregada também é considerada fixa, resultando no fato de que o aumento em “M” faz aumentar apenas os preços e não a renda, isto é, não ocorre aumento real da renda!

Nesse caso, mais que explicar a determinação na renda, a TQM mostra a determinação do nível de preços, reforçando a tese da **neutralidade da moeda**, ou seja, que a moeda não consegue alterar **variáveis reais** da economia, como emprego e renda, mas apenas **variáveis nominais**, que é o caso do nível de preços. Assim, baseados na TQM, os economistas neoclássicos consideram que há uma relação direta entre moeda e preços, sendo que, se dobrar a quantidade de moeda na economia, dobram-se os preços.

Dessa forma, podemos afirmar que a Teoria Quantitativa de Moeda não é uma teoria de demanda por moeda propriamente dita, contudo, sugere que o volume de transações econômicas depende exclusivamente da renda, ajustando-se a uma teoria da demanda por moeda, na instância em que ela indica qual a quantidade de moeda que está sendo demandada frente a uma determinada quantia de renda.

Assim, caso utilizemos a equação 1, “deslocando” V para a direita, teremos uma função de demanda por moeda, representada pela equação 3, em que essa demanda dependerá especificamente da renda e das instituições da economia, as quais interferem na velocidade da moeda. Nesse caso, quanto maior a renda, maior a demanda por moeda.

Equação 3:

$$M = \frac{PY}{V}$$

Refere-se à impossibilidade de a política monetária afetar variáveis reais na economia, como emprego e renda. Se a moeda é neutra, a política monetária somente afeta variáveis nominais, como o nível de preços da economia.

Nessa equação, é possível percebermos que para a TQM clássica, versão **Fisher**, a demanda por moeda não sofre nenhum efeito da taxa de juros, a qual decorre da visão dos economistas Neoclássicos de que as pessoas utilizavam moeda apenas para transações e não para especulação.

Em outras palavras, para os Neoclássicos, as famílias após receberem os seus salários pagavam tributos, destinavam parte para a poupança e o restante da renda era mantida/demandada, exclusivamente, para realizar transações econômicas.

A Teoria Quantitativa de Moeda – versão de Cambridge

Os principais teóricos dessa escola, desenvolvida nos séculos XIX e XX, foram Alfred Marshall e Arthur Cecil Pigou da Universidade de Cambridge na Inglaterra, a qual originou o nome da referida Teoria.

A versão de Cambridge para a TQM parte da mesma equação da Teoria Quantitativa da Moeda - versão Clássica, apresentada pela equação 01, porém, aprimora-a em termos de uma teoria de demanda por moeda, no sentido de incorporar, mesmo subliminarmente, a taxa de juros, como um dos fatores que influenciam a demanda por moeda.

O aspecto subliminar mencionado decorre que não havia ainda nada de específico sobre a taxa de juros como um componente que influenciava a demanda por moeda, entretanto, esses pensadores acreditavam que o componente $1/V$, o qual estava relacionado ao número de transações que cada indivíduo realizava ao longo do mês, era influenciado pelo tamanho da taxa de juros.

Nesse caso, os indivíduos ao decidirem o quanto manteriam em moeda e o número de transações econômicas que realizariam com essa porção de moeda, estariam levando em consideração a taxa de juros. Assim, ao considerar a influência da taxa de juros, o número de transações ($1/V$) poderia flutuar no curto prazo, esses pensadores conseguem um forte argumento para questionar a aceitação de que V fosse constante, como defendia Fisher.

A versão de Cambridge para a TQM questionava os motivos que levavam as pessoas a reter moeda, sendo que entre os mais importantes estão a utilidade da moeda como meio de troca para realizar transações diárias e a moeda como reserva de valor. Para tanto, esses pensadores reafirmavam a importância da renda e da riqueza para determinar a quantidade demandada de moeda, considerando o volume de transações, iniciando um debate sobre a relevância da taxa de juros e a flexibilidade da velocidade da moeda.

Além da renda e da riqueza como determinante do número de transações, podemos destacar ainda outros fatores que os teóricos de Cambridge levantaram, como: distribuição de despesas no tempo, inflação, intervalo entre recebimentos e pagamentos, facilidade de crédito e existência de substitutos de moeda.

A teoria da preferência por liquidez de Keynes

Uma das grandes contribuições do economista John Maynard Keynes para a macroeconomia refere-se à teoria da demanda por moeda, que incorpora definitivamente, assim como explica de forma precisa, a interferência da taxa de juros na economia, gerando, com isso, um leque de implicações para a política monetária.

Keynes estudou em Cambridge e foi influenciado por essa escola, principalmente no que se refere à análise dos efeitos da moeda sobre a economia. Sendo assim, em seus estudos, Keynes deu maior ênfase à moeda como reserva de valor do que para a moeda como meio de troca, inserindo o fator especulação sobre a demanda por moeda que, nesse caso, sofria a influência da taxa de juros.

Ao considerar a influência da taxa de juros sobre a demanda por moeda, Keynes abandona de vez a tese de “V” ser constante, passando a variar conforme a alteração das taxas de juros, incorporando a importância das expectativas dos agentes econômicos sobre a economia, a qual representa o que as pessoas acreditam e esperam que pode vir a acontecer em um cenário econômico futuro, e que pode afetar o comportamento atual das pessoas.

É importante destacar que Keynes considerou três motivos para os indivíduos demandarem moeda. O **motivo transação** refere-se à utilização da moeda como meio de troca, em que os indivíduos mantêm uma moeda para realizar suas transações diárias; o **motivo precaução** decorre da retenção de moeda para fins inesperados, como necessidade de realizar pagamentos imprevistos, por exemplo, conserto do carro ou compra de remédios.



Esses dois motivos, transação e precaução, são influenciados diretamente pela renda, a qual quanto mais elevada for, maior será a demanda de moeda.

Já o terceiro motivo refere-se à **especulação**, o qual é incorporado à análise da demanda por moeda, porque os indivíduos podem alocar sua renda em diferentes ativos financeiros que pagam juros.

Para facilitar a compreensão da análise especulativa da moeda, Keynes considerou que os ativos financeiros poderiam ser representados por títulos, e que os indivíduos mantêm sua renda em moeda (M) e títulos (B).

A justificativa da manutenção da renda em moeda decorre de sua liquidez para a realização de transações (meio de troca) e pelo fator especulativo, sendo, neste caso, interessante para o indivíduo aguardar o melhor momento para fazer suas aplicações financeiras.

No que se refere à manutenção da renda em títulos, decorre do melhor momento para realizar uma aplicação financeira, visto que o retorno financeiro dessa aplicação dependerá da taxa de juros e do bônus (ganhos de capital) gerados pelos títulos.



A riqueza dos indivíduos (W) está dividida em ativos: moeda (M) e títulos (B), logo, $W = M + B$. Nesse caso, o retorno esperado da moeda é igual a zero, porém, é importante devido à liquidez. O retorno esperado dos títulos equivale a um retorno fixo (taxa de juros) e a um retorno variável (ganhos de capital ou prêmio).

Para compreendemos a influência do aspecto especulativo, vamos trabalhar com o seguinte exemplo.

Os títulos de dívida do Governo de \$ 1.000, que pagam atualmente 10% a.a. de juros, são adquiridos/comprados pelo seu valor líquido, isto é, \$ 900, (\$1.000, descontados 10%). Se o comprador desse título aguardar um ano para resgatar sua aplicação, ao final do período receberá o valor integral de \$ 1.000.

No entanto, o comprador do título não precisa esperar todo esse período para resgatar o valor que investiu. Caso necessite do dinheiro antes de um ano, para pagar, por exemplo, uma dívida inesperada, poderá ir ao mercado de títulos e vendê-lo. O preço da venda do título sempre levará em consideração seu valor líquido, que se refere ao valor nominal subtraído da taxa de juros.

Considerando que as taxas de juros não são fixas no tempo, o indivíduo que comprou o título por \$ 900, com taxa de juros de 10% a.a, poderá receber \$ 950, ao vendê-lo, caso essa taxa de juros caia para 5% a.a. A referida diferença, entre o que pagou e vendeu, é o ganho de capital (prêmio) que o investidor recebeu. No entanto, caso a mesma taxa aumente para 15% a.a, o investidor perderá \$ 50, ao invés de ganhar, nesse caso, terá um ônus, ou perda de capital.

Podemos verificar neste exemplo, como o fator especulação implica demanda por moeda, visto que se os indivíduos entenderem que a taxa de juros está baixa e poderá subir no curto prazo, haverá um aumento na demanda por moeda. Caso contrário, se os indivíduos considerarem que a taxa de juros está alta e poderá cair no curto prazo, haverá uma redução na demanda por moeda, pois os indivíduos preferirão comprar títulos.



Existe na economia uma relação negativa entre a demanda por moeda e a taxa de juros, assim, quanto maior a taxa de juros, menor será a demanda por moeda, e vice-versa.

O motivo dessa especulação está relacionado às expectativas que são construídas/elaboradas pelos indivíduos, para o qual Keynes (1996) considerou que eles baseiam suas expectativas em uma **taxa natural de juros**, considerada aceitável em determinadas condições, em um certo momento da economia.

Desse modo, caso a taxa básica de juros da economia esteja acima dessa taxa natural, ocorrerá um aumento pela demanda de títulos, pois haverá expectativa de queda da taxa básica de juros. Contudo, se a taxa básica estiver abaixo da taxa de juros natural, haverá uma redução na demanda por títulos, tendo em vista a tendência para elevação da taxa básica de juros.

Em síntese, se houver uma expectativa de elevação da taxa de juros, os indivíduos darão preferência a manter moeda em mãos (preferência por liquidez), a qual poderá elevar a velocidade de circulação da moeda na economia. Nesse caso, Keynes rebate o argumento de que V não é fixa, conforme defendia a tese clássica da TQM.

As equações 4 e 5 apresentadas na sequência expressam, de forma sintética, os três motivos pelos quais os indivíduos demandam moeda.

$$\text{Equação 4: } M^D = L_T(Y_+) + L_S(r_-)$$

Em que:

M^D = Demanda por moeda;

$L_T(Y_+)$ = Motivo de transação e precaução em função positiva da renda;

$L_S(r_-)$ = Motivo especulação em função negativa da taxa de juros.

Na equação apresentada, podemos verificar o fator “ L_T ” referente aos motivos transação e precaução, que são influenciados positivamente pela renda, representados pelo símbolo (Y_+). Já o fator “ L_S ” representa o motivo especulação, influenciado negativamente pela taxa de juros (r_-).

$$\text{Equação 5: } \frac{M^D}{P} = f(Y, r)$$

Em que:

M^D/P = Demanda por moeda ajustada pelo nível de preços (P);

Y = Renda;

r = Taxa de juros.

A diferença existente na equação 5, em relação a 4, refere-se que a demanda por moeda está sendo considerado em aspectos reais, sendo que nessa versão da demanda está excluído o efeito do nível de preços (M/P). Isso significa que os indivíduos se importam com o estoque real de moeda, isto é, com seu poder de compra.

A teoria de Keynes, da demanda por moeda, incorpora a influência da taxa de juros sobre as expectativas dos indivíduos, resultando na refutação da Teoria Quantitativa da Moeda. Para Keynes, tanto “V” quanto “Y” não eram fixos, pois o **mercado de bens em equilíbrio** com desemprego, abre a possibilidade da moeda não ser neutra na economia, e assim a política monetária pode afetar variáveis reais.

Conceito postulado por Keynes, que contraria a versão de equilíbrio dos economistas Neoclássicos. Para ele, uma economia pode estar em equilíbrio em termos de preços de produtos e salários, mas apresentar desemprego involuntário, caso ocorrido na Grande Depressão de 1929.

Abordagem neoclássica da teoria keynesiana

Na década de 1950 surgiram alguns trabalhos para dar maior fundamentação microeconômica à teoria keynesiana de demanda por moeda, sendo que dois modelos se destacaram, ou seja, o de William Baumol e de James Tobin.

Modelo Baumol

O modelo de Baumol, conforme Howells (2001), explorou a relação custo-benefício de se reter moeda, trazendo para o debate da demanda por moeda a questão dos custos envolvidos em transformar moeda em ativos financeiros e vice-versa, os quais ficaram conhecidos como **custos de transação**.

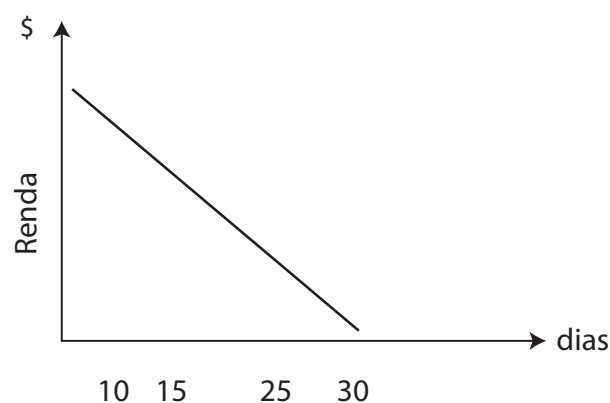
São considerados custos indiretos, os quais não estão vinculados diretamente com a produção, mas sim na efetivação de contratos de compra e venda de fatores, como: organizar documentos, pagar taxas, registros em cartórios, recrutamento de mão de obra.

Nesse caso, os indivíduos enfrentam um dilema ao reter moeda, visto que quanto mais moeda é mantida em mãos, maior é o custo de oportunidade que o indivíduo possui, pois deixa de ganhar os juros de uma aplicação financeira. Por outro lado, quanto maior a parcela que o indivíduo aplica em ativos financeiros, maior será seus custos de transação.

Os custos de transação envolvidos na transformação de moeda em um ativo financeiro correspondem aos custos de corretagem referentes às tarifas que o banco cobra para aplicar o dinheiro, os custos de custódia, as taxas administrativas, como é o caso da comissão pela administração dos recursos e ainda o custo com os impostos. Há também os custos gerados pelo tempo para realizar as transações bancárias, como a espera em filas.

Considerando a existência desses custos, a solução para otimizar essa relação custo-benefício seria balancear a relação entre moeda e títulos, conforme observamos na figura a seguir.

Figura 3.1 – Gasto da renda uniformemente ao longo de um mês

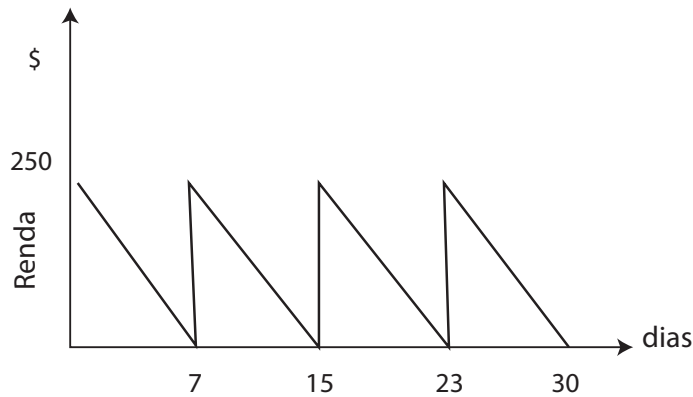


Fonte: Elaboração do autor (2012).

Cabe destacar, que Baumol (1952) inicia seu modelo apresentando que um indivíduo gasta sua renda de forma uniforme ao longo de um mês, não a utilizando de uma única vez, conforme observamos na figura anterior. Assim, como o indivíduo não gasta toda sua renda, ele pode aplicar parte dela e ganhar juros durante o período que ele não usa o dinheiro, otimizando, dessa forma, seus ganhos.

Caso o indivíduo deseje otimizar essa relação, poderá dividir sua renda em pequenas parcelas, conforme apresentamos na próxima figura.

Figura 3.2 – Gasto da renda em um mês, dividida em 4 partes



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Na figura apresentada, verificamos que o indivíduo dividiu sua renda de \$ 1.000 em 4 partes no mês, sendo \$ 250 por semana, assim, grande parte de sua renda fica aplicada rendendo juros.

Esse indivíduo que ganha um salário de \$ 1000,/mês e gasta \$250,/semana, fica com \$500, os quais ficam ociosos, em média, 50% do período. No entanto, após fazer o curso de economia monetária, descobre que pode otimizar os ganhos de sua renda, se aplicar a parcela que não utiliza em um ativo financeiro que pague juros diários.

Nesse caso, considerando que um banco pague para esse indivíduo uma taxa de juros mensal de 3%, o mesmo deixa aplicado uma parcela de \$ 750, outra de \$ 500, e mais uma terceira parcela de \$ 250, por 7 dias cada uma, ganhando o montante de \$ 10,5 pelo período, o qual é expresso pela equação a seguir.

Equação 6:

$$G = [M_1 i t] + [M_2 i t] + [M_3 i t]$$

Em que:

G = Ganho de juros;

M = Montante de capital aplicado;

i = Taxa de juros diária;

t = Tempo medido em dias.

Ao substituir os valores mencionados na Equação 6, temos:

$$\begin{aligned} \text{Ganho} &= [750 \cdot (\frac{0,03}{30}) \cdot 7 \text{ dias}] + [500 \cdot (\frac{0,03}{30}) \cdot 7 \text{ dias}] + \\ & [250 \cdot (\frac{0,03}{30}) \cdot 7 \text{ dias}] = \$10,5 \end{aligned}$$

No entanto, nessa estratégia há um fator negativo, que é a existência dos custos de transação, em que o indivíduo terá que pagar tarifas a cada saque, e/ou enfrentar filas ou o próprio deslocamento até o banco para efetuar os saques. No exemplo anterior, para se tornar vantajosa a aplicação de seu dinheiro, aquele indivíduo terá que verificar se o seu custo de transação é menor que os seus ganhos, nesse caso, menor que \$ 10,5.

É importante registrar que o custo total para executar essa transação se divide em dois componentes: os custos de corretagem (tarifas e taxas) e os custos de oportunidade (taxa de juros que se deixa de ganhar, caso ele retenha moeda). Em termos matemáticos, podemos representar o custo total da aplicação pela equação 7, expressa a seguir.

$$\text{Equação 7: } C = b \frac{Y}{k} + r \frac{k}{2}$$

Em que:

C = Custo total;

Y = Renda/salário;

b = Custos de corretagem;

k = Número de saques;

r = Taxa de juros.

Um das dificuldades para resolver essa equação é encontrar o número de “k”, o qual pode minimizar o custo para o indivíduo. Para solucionarmos esse o problema, derivamos a equação 6 em relação a “k”, que representa o número de saques, logo, podemos apontar a equação 8 como a demanda por moeda.

$$\text{Equação 8: } M^D = \frac{1}{2} \sqrt{\frac{2bY}{r}}$$

Em que:

M^D = Demanda por moeda;

Y = Renda/salário;

b = Custos de corretagem;

r = Taxa de juros.

Ao considerar a equação 8, o modelo de Baumol prevê que a demanda por moeda é influenciada negativamente pela taxa de juros (r) e positivamente pelos custos de corretagem (b) e pela renda (Y). A inovação que Baumol traz é considerar que mesmo sofrendo influência da taxa de juros, nesse caso, se a taxa de juros for maior que os custos de transação, menor será a demanda por moeda.

Modelo de Tobin

O segundo modelo de demanda por moeda neokeynesiano é o de Tobin (1956; 1958), o qual inova ao incorporar a análise de risco na escolha por ativos financeiros. Assim, considerando a teoria da escolha do portfólio, percebemos que quanto maior a rentabilidade maior a demanda por um ativo, contudo, geralmente, essa maior rentabilidade é acompanhada de um risco maior, e quanto mais elevado for esse risco menor a demanda pelo ativo.



A maioria dos indivíduos é avessa ao risco, dessa forma, a demanda por moeda é explicada como uma forma de contrabalancear os riscos e retornos dos ativos, pois a moeda, por ter retorno zero, também possui risco zero.

Esse balanceamento de risco e retorno será definido pelo indivíduo de acordo com seu comportamento em relação ao risco, o qual pode variar de avesso, pouco ou muito tolerante ao risco, sendo que na medida em que a taxa de juros é alterada, podem mudar suas preferências e também a demanda por moeda. Essa mudança na taxa de juros resultará nos efeitos substituição e renda.

Nesse sentido, se houver elevação na taxa de juros, o indivíduo demandará mais títulos do que moeda, ocorrendo o caso do efeito-substituição. Por outro lado, com a mesma quantidade de títulos, o indivíduo terá um retorno maior em virtude do aumento da taxa de juros, caso do efeito-renda.

Supõe-se que o efeito-substituição seja maior que o efeito-renda, então, com o aumento da taxa de juros, a demanda por moeda diminuirá ou demandará mais títulos, ficando com uma menor quantidade de moeda em mãos.

Sendo assim, o modelo de Tobin (1956) considera a taxa de juros, a riqueza e o risco como fatores que interferem na demanda por moeda, estabelecendo uma abertura para estudos que conferem a necessidade de **diversificação do portfólio por parte dos indivíduos**.

Cabe observar que esses modelos nekeynesianos propiciam maior clareza quanto ao estudo da demanda por moeda, no sentido de considerarem mais elementos como os custos de transação e riscos, sobretudo, por incorporar ao motivo transação por demanda de moeda, o impacto/influência do fator taxa de juros, a qual quanto mais elevada for, menor será a demanda por moeda pelo motivo transacional, pois os ganhos oriundos dessa taxa passam a cobrir os custos de transação e o risco envolvido na aplicação.

A Teoria Quantitativa de Moeda – versão Moderna

A versão moderna da TQM foi desenvolvida por Milton Friedman (1956), economista que é considerado o maior representante da escola monetarista. Essa versão da TQM incorpora relevantes fundamentos microeconômicos à versão de Cambridge.

No entanto, apesar de Friedman incorporar esses elementos para explicar a demanda por moeda, a conclusão de sua teoria é muito próxima daquela encontrada pelos teóricos de Cambridge, principalmente porque considera que a demanda por moeda depende fundamentalmente da renda e que variações na taxa de crescimento da oferta de moeda, acima da taxa de crescimento do produto, geram inflação.

Friedman considera também que a demanda por moeda é influenciada pelos mesmos fatores que influenciam a demanda por qualquer ativo financeiro, conforme a teoria da escolha do portfólio, dando ênfase para a taxa de retorno dos ativos, por exemplo, a taxa de juros.

De acordo a versão moderna da TQM, além da renda e da remuneração dos ativos, há outros fatores que interferem na demanda por moeda, os quais são expressos pela equação 9:

$$\text{Equação 9: } \frac{M^D}{P} = f(Y_p, r_b, r_a, w, \pi^e, u)$$

Em que:

Y_p = Renda permanente;

r_b = Remuneração dos títulos;

r_a = Remuneração das ações;

w = Proporção de riqueza humana e não humana;

π^e = Taxa de inflação esperada;

u = Outros.

O primeiro fator que influencia a demanda por moeda, segundo a TQM moderna, é a riqueza, para qual Friedman atribui grande destaque. Esse autor considera que além da renda que o indivíduo recebe mensalmente, o estoque de riqueza, incluindo os ativos financeiros, é o que de fato determina a demanda por moeda.

Friedman considerou o fator riqueza como dependente da renda, mas a renda permanente do indivíduo, que consiste em uma renda média ao longo de sua vida, pois a renda usual é considerada transitória, tendo em vista que essa muda conforme o indivíduo envelhece. Nesse caso, variações na renda transitória têm pouco efeito sobre a demanda por moeda.

Além de considerar a riqueza como fator determinante, o mencionado autor a divide em riqueza humana (R_h), que tem origem no esforço e na capacidade produtiva do indivíduo, e advém do capital humano, e riqueza não humana (R_{nh}), a qual se origina da renda advinda da remuneração dos ativos financeiros, como, por exemplo, propriedade de imóveis e títulos.

É importante observar que a proporção entre esses dois tipos de riqueza, expressa por $w = R_h/R_{nh}$, influencia na demanda por moeda, sendo que, quanto maior a parcela de riqueza humana de um indivíduo, maior será a demanda por moeda. No que se refere à riqueza não humana, a remuneração dos ativos não financeiros (r_b, r_a) acabam influenciando a demanda por moeda pela ótica do custo de oportunidade, nesse caso, quanto maior forem essas remunerações, menor será a demanda por moeda.

Outro fator que influencia a demanda refere-se ao seu custo de retenção do dinheiro, visto que a expectativa de inflação futura (π^e) também levará os indivíduos a reduzirem sua demanda por moeda, em virtude da perda do poder aquisitivo, caso fosse mantê-la em mãos em períodos inflacionários.

Por fim, temos o componente outros (u), o qual considera aspectos relacionados a gostos e preferências, movimentos geográficos, instabilidade política e guerras, como fatores importantes nas decisões das pessoas manterem moeda em mãos.

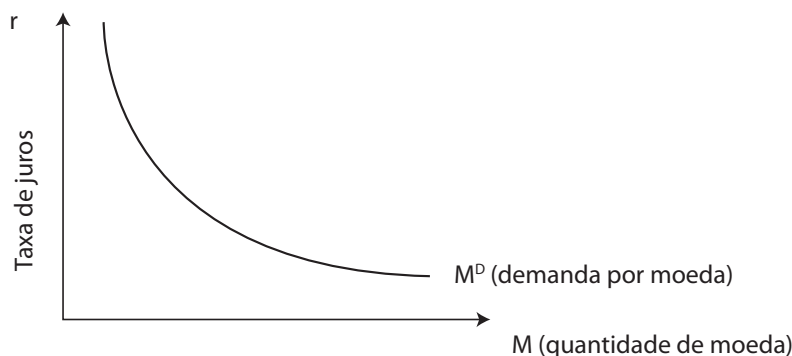
Cabe destacar que as principais diferenças da TQM moderna, em relação à teoria keynesiana da demanda por moeda, decorrem de que a primeira considera que os indivíduos avaliam várias taxas de juros ao demandar moeda, ao passo que Keynes levava em conta apenas uma, pois, para ele, a taxa de juros é uma média de todas as demais taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro.

Outra diferença decorre que além de Friedman dar maior ênfase à renda permanente do que para a taxa de juros, ele considera a demanda por moeda estável, o que conduz a “V” constante e maior proximidade da TQM clássica.

Síntese das teorias de demanda por moeda

Apesar de certa diferença entre as abordagens quanto à demanda por moeda, é possível considerarmos, de forma genérica, que a renda é o fator que interfere na demanda por moeda de forma positiva, já a taxa de juros interfere de forma negativa. Nesse caso, a teoria da preferência por liquidez de Keynes levou vantagem na teoria da demanda por moeda.

Figura 3.3 – Função demanda por moeda



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos observar na figura anterior, de inspiração keynesiana, a curva de demanda com um formato decrescente, devido sua relação negativa com a taxa de juros, em que quanto maior a taxa de juros, menor será a demanda por moeda, em virtude de aumentar o custo de oportunidade de manter moeda em mãos.

Seção 2 – Oferta de moeda e os instrumentos de política monetária

O processo de oferta de moeda por parte do Banco Central (Bacen) é influenciado pelo comportamento dos indivíduos, por meio da demanda por moeda e pela atuação dos bancos, via multiplicador bancário. Dessa forma, o Bacen dispõe de instrumentos capazes de influenciar o comportamento desses agentes e controlar a quantidade de moeda na economia,

como a atuação no *openmarket*, a manipulação dos depósitos compulsórios e taxa de redesconto, a utilização do crédito direcionado e a emissão de moeda.

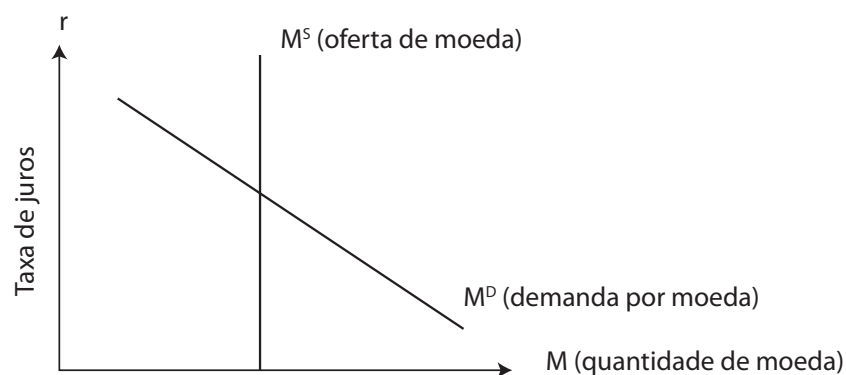
Os determinantes da oferta de moeda

A oferta de moeda diz respeito a um fator exógeno ao sistema econômico, a qual não é determinada pelos agentes que atuam no mercado, mas sim controlada e definida pelo Banco Central. Nesse sentido, a conotação exógena remete a quem inicialmente emite moeda, aportando dinheiro novo na economia, nesse caso, o Bacen.

Assim, o Bacen que é um órgão do Governo, interfere no mercado monetário com o objetivo de ajustar as condições da economia para o atendimento de suas metas macroeconômicas, que podem ser resumidas em crescimento econômico e estabilidade do nível de preços. Desse modo, o Bacen é responsável pela oferta inicial de moeda na economia.

Para compreendermos como se dá essa oferta inicial de moeda, apresentamos a figura a seguir, que representa o equilíbrio do mercado de monetário.

Figura 3.4 – Mercado monetário



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos observar pela figura apresentada que o mercado monetário possui sua curva de oferta na forma vertical. Esse formato da curva de oferta denota a atuação exclusiva do Bacen na oferta de moeda, visto que ele realiza essa oferta por meio

de seus instrumentos de política monetária, como por exemplo, a atuação no mercado de títulos, a manipulação da taxa dos depósitos compulsórios e da taxa do redesconto, o crédito direcionado e a emissão de moeda.

Apesar da oferta inicial de moeda ser realizada pelo Bacen, a moeda, ao entrar na economia segue diferentes rumos, podendo ser retida pelos indivíduos ou ser depositada nos bancos. Nesse sentido, ao tratarmos os determinantes da oferta de moeda, é preciso retomar o conceito de base monetária, conhecida como a emissão primária de moeda, em que o papel-moeda emitido pelo Bacen é subtraído de suas reservas.

Podemos verificar na equação 10 que essa emissão primária pode ser dividida em papel-moeda, em poder do público e reservas dos bancos:

$$\text{Equação 10: } B_M = \text{PMPP} + R_B$$

Em que:

B_M = Base monetária;

PMPP= Papel moeda em poder do público;

R_B = Reserva dos Bancos.

É possível observarmos, por meio da equação 10, que além da participação do Bacen, há dois agentes que interferem na quantidade de moeda em circulação, por sua vez, na base monetária, entre os quais estão os indivíduos que desejam manter papel moeda em mãos (PMPP), e os bancos, que manterão reservas em caixa (R_B) e ofertarão certa quantidade de moeda por meio de crédito. Esses agentes irão influenciar o multiplicador bancário/monetário.

Esse comportamento, tanto dos indivíduos quanto dos bancos, afeta diretamente a quantidade de moeda inicialmente ofertada pelo Bacen, sendo que podemos complementar essa análise, destacando que a atuação destes três agentes em conjunto será responsável pela quantidade total de moeda em circulação na economia. Essa afirmação denota a importância do multiplicador monetário na oferta de moeda.

Partindo dessa premissa, é possível identificarmos três fatores que afetam o comportamento da oferta de moeda na economia, como a proporção de moeda em circulação-depósito; a razão reservas-depósitos, e a base monetária, os quais são apresentados na sequência.

a) Proporção de moeda em circulação-depósito (r_{PMPP})

Refere-se à quantidade de moeda que os indivíduos desejam manter em mãos para fazer frente a suas necessidades e transações diárias, bem como para especular. Em síntese, podemos afirmar que esse fator é influenciado pelos motivos que levam os agentes a demandarem moeda.

Cabe destacar que os hábitos de pagamento do público, o desenvolvimento do sistema de pagamentos, como a existência de cartão de crédito/débito, a existência de caixas de bancos 24 horas, ou o uso de *internetbanking*, assim como o componente sazonal da renda e do consumo que diz respeito ao recebimento do salário no final do mês, interferindo em uma maior proporção de moeda em circulação-depósito no início do mês, influenciam diretamente esse fator.

b) Razão reservas-depósitos por parte dos bancos (r_e)

Essa razão entre reservas-depósitos é influenciada por um conjunto de fatores, sendo o principal deles a necessidade de os bancos manterem uma reserva diária para fazer frente aos saques diários de seus correntistas e para a compensação de papéis entre os demais bancos no sistema financeiro.



As Reservas de Caixa (R_c) estão diretamente relacionadas à incerteza que os bancos possuem quanto ao volume de entradas e saídas de depósitos de seu caixa.

Além desse fator, há também os componentes ligados à atuação do Bacen sobre os bancos, como é o caso da taxa de compulsório (r_{DC}) e a do redesconto (r_R). A taxa do compulsório é o percentual sobre depósito à vista que os bancos são obrigados a

depositarem no Bacen, e a taxa de redesconto é a de juros que o Bacen cobra dos bancos, quando efetua um empréstimo a eles.

A taxa de juros também influencia na quantidade de reservas dos bancos, por se apresentar como custo de oportunidade. Nessa situação, quanto maior a taxa de juros, menor será a razão reservas-depósito, pois os bancos terão preferência em aplicar suas reservas em títulos públicos, ao deixar recursos ociosos no caixa do banco. A equação 11 sintetiza a função que demonstra os fatores os quais influenciam na razão reserva-depósito.

Equação 11: $re = f(rDC, rR, i, R_C)$

Em que:

re = Razão reserva-depósito;

rDC = Taxa do depósito compulsório;

rR = Taxa do redesconto;

i = Taxa de juros (Selic);

R_C = Reservas de caixa.

Como último fator que influencia a oferta de moeda, temos a participação do Bacen, via manipulação da base monetária.

c) Base monetária

A injeção de dinheiro novo na economia ocorre principalmente pela atuação do Bacen no mercado aberto de títulos, via compra de títulos públicos. Dessa maneira, e considerando o comportamento dos dois fatores apresentados, percebemos que a quantidade de moeda lançada na economia por parte do Bacen acaba sendo multiplicada pela atuação dos indivíduos e dos bancos.

Essa atuação origina o multiplicador monetário (ou bancário), que é a ampliação dos meios de pagamentos na economia. Após o impacto do multiplicador monetário sobre a base monetária, tem-se como resultado o estoque monetário, ou quantidade total de moeda em circulação. Sendo assim, o estoque monetário é uma quantidade maior que a base monetária, derivado da existência do multiplicador monetário.

Cabe destacar que o multiplicador monetário é um múltiplo (maior que 1) da base monetária, conforme apresentado pela equação a seguir.

$$\text{Equação 12: } M_B = \frac{1 + r_{PMPP}}{r_{DC} + r_{PMPP} + r_{RC}}$$

Em que:

M_B = Multiplicador monetário/bancário;

r_{PMPP} = Percentual de recursos que os indivíduos desejam manter em mãos;

r_{DC} = Percentual do depósito compulsório;

r_{RC} = Percentual dos depósitos à vista que os bancos desejam manter como reserva de caixa.

A partir dessa equação, podemos obter variação dos meios de pagamento por meio da atuação do multiplicador bancário, conforme exposto pela equação 13:

$$\text{Equação 13: } \Delta MP = M_B \Delta B_M$$

Em que:

ΔMP = Variação dos meios de pagamento;

M_B = Multiplicador Bancário;

ΔB_M = Variação da base monetária.

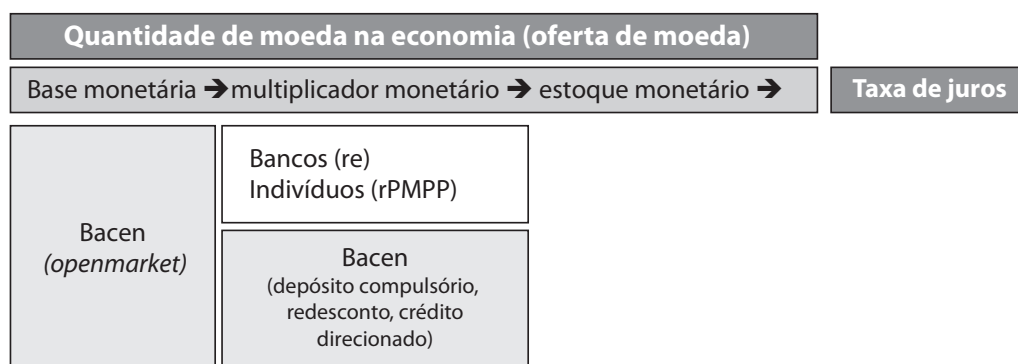
É possível verificarmos que r_{DC} e r_{RC} formam juntos a razão reservas-depósito (re). Nesse caso, quanto menor r_{PMPP} , maior será o multiplicador monetário, em virtude de que haverá mais depósitos, resultando numa maior probabilidade de realização de empréstimos pelos bancos. Verificamos ainda que quanto menor a r_{DC} e r_{RC} maior será o multiplicador monetário, devido à ampliação da quantidade de empréstimos que os bancos podem realizar.

Os instrumentos de política monetária

Considerando que o multiplicador monetário impacta diretamente sobre o estoque monetário da economia e, por sua vez, o referido multiplicador sofre influência direta do comportamento dos indivíduos e dos bancos, faz com que o Bacen tenha a necessidade de atuar sobre esses agentes.

Essa atuação do Bacen visa a controlar o estoque monetário para atingir seus objetivos macroeconômicos, dado que o volume de estoque monetário determina a taxa de juros da economia, conforme é apresentado de forma sintética pelo seguinte quadro.

Quadro 3.1 – Relação entre base monetária e estoque monetário



Fonte: Elaboração do autor (2012).

É possível observarmos no quadro apresentado, que o Bacen manipula a quantidade de moeda na economia por meio dos instrumentos de política monetária, agindo diretamente sobre a base monetária e/ou sobre o multiplicador monetário. Desse modo, essa manipulação da moeda refere-se ao fato de que o Bacen, além de ofertar moeda, pode também retirar moeda da economia.

Entre os instrumentos que o Bacen tem a sua disposição para a condução da política monetária, temos:

- atuação no mercado aberto de títulos (*openmarket*);
- manipulação da taxa dos depósitos compulsórios;
- utilização e manipulação do desconto;
- crédito direcionado;
- emissão de moeda.

Cabe ressaltar que muitas bibliografias de economia monetária e de macroeconomia apresentam como instrumentos de política monetária apenas a atuação no *openmarket*, a manipulação da taxa de depósito compulsório e da taxa de redesconto. No entanto, o crédito direcionado, sobretudo no Brasil, e a emissão de moeda são muito utilizados, ou no mínimo, são possibilidades que o Bacen tem a sua disposição, os quais influenciam diretamente sobre o estoque monetário, assim, é essencial estudá-los.

Atuação no mercado aberto de títulos

A atuação no mercado aberto de títulos é o instrumento mais utilizado pelo Bacen no dia a dia, o qual tem a finalidade de afetar a quantidade de moeda na economia. Assim, quando o Bacen quer aumentar a quantidade de moeda na economia faz a compra títulos públicos, e quando quer retirar moeda vende títulos.

A compra e venda de títulos no mercado ocorrem, inicialmente, a partir do mercado primário, com a intermediação dos *Dealers*, e, posteriormente no mercado secundário, no qual há a disseminação desses títulos, por meio dos agentes econômicos, sejam eles indivíduos, empresas ou bancos. Para que possamos entender com maior clareza essas operações, vamos apresentar esses dois tipos atuação do Bacen, no mercado de títulos, da seguinte forma:

Venda de títulos: Procedimento em que o Bacen emite/lança papéis da dívida do Governo no mercado de títulos, os quais são adquiridos pelos agentes econômicos que entregam seu dinheiro em troca. Neste caso, ocorre uma aplicação por parte desses agentes, em que seu dinheiro sai da economia, ficando depositado no Bacen.

Compra de títulos: Por meio desse procedimento, o Bacen compra de volta/resgata os papéis da dívida do Governo, que estão em posse dos agentes econômicos. Nesse caso, ao trocar dinheiro pelos títulos, o Bacen injeta mais dinheiro na economia.

Essa forma com que o Bacen atua no mercado de títulos ocorre via operações discricionárias e definitivas.

As operações discricionárias (ou compromissadas) referem-se às compras e vendas de títulos, em que o vendedor/comprador se compromete a recomprar/revender o título no dia seguinte. Essas operações têm a função básica de controlar a liquidez, e serão responsáveis por determinar a taxa de juros de curto prazo.

Já as operações definitivas possuem prazos mais longos, não havendo o compromisso de recompra dos papéis, são indicadas quando o Bacen quer retirar liquidez em definitivo do mercado. Essas operações são realizadas via leilões formais, com caráter de controle da liquidez, com horizonte de médio/longo prazo.

Manipulação da taxa dos depósitos compulsórios

A manipulação da taxa dos depósitos compulsórios é um instrumento que recai sobre a atividade dos bancos, tendo em vista a sua possibilidade de multiplicar moeda na economia. O depósito compulsório é o percentual sobre os depósitos à vista que os bancos devem recolher junto ao Bacen, com o objetivo de controlar/fiscalizar a atividade bancária.

Basicamente, o depósito compulsório possui três funções. A primeira função refere-se ao fornecimento de liquidez ao sistema bancário, sendo uma espécie de garantia que o Bacen exige dos bancos para que eles tenham recursos suficientes para atender a demanda de saques da população. Nesse caso, os depósitos compulsórios atuam como um mecanismo para evitar **pânicos** ou **corridas bancárias**.

A segunda função decorre do controle de crédito, pois os bancos atuam alavancados, podendo multiplicar moeda na economia por meio do multiplicador bancário, e, por consequência, afetar as taxas de juros e toda a atividade econômica. Dessa forma, o Bacen, ao alterar a taxa dos depósitos compulsórios, consegue controlar o volume de crédito na economia.

Por fim, temos a terceira função dos depósitos compulsórios, a qual visa a estabilizar a demanda por reservas bancárias, a fim de atender à necessidade dos bancos, quando esses possuem alguma dificuldade de obter recursos.

A forma com que o Bacen utiliza a taxa do depósito compulsório é a seguinte, quando o Bacen tem interesse em aumentar a quantidade de moeda na economia, reduz a taxa de compulsório, fazendo com que os bancos possam oferecer uma quantidade maior de crédito à população, pois precisam recolher um montante menor ao Bacen.



Se a taxa de compulsório reduz de 40% para 30%, significa que os bancos passam a recolher para cada \$ 1,0 de depósito à vista, \$ 0,30 ao invés de \$ 0,40, anteriormente, sobrando \$,010 a mais para a realização de empréstimos.

No entanto, caso o Banco Central necessite reduzir a quantidade de moeda na economia, ele poderá aumentar a taxa do compulsório, pois assim os bancos terão que recolher mais recursos ao Bacen, sobrando menos para emprestar.

Redesconto

O redesconto é o empréstimo que o Bacen realiza aos bancos comerciais, quando esses passam por alguma dificuldade financeira. Ou ainda, podemos apresentar esse instrumento como sendo a taxa de redesconto, que é a taxa de juros que o Bacen cobra sobre seus empréstimos aos bancos, dessa maneira, podemos chamar de taxa de redesconto.



Quando os bancos realizam em um dia uma expressiva quantidade de empréstimos a seus clientes e não mantêm recursos suficientes para fazer o recolhimento obrigatório de compulsório, utilizam o instrumento de redesconto para tomar recursos emprestados via Bacen.

Entre as principais funções do redesconto para a economia estão a contribuição com a estabilidade do sistema financeiro, em termos de prover liquidez aos bancos com dificuldade, evitar pressões sobre a taxa de juros, pois se um banco necessita de

recursos pode pressionar o mercado interbancário demandando recursos, por fim, há o controle do multiplicador bancário.

Quando os bancos necessitam de dinheiro, a primeira instância que procuram é o mercado interbancário (empréstimos entre bancos), apenas quando não conseguem os recursos que desejam neste mercado é que contatam o Bacen.

Assim, o redesconto acaba sendo a última alternativa para os bancos obterem recursos, pois tentam esgotar todas as suas possibilidades com seus parceiros. Essa situação decorre do fato de o Bacen cobrar uma taxa de redesconto maior àquela que é transacionada no mercado interbancário. Dessa maneira, a taxa do redesconto acaba sendo uma punição aos bancos, por não gerenciar seu fluxo de caixa de modo adequado.



Como funciona o redesconto?

Em cenários em que o Banco Central necessita reduzir a quantidade de moeda na economia, uma das medidas a ser adotada é aumentar a taxa de redesconto, pois, dessa forma, os bancos tomarão maior cautela na oferta de crédito - reduzindo a quantidade de empréstimos -, visto que caso necessitem de recursos do Bacen, pagarão taxas mais elevadas.

Em um cenário inverso ao apresentado, com uma redução da taxa do depósito compulsório, os bancos ficarão mais confortáveis na realização de empréstimos, pois, em última instância, pagarão uma taxa de juros menor.

Cabe destacar que há três tipos de redesconto, sendo o primeiro conhecido por empréstimo com garantia, que é a concessão de crédito rotativo mediante garantia de títulos públicos.



Um banco que possui um limite de crédito provisório, do qual pode efetuar saques a qualquer momento, mantendo quantidade de títulos públicos sob posse do Bacen, até o pagamento do empréstimo. O prazo desse tipo de empréstimo geralmente é de um, cinco, quinze e trinta dias.

Já o segundo tipo, mais convencional, é o redesconto propriamente dito, que é o empréstimo mediante desconto de títulos públicos, em que o Bacen antecipa recursos aos bancos mediante troca por títulos.

Há ainda o redesconto seletivo ou especial que consiste em empréstimos do Bacen para setores específicos da economia, como o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), criado em 1995, para o saneamento de bancos em dificuldades. Nesse caso, a taxa de redesconto utilizada é menor, pois conta com subsídios do Governo.

Crédito direcionado

O crédito direcionado constitui-se de empréstimos específicos que o Bacen obriga os bancos a realizarem, geralmente direcionados para setores da economia que são fundamentais, do ponto de vista da geração de emprego e renda, mas que os bancos comerciais geralmente não possuem interesse nesses setores, pois apresentam risco elevado.

Como exemplo desses setores, podemos citar a habitação (construção civil) e a agricultura, para os quais os bancos devem direcionar parte de seus recursos de captação de depósitos à vista e poupança.

Particularmente, os bancos comerciais não têm interesse em aplicar seus recursos nesses setores, pelos seguintes motivos: no caso da agricultura, em virtude de o setor ser muito sensível às intempéries, condições climáticas, e apresentar uma grande necessidade de aplicação de insumos, reivindica-se uma taxa de juros menor por parte dos agricultores.

No que diz respeito aos financiamentos habitacionais, esse desinteresse é decorrente de aporte de grande quantia de recursos a serem pagos em longo prazo, entre 20 a 30 anos em média. A princípio, os bancos têm preferência para direcionar seus recursos para setores que pagam taxas de juros maiores e tenham amortização rápida do capital emprestado. Dessa maneira, os bancos conseguem retornos mais rápidos, o que facilita o seu giro.

Outra característica do crédito direcionado é que as taxas de juros cobradas são subsidiadas, isto é, menores que as taxas de juros de mercado, sendo que a diferença entre elas é paga pelo Governo. Atualmente, há crédito direcionado para os seguintes setores: agrícola e agropecuário, habitacional e imobiliário, investimento em máquinas e equipamentos, microcrédito e crédito estudantil.

É importante destacar que quando o Bacen decide ampliar o volume de crédito direcionado na economia, conseqüentemente, ocorre um aumento da oferta de moeda, visto que os bancos são obrigados a realizarem empréstimos, mesmo em condições macroeconômicas adversas, cenário em que os bancos não o fariam por conta própria.

Emissão de moeda

A emissão de moeda é a possibilidade de injetar dinheiro novo na economia, pelo simples ato de imprimir mais moeda, atribuição essa, restrita ao Bacen. Essa injeção de moeda na economia pode ser por meio da compra de títulos ou pelo direcionamento do Governo para pagar suas despesas.

A emissão de moeda é o último recurso a ser utilizado por parte do Bacen, uma vez que essa emissão sem lastro no aumento da atividade econômica, por exemplo, pode gerar um aumento muito forte da demanda agregada, que sem o acompanhamento da oferta agregada, resulta em aumento da inflação.

Equilíbrio no mercado monetário

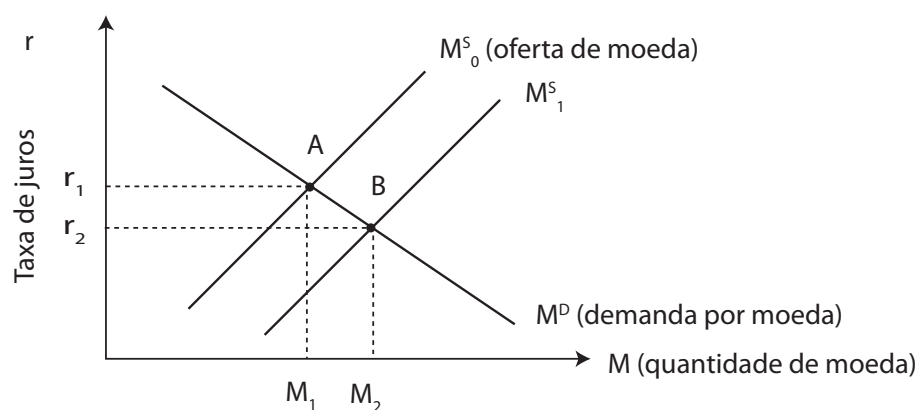
O equilíbrio no mercado monetário está relacionado aos fatores que influenciam a oferta de moeda e aos instrumentos que o Bacen detém para influenciar esses fatores, assim como os efeitos da função de demanda por moeda.

Segundo Blanchard (2001), considerando certa quantidade de base monetária, os bancos reduzem suas reservas à medida que a taxa de juros aumenta, dado o aumento do seu custo de

oportunidade. Desse modo, reduzindo as reservas, há maior oferta de crédito, o qual torna o multiplicador monetário maior.

Na figura na sequência, observamos a curva de oferta de moeda (M^S_0) positivamente inclinada, em virtude da função de oferta de moeda, e a curva de demanda por moeda negativamente inclinada, em consequência da função de demanda por moeda, pois uma queda na taxa de juros faz com que aumente essa procura. Nesse sentido, o ponto A dessa figura representa o equilíbrio monetário, no qual é determinada a quantidade de moeda na economia (M_1), bem como a taxa de juros (r_1).

Figura 3.5 – Equilíbrio no mercado monetário e determinação da taxa de juros



Fonte: Elaboração do autor (2012).

A figura anterior permite ainda observar como o Bacen, por meio da utilização/manipulação dos instrumentos de política monetária, consegue afetar a taxa de juros da economia.

Por exemplo, à medida que o Bacen aumenta a oferta de moeda, mediante atuação no mercado aberto de títulos (via compra de títulos), ocorre um deslocamento para a direita da curva de oferta de moeda (M^S_2), originando um novo ponto de equilíbrio, ponto B, em que a nova quantidade de moeda é M_2 , e a nova taxa de juros passa a ser r_2 .

Seção 3 – Teoria monetária

As teorias monetárias referem-se às concepções das escolas de pensamento econômico quanto aos impactos da moeda na economia e o receituário, em termos de política monetária, para sua condução. Essas teorias estão divididas em três grandes escolas, Keynesiana, Monetária e a Novo-Clássica, as quais são apresentadas na sequência.

Escola Keynesiana

Para Keynes, a política monetária é um poderoso e eficaz instrumento para reduzir o desemprego. Esse economista inseriu um extenso arcabouço teórico sobre os efeitos da moeda na economia, o qual configurou uma nova concepção da economia monetária, considerando que antes de sua obra, em 1936, prevalecia a ideia da Teoria Quantitativa da Moeda, a qual sustentava que a política monetária não possuía eficácia para alterar variáveis reais na economia, apenas variáveis nominais, como o nível de preços.

Com relevantes inovações, Keynes forneceu uma nova interpretação da demanda por moeda, em que o papel das expectativas com relação à variação na taxa de juros teria um impacto significativo nas decisões dos agentes econômicos em reter a moeda. Também forneceu contribuições quanto à possibilidade da taxa de juros influenciar os componentes da demanda efetiva da economia, essa que causa impactos positivos sobre a renda.

É importante destacar que Keynes teve muitos seguidores, contudo, não formavam um grupo homogêneo, por isso estão subdivididos em dois grandes grupos, conforme a concepção da eficácia da política monetária.

De acordo com Cardim de Carvalho et al (2007), os seguidores de Keynes subdividem-se em pós-Keynesianos, os quais seguem essa visão tradicional de Keynes sobre a moeda e os velhos

keynesianos ou neokeynesianos, que são arquitetos da síntese neoclássica, utilizando a macroeconomia keynesiana com a microeconomia neoclássica.

A corrente pós-Keynesiana

Os economistas pós-Keynesianos, representados por Victoria Chick, Hyman Minsky e Paul Davidson, defendem a tese de que a política monetária consegue afetar variáveis reais da economia no curto e no longo prazo, sendo que a eficácia dessa política monetária depende da alocação e/ou decisões de portfólio dos agentes.

Nesse sentido, essa escola defende o uso da manipulação da taxa de juros por meio da compra e venda de títulos (*openmarket*), como o instrumento de política monetária mais eficaz para afetar a atividade econômica, tendo em vista que influencia diretamente as decisões de investimento dos empresários e de consumo dos indivíduos.

No que se refere às decisões de investimento por parte dos empresários, consideram a importância da atividade bancária, na qual os bancos fornecem fundos, sobretudo de curto prazo, para capital de giro. Dada a importância dos bancos, defendem a adoção dos instrumentos de depósitos compulsórios e redesconto, porém, entendem que esses instrumentos têm efeito reduzido sobre investimento.

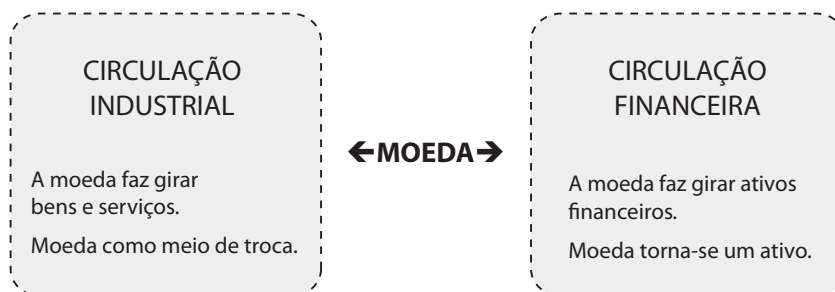
O motivo desse entendimento é decorrente que por mais que se reduza o compulsório e o redesconto, e os bancos detenham excesso de fundos, nada garantirá a oferta de crédito por parte dessas instituições, pois os bancos podem direcionar o seu excesso de fundos para aplicações em ativos financeiros, ao invés de crédito para investimento. Por outro lado, a manipulação daqueles dois instrumentos não garantirá que a demanda por crédito por parte dos empresários aconteça.

Nesse caso, o efeito direto da redução do compulsório e do redesconto será o atendimento de uma parcela de empresários sem acesso ao crédito para capital de giro ou crédito de curto prazo, o qual não será oferecido em termos de crédito para investimento ou crédito de longo prazo.

Sendo assim, o instrumento mais eficaz seria o uso do *openmarket*, o qual irá influenciar a taxa de juros, a qual estimulará investimentos. Uma taxa de juros menor diminui o custo do capital, incentivando os empresários a realizarem novos investimentos na economia, reduzindo o desemprego.

Diante desse contexto, a escola pós-Keynesiana avalia que as decisões de investimento por parte dos agentes econômicos - famílias, empresas e bancos -, pode ser tanto em ativos reais - máquinas e equipamentos, por exemplo - quanto em ativos financeiros - títulos. Nesse sentido, os pós-keynesianos consideram que há duas esferas pela qual transita a moeda: a esfera industrial e a esfera financeira, conforme observamos na figura a seguir.

Quadro 3.2 - As esferas de circulação da moeda



Fonte: Adaptado de Cardim de Carvalho et al (2007).

Esse quadro apresenta duas esferas de circulação da moeda, sendo a **esfera industrial**, em que a moeda é utilizada como meio de troca, serve para pagar mão de obra, adquirir bens e serviços, como matérias-primas e bens de consumo, e a **esfera financeira**, na qual a moeda transforma-se em ativos financeiros que possuem diferentes rendimentos e graus de liquidez.



Essa duas esferas atuam como “ilhas” de uma economia monetária, onde o dinheiro “habita”, no entanto, há uma “ponte” que faz a moeda ir e voltar desses locais.

Para os pós-Keynesianos, essa “ponte” corresponde aos instrumentos de política monetária que farão o dinheiro migrar da esfera financeira para a esfera industrial. Assim, a proposição

de aumentar a oferta de moeda ($\uparrow M^s$) para reduzir a taxa de juros ($\downarrow r$) decorre do objetivo de influenciar as decisões dos agentes em termos de investimento produtivo.

Partindo da análise dessas duas esferas de circulação da moeda, podemos verificar a eficácia da política monetária, a qual não depende simplesmente da operacionalização de seus instrumentos, como, por exemplo, o aumento da oferta monetária, mas também das decisões dos agentes econômicos, levando em consideração cenários futuros.

As decisões dos agentes com relação à aplicação/utilização da moeda podem ser de três maneiras, em cada qual, os efeitos sobre a atividade econômica serão diferentes, conforme observamos no quadro a seguir referente às escolhas de portfólio, e que resume essas decisões.

Quadro 3.3 - Decisões de portfólio: opções de aplicação da moeda

Opções	Comportamento	Efeito
3 Vias	Decisões de Portfólio	s/ Produto (Y)
1	Retenção de moeda	Nulo
	Aquisição de ativos financeiros em mercados secundários Ex.: títulos públicos, ações	Nulo
2	Aquisição de ativos financeiros em mercados primários Ex.: títulos privados, participação em empresas	Pleno
	Aquisição de ativos financeiros de empresas bancárias Ex.: poupança, CDB, fundos	Incerto (depende da atuação bancos)
3	Aquisição de ativos ilíquidos Ex.: máquinas/equipamentos, bens e serviços	Pleno

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos verificar no quadro anterior que a primeira possibilidade de utilização da moeda é a sua retenção pelo público, nesse caso, não haveria efeito real sobre a economia. A segunda opção refere-se à aquisição de ativos financeiros, em que podem ocorrer pelo menos três impactos diferenciados,

dependendo de onde serão aplicados os recursos, como explicaremos a seguir.

Em se tratando da aplicação da moeda na compra de ações e títulos, mercado secundário, a moeda habitará simplesmente a esfera financeira e não se materializará em novos investimentos, com impacto nulo sobre a renda. Em caso de aplicação da moeda em títulos privados ou na participação de empresas, mercado primário, o impacto será forte, pleno, tendo em vista que as empresas que receberão esses recursos realizarão investimentos. Por fim, se a aplicação da moeda for em ativos financeiros do setor bancário, o resultado é incerto, tendo em vista a decisão dos bancos sobre a utilização desses recursos.

A terceira opção de utilização da moeda diz respeito aos investimentos em máquinas e equipamentos, utilização na esfera industrial. Nesse caso, o impacto na economia será pleno.

Considerando essa avaliação da moeda, seguem algumas implicações e orientações de política monetária da escola pós-Keynesiana, como, por exemplo, a política monetária gera efeitos reais sobre a economia, portanto, deve ser usada, sobretudo, para alterar decisões de investimento por parte dos agentes econômicos; a melhor maneira de atingir esse objetivo seria a alteração na taxa de juros por meio da atuação no *openmarket*; para essa escola não há preocupação desmedida com a inflação, pois considera que a economia no curto prazo opera com desemprego.

A corrente Nekeynesiana (velhos-Keynesianos)

Ao contrário dos pós-Keynesianos, esses pensadores, liderados por Paul Samuelson, prêmio Nobel de Economia em 1970, não acreditam no poder da política monetária, ou melhor, não defendiam a utilização da referida política para afetar variáveis reais na economia, em virtude do baixo potencial de influenciar os investimentos, e em seu lugar defendem o uso da política fiscal.

Essa visão é amparada pelo entendimento de que a demanda por investimentos possui uma baixa elasticidade com a taxa de juros, a qual depende muito mais das expectativas dos agentes

econômicos, do que o valor da taxa de juros. Além disso, o impacto dos efeitos da política monetária sobre a atividade econômica é mais lento do que os efeitos da política fiscal, pois esses são imediatos.

Essa escola utiliza o instrumental do modelo IS-LM para avaliar os efeitos das políticas macroeconômicas sobre a economia. Nesse caso, acreditam que a curva IS por ter uma baixa elasticidade de juros, possui elevada inclinação, quase vertical, o que significa que para a política monetária afetar os investimentos é necessário uma redução muito grande na taxa de juros, situação em que apenas a política fiscal poderá gerar impactos positivos sobre o produto.

Partindo dessa compreensão, os Neokeynesianos acreditam também que a curva LM possui elevada elasticidade da demanda por moeda com relação à taxa de juros, possuindo uma curva quase horizontal, ficando próxima ao caso da **armadilha de liquidez**.

Situação em que as alterações da política monetária serão ineficazes, pois não conseguiriam afetar variáveis reais na economia. Essa ineficácia seria devido à taxa de juros se encontrar num patamar muito baixo, próximo a zero, fazendo com que haja uma ultrasensibilidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros. Nessa situação, as pessoas não demandarão títulos com receio de sofrer perdas de capital, caso ocorra elevação na taxa de juros. Dessa maneira, qualquer aumento da oferta de moeda nesse cenário será retida pelos indivíduos, com o objetivo de especular.

Essa situação evidencia que, ao efetuar uma política fiscal, o deslocando da curva IS altera muito pouco a taxa de juros, a qual não causará efeitos negativos sobre a economia. Esse entendimento quanto às elasticidades das curvas IS-LM também é conhecida como “pessimismo das elasticidades”.

Partindo dessa avaliação, ressaltamos que a orientação dessa escola, quanto à aplicação da política econômica, é utilizar a política fiscal e não política monetária. No entanto, caso o uso dessa última seja necessário, ela deverá ser utilizada como uma regra de fixação da taxa de juros, deixando os agregados monetários acomodarem a demanda dos bancos por liquidez. Desse modo, ficariam garantidos os recursos para os agentes realizarem investimentos.

Escola Monetarista

A Escola Monetarista causou muita influência a partir de seu advento nas décadas de 1950 e 1960, por meio de seu maior expoente, Milton Friedman, pois se contrapôs à tese dos Neokeynesianos e defendeu que a política monetária é relevante e afeta variáveis reais da economia no curto prazo.

Seu arcabouço teórico assenta-se sobre três pilares: a taxa natural de desemprego, a curva de Phillips aceleracionista e as expectativas adaptativas. A grande orientação dada pela escola monetarista refere-se ao controle da inflação por meio do controle do estoque monetário, tendo em vista que aceita a tese de que os fenômenos inflacionários têm sempre origem em eventos monetários.

Para compreendermos a visão monetarista, vamos analisar os três aspectos que fundamentam a referida teoria, começando pela taxa natural de desemprego, a qual é determinada pelos seguintes tipos de desemprego: **friccional, estrutural e voluntário**.

Dessa maneira, podemos argumentar que a taxa natural refere-se à taxa média de desemprego na economia, sendo verificada com maior intensidade quando não são aplicados os instrumentos de uma política macroeconômica. Essa taxa natural varia ao longo do tempo e entre países.

Cabe destacar que o tamanho da taxa natural influenciará o produto potencial da economia e os salários nominais. Nesse sentido, caso o Governo decida diminuir a taxa de desemprego abaixo da taxa natural, mediante uma política de expansão monetária (aumento da oferta de moeda via compra de títulos), o desemprego reduz, contudo, é acompanhado pela elevação no nível de preços.

Assim, após essa alteração do cenário econômico, os trabalhadores verificam que apenas seu salário nominal aumentou e não o seu salário real, dado o aumento dos preços, em consequência, reveem suas expectativas, reivindicando aumento nos salários, o que leva o desemprego ao mesmo patamar de antes da expansão monetária (choque monetário).

Ao revisar os salários, os monetaristas estão considerando que os indivíduos formam suas expectativas com relação ao futuro de forma adaptativa - e isso leva em consideração os acordos trabalhistas que negociam os salários para o próximo período de tempo. Esse tipo de expectativa é formada por meio de estimativas quanto a expectativa dos preços para o próximo período, com base nos preços que vigoraram no período imediatamente anterior, conforme demonstrado pela equação 14.

O desemprego friccional refere-se ao desemprego momentâneo causado pela troca de emprego entre dois setores da economia. O desemprego estrutural é causado pelas inovações tecnológicas e o desemprego voluntário é aquele em que o trabalhador decide não trabalhar, ou seja, não procura emprego por motivos pessoais.

Equação 14: $P^E = P_{t-1}$

Em que:

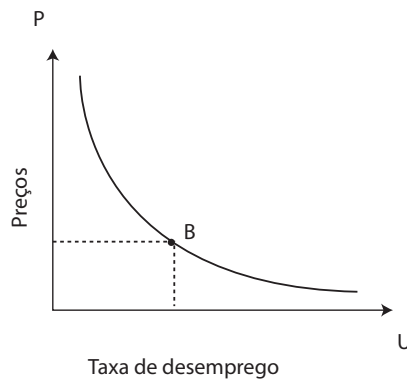
P^E = Nível de preço futuro;

P_{t-1} = Nível de preço passado.

Nesse caso, quando o Bacen decide ampliar a oferta de moeda, há um impacto nos salários nominais - aumento na procura de emprego, dado o estímulo da economia, assim como o aumento dos investimentos, que reduz o desemprego e aumenta o salário nominal – no entanto, como a economia está com sua capacidade produtiva pouco ociosa, esse aumento de demanda repercute rapidamente para os preços, o que acaba corroendo o salário real.

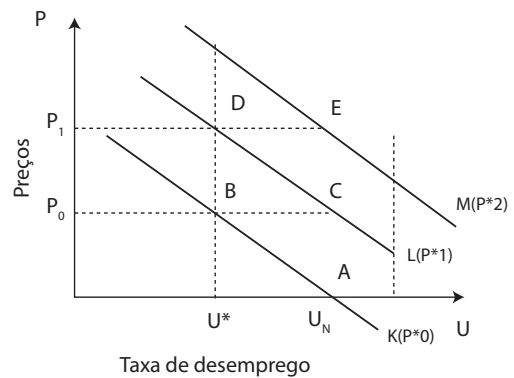
Essa situação pode ser verificada por meio das figuras que expõem, respectivamente, a Curva de Phillips, que traz o *trade-off* entre inflação e desemprego, o qual vigorou na década de 1950 e 1960, e a Curva de Phillips aceleracionista.

Figura 3.6 – Curva de Phillips



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Figura 3.7 – Curva de Phillips aceleracionista



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Na figura que apresenta a Curva de Phillips aceleracionista, não é mais observado o *trade-off* entre inflação e desemprego, o qual é verificado na Curva de Phillips. Nessa nova situação, a cada expansão monetária, a taxa de desemprego fica abaixo da taxa natural apenas momentaneamente, até acabar com a ilusão monetária por parte dos trabalhadores. Após a percepção, a curva de Phillips se desloca incorporando os novos aumentos de preços, cristalizando a inflação na economia.

Segundo Lopes e Vasconcelos (2000), a análise de Friedman quanto à curva de Phillips aceleracionista expõe que se partirmos do ponto A, em uma economia com a taxa natural de desemprego, U_N , a qual sofra uma política monetária expansionista, haverá um deslocamento da taxa de desemprego para U^* , no ponto B. Nesse ponto, o nível de preço já incorporou o aumento da demanda agregada causada pela redução do desemprego, e os trabalhadores irão demandar aumento de salário.



É neste momento que ocorre alteração da curva de Phillips de $K(P^*0)$ para $L(P^*1)$, trazendo o desemprego de volta para a taxa natural, ponto C. Quando os trabalhadores incorporam as novas expectativas de preços sobre salários, ocorre deslocamento da curva de Phillips.

1- Diz respeito à política que não é arbitrária, a qual não interfere na condução da política macroeconômica e segue uma regra de conduta consistentemente. Os monetaristas adotam esse tipo de orientação política.

2 - Refere-se à política que é arbitrária, a qual altera a condução da política conforme alteram as condições da economia. Os economistas pós-keynesianos seguem esse tipo de orientação política.

A conclusão da curva de Phillips aceleracionista é que para manter a taxa de desemprego (U^*) abaixo da taxa natural de desemprego (U_N), o Governo deve realizar constantemente políticas monetárias expansionistas, as quais contribuam para que ocorram deslocamentos da curva de Phillips, mantendo taxa de desemprego estável (taxa natural), mas agora com um nível de preços mais elevado.

Considerando essa avaliação quanto à orientação de política monetária por parte dos monetaristas, esses entendem que ela deva ser **não ativista**¹ ou não **discricionária**². Assim, apesar de defenderem a utilização de política monetária, consideram que ela não deva ser utilizada para fins acomodatórios, visando reduzir o desemprego.

Os monetaristas orientam ainda que a não intervenção será exercida mediante uma regra de crescimento da oferta de moeda, via controle de agregados monetários de 3% a 5% a.a. Para os monetaristas, a política monetária expansionista causará inflação, devido à incorporação das expectativas por parte dos trabalhadores, que faz deslocar a curva de Phillips.

Outro aspecto que leva os monetaristas a defenderem a não discricionariedade da política monetária é o fato de entenderem que ela sofre de dois tipos de defasagem, a interna e a externa. A

São os economistas responsáveis por definir e realizar as políticas macroeconômicas, no caso, a política monetária. No Brasil, estão ligados ao Conselho Monetário Nacional e ao Comitê de Política Monetária do Banco Central.

interna decorre do período de tempo que os *policymakers* levam para verificar os problemas macroeconômicos.

Já a externa refere-se ao período de tempo em que a ação de política monetária afeta as variáveis da economia. É importante destacar que, em virtude dessas defasagens, o uso discricionário da política monetária poderia gerar instabilidade macroeconômica.

Assim, para o controle da inflação, os monetaristas defendem políticas monetárias contracionistas, as quais geram desemprego. Nesse caso, sugerem que a política contracionista seja de duas naturezas: **gradual** ou de **choque**.

A política gradual considera um aperto monetário menor, fazendo com que a taxa de desemprego não aumente em demasia, mas que resulta em uma redução mais lenta da taxa de inflação. Por outro lado, a política de choque considera um aperto monetário mais intenso, causando grande desemprego, tendo como consequência uma redução mais rápida na inflação.

Escola Novo-Clássica

A escola Novo-Clássica é a base teórica que sustenta a política atual do Banco Central do Brasil, como, por exemplo, as metas de inflação e independência do Bacen. O grupo de economistas com essa visão Novo-Clássica sustenta sua tese na crença da existência de expectativas racionais por parte dos agentes econômicos, e que a política monetária não gera efeitos reais na economia, apenas em algumas situações especiais.



Em virtude dessa crença, a Escola Novo-Clássica é totalmente avessa à utilização da política monetária para fins de estimular a atividade econômica, pois seu uso representaria um risco para a inflação. Os principais representantes dessa escola são Robert Lucas e Thomas Sargent.

A defesa dessas expectativas racionais, formadas com base em todas as informações disponíveis para os agentes econômicos, é o que os diferencia dos monetaristas. Nesse caso, os agentes econômicos formam suas expectativas, “olhando para frente” (*forward-looking*) e não “para trás” (*backward-looking*), diferentemente das expectativas adaptativas.

Devido a essa forma de gerar expectativa, quando o Governo avisa e/ou os agentes antecipam que ele irá realizar uma política monetária expansionista, os agentes econômicos simplesmente refazem suas expectativas de preços, exigindo salários e preços maiores, causando apenas variações nominais.

Assim, os novos-clássicos sustentam que as expectativas são racionais, porque os indivíduos corrigem seus erros, e com expectativas adaptativas incorre-se em erros sucessivos. Também consideram o fato de os agentes econômicos possuírem conhecimento mínimo do funcionamento da economia e terem acesso amplo a informações, como ocorre em outras áreas.



Para saber se vai chover não é necessário ter amplo conhecimento de meteorologia, pois além de olhar para o céu e perceber a mudança do clima, essas informações são transmitidas por diversos meios de comunicação.

Por fim, os economistas dessa escola sustentam que caso não existam essas expectativas racionais, sairá caro para os agentes econômicos. Por exemplo, um indivíduo leva em média 15 minutos para ir ao trabalho e é informado que ocorreu um acidente no percurso com congestionamento, ele, certamente, tomará outro caminho e/ou sairá de casa mais cedo para evitar eventuais problemas.

Apesar de defenderem as expectativas racionais, os novos-clássicos admitem um certo grau de assimetria de informações na economia, e é justamente em virtude dessa assimetria que a política monetária pode gerar efeitos reais momentâneos na economia.

Um cenário em que é possível ocorrer essa situação, é quando o Bacen realiza uma expansão monetária sem avisar o mercado, o aumento de preço gerado por essa ação pode não ser discernido pelos empresários, os quais podem achar que o aumento nos preços é apenas em seu mercado, ocasionado por um aumento da demanda, e acabam ampliando a produção.



Caso o empresário soubesse que esse aumento de preço fosse geral, em virtude de um aumento na demanda agregada, ele apenas aumentaria o seu preço sem aumentar a produção.

Conforme McCallum (1989), o arcabouço teórico dos Novos-Clássicos sugere que a política monetária deva se preocupar apenas com o controle dos preços, dessa maneira, seguem os preceitos adotados pelos monetaristas, ou seja, de não discricionariedade da política monetária e maior poder ao Banco Central em busca da estabilidade da inflação. Nesse caso, sugerem a independência do Banco Central e a utilização de metas de inflação, com o objetivo de afetar as expectativas dos agentes econômicos.

Seção 4 – Condução da política monetária

A condução da política monetária é de responsabilidade do Banco Central, o qual utiliza seus instrumentos buscando atingir seus objetivos. Nesse sentido, vamos estudar os objetivos, as metas e os instrumentos de política monetária.

Objetivos da política monetária

O objetivo ou os objetivos da política monetária são no mínimo controversos, pois não há consenso entre os economistas em virtude da orientação teórica de cada um, os quais sofrem influência das escolas de pensamento econômica, refletindo na definição dos objetivos acerca da condução da política monetária.

Além disso, há as hipóteses sobre a economia levantadas em cada escola, como, por exemplo, a defesa do *trade-off* no curto prazo entre inflação e desemprego, seguindo a tradição Keynesiana, ou a existência de uma taxa natural de desemprego, de orientação Monetarista. A escolha dessas hipóteses também definirá se a política monetária será utilizada de forma discricionária, conforme orientação Keynesiana, ou com base em uma regra, de acordo com a orientação Monetarista.

Apesar das divergências, um objetivo que é consenso entre as escolas e acaba sendo o principal objetivo para um grande número de bancos centrais na atualidade é a estabilidade de nível de preços, ou o controle da inflação. O Banco Central Europeu e nos países em que o Banco Central é independente, seguem essa doutrina.

Além da estabilidade de preços, podemos incluir, ainda, outros objetivos, como: crescimento econômico, redução do desemprego, estabilidade da taxa de juros e da taxa de câmbio, fiscalização e controle do sistema financeiro. O Federal Reserve (FED), que é o Banco Central dos Estados Unidos, e o Bacen, no Brasil, seguem esses diversos objetivos.

Podemos então sintetizar os objetivos da política monetária da seguinte forma:

- Objetivo geral
 - » Estabilidade econômica, de preços e de crescimento.
- Objetivos específicos:
 - » Crescimento econômico;
 - » Redução do desemprego;

- » Controle da inflação;
- » Estabilidade da taxa de juros;
- » Estabilidade da taxa de câmbio;
- » Fiscalização e estabilidade do sistema financeiro.

É importante destacar que para atingir esses objetivos, o Bacen lança mão de seus instrumentos de política monetária, como atuação no *openmarket* e manipulação da taxa do depósito compulsório, por exemplo.

Pelo fato de esses instrumentos agirem de forma indireta sobre a economia, o Bacen utiliza metas operacionais e metas intermediárias. Essas metas têm a função de desempenhar um planejamento ou metodologia de trabalho para atingir os objetivos propostos.

Metas operacionais e intermediárias

As metas operacionais e intermediárias são utilizadas pelo Bacen em virtude de que os seus instrumentos de política monetária não possuem efeito direto/automático na economia, assim, não atingem diretamente os objetivos propostos. Essa situação é decorrente da chamada defasagem da política monetária, em que é necessário um certo período de tempo até que as políticas monetárias surtam efeitos sobre a economia.



Quando o Bacen decide aumentar a taxa de juros com o objetivo de reduzir a taxa de inflação, os efeitos não são imediatos, pois é necessário um certo tempo para os indivíduos decidirem reduzir seus gastos, direcionando para a poupança, em alguns casos, a qual reduzirá o consumo e a demanda agregada.

Da mesma forma, uma redução na taxa de juros não leva a um aumento da demanda efetiva imediatamente, pois antes disso precisa influenciar as decisões de investimentos e, por sua vez, ocorrer sua efetivação, isso pode levar alguns meses após a decisão da redução dos juros.

Sendo assim, os efeitos da política monetária demoram para se efetivar na economia, pois a mesma opera de maneira indireta. Esse período de tempo que leva para afetar a economia varia ao longo dos anos e entre países, porém, tem-se que em média os primeiros efeitos começam a ser sentidos após três meses.

Portanto, há um espaço de tempo em que o Bacen não consegue observar os efeitos totais de suas políticas sobre a economia, e para tanto necessita de uma sinalização para verificar se está no caminho certo, ou ainda, analisar se suas ações estão gerando o resultado esperado. Essa sinalização é realizada mediante metas intermediárias.

Nesse sentido, as **metas intermediárias**, representadas pela **taxa de juros de longo prazo** e pelos agregados monetários (M1, M2, M3 e M4), são indicadores que demonstram se as ações adotadas pelo Bacen estão gerando os resultados esperados e se estão no caminho certo para atingir os objetivos.

São as taxas de juros pagas pelos títulos públicos com vencimento acima de cinco anos. Elas refletem a expectativa dos investidores com relação às características da economia no futuro.



As **metas operacionais**, que são as taxas de juros de curto prazo (Selic), e as reservas bancárias referem-se às variáveis que são manipuláveis diretamente pelo Bacen no dia a dia, sendo por meio da manipulação dessas metas que é possível atingir as metas intermediárias.

Assim, podemos dizer que as metas operacionais são as de primeiro alcance, as quais são as primeiras a serem atingidas quando Bacen utiliza seus instrumentos de política monetária. É importante destacar que na passagem das metas operacionais para as intermediárias é que o multiplicador bancário opera e afeta os agregados monetários. O quadro a seguir apresenta uma síntese da estrutura da operacionalidade da política monetária.

Quadro 3.4 – Estrutura da condução da política monetária.

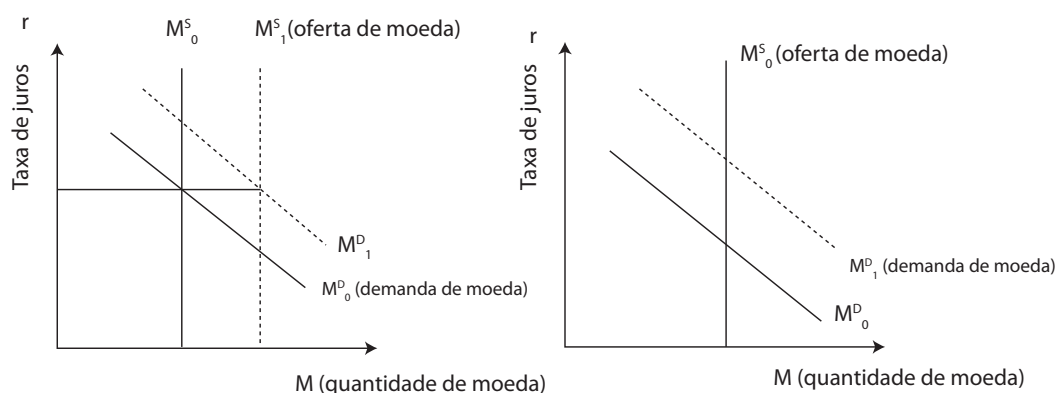
Instrumentos de Política Monetária →	Metas Operacionais →	Metas Intermediárias →	Objetivos Finais
Openmarket Compulsório	Taxa Juros Curto Prazo	Taxa Juros Longo Prazo	Controle Inflação Crescimento econômico
Redesconto			Estabilidade taxa de juros Estabilidade taxa de câmbio
Crédito direcionado Emissão de moeda	Reservas bancárias	Agregados Monetários (M1, M2, M3, M4)	Fiscalização do sistema financeiro

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos verificar no quadro anterior que ao definir seus objetivos, o Bacen traça as metas para atingi-los, então, lança mão dos instrumentos para alcançar as metas e os objetivos.

Com relação às metas intermediárias, é importante destacar que o Bacen não consegue, ao mesmo tempo, controlar as duas metas, taxas de juros e agregados monetários, em virtude da própria natureza das metas. A visualização dessa afirmação fica mais adequada analisando as figuras referentes à meta de taxa de juros e à meta de agregados monetários.

Figura 3.8 – Meta de taxa de juros Figura 3.9 – Meta de agregados monetários



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Fonte: Elaboração do autor (2012).

É possível verificar na figura referente à meta de taxa de juros que caso ocorra um aumento da demanda por moeda, resultado de uma expansão da renda nacional, as taxas de juros terão aumento.

Assim, para manter a mesma taxa de juros, o Bacen deve ampliar a oferta de moeda (de M^s_0 para M^s_1). Dessa maneira, mantendo o controle da taxa de juros, os agregados monetários acabam fluando para acomodar a fixação da taxa de juros.

Já a figura quanto às metas de agregados monetários, mostra que caso ocorra o aumento da demanda por moeda, a quantidade de moeda não muda, dado a meta de controle dos agregados monetário, fazendo com que a taxa de juros flutue. Em síntese, a variação da demanda por moeda - que ocorre via renda, taxa de juros, expectativas e inovações bancárias - gera dificuldade de manter as duas metas sob controle.



A definição/escolha de qual meta intermediária escolher dependerá, segundo Mishkin (2000), de três critérios importantes: mensurabilidade, controle e efeitos previsíveis sobre os objetivos.

A **mensurabilidade** refere-se à capacidade do Bacen em acompanhar e identificar a evolução/alteração das metas intermediárias. Por exemplo, caso o Bacen altere as reservas bancárias com o objetivo de modificar os agregados monetários, ele terá que saber como está variando os referidos agregados, para ter certeza que sua conduta está sendo adequada.

Por sua vez, não adianta o Bacen verificar/acompanhar o indicador da meta intermediária, e em certa ocasião, reconhecer que ela está se desviando da meta e não conseguir mudá-la de direção. Nesse ponto, que entra a importância do **controle** que se refere à capacidade de o Banco Central utilizar seus instrumentos para manipular/readequar as metas intermediárias.

Por fim, destacamos que não adianta o Bacen conseguir monitorar e influenciar determinada meta, se a mesma não ter a capacidade/**efeito** de afetar o objetivo final. Por exemplo, pouco vale para o banco central mensurar rápida e precisamente o preço da soja, intervindo e controlando-o, se o mesmo não resolver o problema da inflação. Nesse caso, a meta a ser escolhida deve ser capaz de afetar os objetivos propostos pelo Bacen.

Assim, considerando esses três critérios, a taxa de juros fica adequada melhor à mensurabilidade, tendo em vista que há uma defasagem de pelo menos 30 dias para averiguar as estatísticas dos agregados.

Quanto ao controle, o Bacen também possui amplo controle da taxa de juros, pois sua atuação no mercado aberto de títulos possibilita atingir com facilidade a meta de juros proposta, o que não ocorre com os agregados monetários, considerando que existe uma certa instabilidade do comportamento do multiplicador bancário, que pode fazer oscilar os agregados monetários. Contudo, mesmo com a aplicação desses dois critérios técnicos, há uma prevalência pela meta de taxa de juros.

No entanto, se por outro modo for considerado especificamente os efeitos sobre os objetivos finais da política monetária, a prevalência da taxa de juros se desfaz, pois segundo Dornbusch e Fischer (1991), a meta a ser escolhida dependerá da avaliação do comportamento/oscilação das curvas IS e LM. Nesse caso, a instabilidade dessas curvas poderá conduzir o Produto Interno Bruto (PIB) para valores bem diversos daqueles objetivados pelo Bacen.

A instabilidade da curva IS, por exemplo, pode ser afetada pelo comportamento dos investimentos com relação às expectativas dos agentes econômicos, dessa maneira, uma variação nas expectativas afetará significativamente os investimentos, implicando uma grande variação na curva IS. Já a curva LM, pode tornar-se instável pelas mudanças inesperadas da demanda por moeda.

Nesse caso, a meta a ser escolhida dependerá de qual curva oscila mais e como essa oscilação afeta o objetivo proposto. Ou seja, se a meta é um crescimento do PIB de 3%, e a curva LM é muito instável, então, com uma meta de taxa de juros, consegue chegar mais próximo desse crescimento. Caso a curva IS seja instável, então, a melhor meta que possibilita a obtenção do PIB proposto é a de controle dos agregados monetários.

Forma de utilização de metas

No que se refere à forma com que os bancos centrais utilizaram as metas nos últimos anos, percebemos uma preferência pela meta do controle de agregados monetários no período que compreende o final da década de 1950 até o início dos anos 1980, por influência, sobretudo, da doutrina monetarista.

Após esse período, uma parcela de bancos centrais passou a aplicar o controle da taxa de juros, influenciados pela instabilidade da demanda por moeda, tendo em vista as inovações tecnológicas que propiciam melhoria nos sistemas de pagamentos e o surgimento de novos produtos financeiros.

Outro elemento que influenciou o uso das metas da taxa de juros foi sua melhor operacionalização pela determinação da taxa de juros, por meio do Bacen, e atuação no *openmarket*, que proporcionaram melhor controle e visualização por parte da população/sociedade.

Por outro lado, outra parcela de bancos centrais passou a adotar metas intermediárias mais ecléticas, com alternância de metas conforme variação das condições da conjuntura econômica. Essas metas correspondem a um modelo híbrido, em que no curto prazo há uma preferência pela meta de taxa de juros e no longo prazo metas de agregados monetários.

A escolha dessa estratégia híbrida decorre dos aspectos envolvidos e apresentados anteriormente, que não demonstram vantagem absoluta para a utilização de uma das metas isoladamente.



Embora exista essa discussão entre qual a meta mais adequada para conduzir a política monetária, o fato que importa é o alcance dos objetivos finais. Assim, a melhor meta é aquela que possibilita atingir o objetivo final, nesse caso, as alternâncias de metas de curto e longo prazo possuem esse êxito.

É importante observar que uma meta alternativa de política monetária que vem ganhando destaque no cenário econômico mundial, a partir da década de 1990, tendo como precursores o Reino Unido, Canadá e a Nova Zelândia, são as metas de inflação, as quais são definidas pelo Banco Central e divulgadas para o público, tendo como principal instrumento a manipulação das taxas de juros.

O Brasil passou a adotar essa política desde 1999, tendo o Comitê de Política Monetária (Copom) como o órgão responsável por avaliar as condições macroeconômicas e definir a meta de taxa de juros para a economia.

A definição da taxa de juros

A definição da taxa de juros é realizada pelo mercado monetário por meio da interação das forças de oferta e demanda por moeda. O Bacen tem um papel importante, pois pode influenciar a taxa de juros via instrumentos de política monetária.

O Comitê de Política Monetária

O Copom foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes de implementação da política monetária e definir a meta de taxa de juros no Brasil. Essa definição, na verdade, é referente à meta Selic, que passa a vigorar no período entre reuniões do Copom e tem o intuito de avaliar e controlar a inflação, mediante políticas de metas de inflação.

Esse comitê é composto por oito membros da diretoria colegiada do Bacen e o seu presidente, com direito a voto, os demais chefes de departamentos internos do Bacen não têm direito a voto. As reuniões acontecem a cada 45 dias, totalizando oito reuniões ordinárias por ano.

Na primeira parte da reunião é feita uma análise de conjuntura como, por exemplo, índices de preços, tendências de inflação, nível de atividade, evolução dos agregados monetários, finanças públicas, balanço patrimonial (BA), ambiente externo, mercado

de câmbio, mercado bancário, *openmarket*, já na segunda parte são apresentadas propostas para a meta da taxa de juros.

As definições dessa reunião são relatadas em Ata, disponibilizada na semana seguinte, que acaba sendo um documento importante para o mercado, pois apresenta o diagnóstico do Bacen sobre a economia e as possíveis ações do Governo para afetar as variáveis macroeconômicas.

A criação do Copom visou a dar maior transparência às ações do Bacen e um fluxo adequado para o processo de decisão da taxa de juros, também criou a prerrogativa do presidente do Bacen de alterar a taxa de juros a qualquer momento, antes da próxima reunião, assim se houver uma necessidade “de alta”, o presidente poderá aumentar a taxa de juros.

Função reação do Banco Central: regra de Taylor

Para definir a taxa de juros, os bancos centrais se valem da Regra de Taylor, proposta pelo economista John B. Taylor, em 1993, chamada de função-reação do Banco Central. Essa regra acaba sendo um guia para definir a taxa de juros da economia, no entanto, não pode ser usada de forma mecânica, visto que precisa considerar outras variáveis e a conjuntura atual.

A fórmula, exposta pela equação 15, leva em consideração três aspectos da economia, a diferença entre a inflação atual (ou esperada) e a meta de inflação proposta pelo Banco Central; o hiato do produto, que é a diferença entre o produto potencial e o produto efetivo (PIB atual), e a estimativa da taxa de juros de equilíbrio (taxa de juros de longo prazo).

Equação 15:

$$i_t = \pi_t + \alpha_1(Y_t - Y^*) + \alpha_2(\pi_t - \pi^*) + r^*$$

Em que:

Y_t = PIB corrente;

π_t = Inflação presente;

r^* = Taxa juros real de equilíbrio;

Y^* = PIB potencial;

π^* = Meta inflação;

α_1 e α_2 = Coeficientes.

Os coeficientes (α_1 e α_2) expressos na equação referem-se ao impacto histórico das diferenças consideradas entre o hiato do produto e a diferença entre inflação esperada e meta de inflação sobre a economia, ou parâmetros dos dois componentes sobre a definição da taxa de juros.

Esses coeficientes são obtidos mediante estudos econométricos e variam de economia para economia, embora Taylor sugira para cada coeficiente o valor de 0,5, em virtude de testes econométricos realizados.



Considere para um determinado ano, que a inflação esperada seja 6%, a meta de inflação de 4,5%, a variação do produto potencial de 2% e do produto efetivo de 1,52%, uma taxa de juros de equilíbrio de 6,5%, e pesos de 0,5. Então, aplicando esses valores na equação 15, teríamos uma taxa de juros a ser determinada de 13%.

No caso brasileiro, o Bacen utiliza uma fórmula muito semelhante a equação 15, no entanto, inseriu nela a variação da taxa de câmbio.

Seção 5 – Mecanismos de transmissão de política monetária

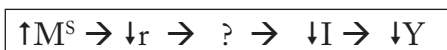
Os mecanismos de transmissão de política monetária correspondem aos caminhos percorridos por ela desde a decisão de realizar uma ação de política pelas autoridades monetárias até o seu desfecho na atividade econômica. Esses caminhos são conhecidos por canais de transmissão, sendo eles o canal tradicional da taxa de juros, os canais de crédito, o canal da taxa de câmbio e o canal do preço das ações.

O canal tradicional da taxa de juros

A figura na sequência demonstra o caminho tradicional da política monetária, em que após o choque de um aumento da oferta de moeda ($\uparrow M^S$), há uma redução na taxa de juros ($\downarrow r$), estimulando os investimentos ($\uparrow I$).

Os investimentos, que compõem a demanda efetiva, acabam impactando positivamente no PIB ($\uparrow Y$). Porém, há uma “caixa-preta” (indefinição), representada pelo ponto de interrogação “?”, entre a redução da taxa de juros e o aumento dos investimentos, que é justamente o entendimento dessa indefinição que vamos estudar agora.

Figura 3.10 – Canal da taxa de juros de transmissão da política monetária



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Segundo Meltzer (1995), o ponto de interrogação na figura, ou os mecanismos de transmissão da política monetária, pode ser explicado por algumas variáveis, como: expectativas e comportamento dos agentes, consumidores e empresários, comportamento dos bancos e de investidores estrangeiros.

Nesse sentido, além do canal tradicional da política monetária ou canal da taxa de juros, explicitado na figura anterior, podemos identificar mais três canais pelos quais a política monetária exerce sua influência, sendo que o estudo sobre tais canais advém da crítica sobre o modelo IS-LM tradicional, o qual focaliza sua atenção somente na taxa de juros, embora existam outros preços na economia, como: ações, câmbio e imóveis.

Canais de crédito

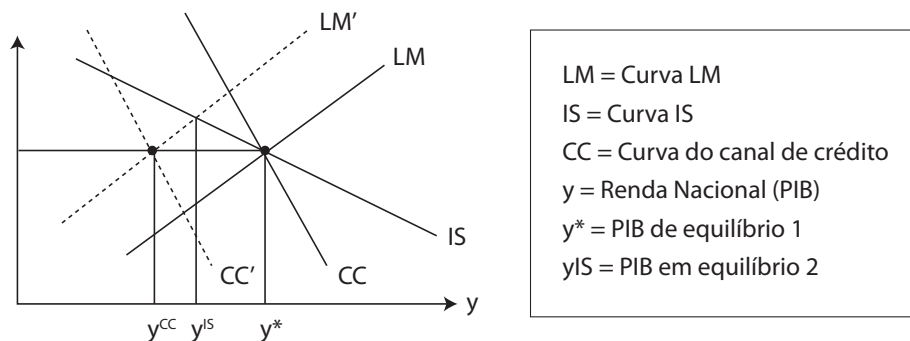
Os canais de crédito surgem a partir do estudo do comportamento dos bancos na economia, estimulados pela análise da **assimetria de informação**, e da compreensão quanto a sua importância na intermediação de recursos para financiar investimentos e consumo. Partindo desses estudos, percebeu-se que não é a taxa de juros dos

títulos públicos (Selic) que afeta os investimentos, mas sim a taxa de juros cobrada pelos bancos (*spread*).

Um dos trabalhos nesta área é o de Stiglitz e Greenwald (2003), os quais afirmam que a aversão ao risco pelos bancos os induzem a tomar uma posição defensiva num ambiente de política monetária restritiva, ocasionando uma redução na oferta de crédito, que passa a ser canalizado para empresas com melhor situação financeira. Essa redução nas operações de crédito pode gerar uma contração no nível de investimentos, resultando numa ampliação dos efeitos recessivos da política monetária.

O estudo de Bernanke e Blinder (1988) amplia essa abordagem, sugerindo uma alteração na análise do modelo IS-LM tradicional, incorporando mais um ativo no mercado monetário, ou seja, além da moeda e título, o modelo passaria a contabilizar também o crédito, inserindo, desta forma, a curva canal de crédito (CC), conforme a figura a seguir.

Figura 3.11- Modelo IS-LM com a curva CC



Fonte: Bernanke e Blinder (1988).

Observamos na figura anterior o efeito amplificador do setor bancário sobre a renda, em que dado um produto de equilíbrio inicial, disposto em y^* , a contração da oferta monetária induz à elevação da taxa de juros, alterando a curva LM para a esquerda.

Observamos, ainda, que sem a curva CC, o PIB cairia para y^{IS} , ponto de intersecção da curva IS com a nova curva LM' , porém, em virtude do deslocamento da curva CC para esquerda, redução da oferta de crédito por parte dos bancos, resulta num efeito recessivo maior, em que o PIB fica em y^{CC} , com queda no nível de investimento.

Diante desse contexto, verificamos que com o canal de crédito, os bancos possuem uma participação específica no aprofundamento do ciclo de negócios. Ou de outra maneira, com o referido canal, os efeitos da política monetária tornam-se mais expansivos do que os verificados pela curva LM isoladamente.

A teoria do canal de crédito pode ser melhor compreendida quando analisamos a interpretação que os bancos fazem da economia dentro de um contexto de política monetária restritiva. Em um ambiente recessivo, a rentabilidade dos negócios diminui, o que gera maiores dificuldades para o fluxo de caixa das empresas. Essa situação aumenta o risco para a concessão de empréstimo por parte dos bancos, levando à redução da oferta de crédito.

Nessa conjuntura, agravam-se os problemas com assimetria de informações, sendo que a redução do crédito não necessariamente induz os bancos a elevarem suas taxas de juros, mas devido à redução de empréstimos, também conhecido como racionamento de crédito, diminui a capacidade de novos investimentos por parte do setor produtivo.

Esse comportamento dos bancos origina os dois canais de crédito, pelos quais amplifica os efeitos da política monetária, sendo eles o canal do balanço patrimonial ou acelerador financeiro e o canal de empréstimo bancário.

Canal do balanço patrimonial ou acelerador financeiro

O canal do balanço patrimonial reflete a posição financeira e patrimonial de uma empresa. Nesse sentido, empresas que possuem uma boa saúde financeira, representada por índices financeiros como, boa liquidez, baixo índice de endividamento e boa situação patrimonial, serão mais propensas a receber crédito, bem como receber taxas de juros menores.

O principal motivo dessa propensão está na possibilidade das referidas empresas alocarem maior quantidade de seu capital no negócio, bem como maior potencial de oferecer garantias, o que representa menor risco para os bancos. Por outro lado, caso as empresas não possuam situação favorável em seu BP, sofrerão restrição de crédito, comprometendo seu capital de giro.

O canal do BP gera efeitos diretos e indiretos sobre as empresas. O efeito direto relaciona-se ao fato de que uma política monetária restritiva, que torna os empréstimos bancários mais caros, resulta em uma redução do fluxo de caixa da empresa, a qual pagará juros maiores para seu capital de giro, por exemplo, reduzindo sua rentabilidade.

Outra situação, é que o aumento da taxa de juros pode refletir uma redução do valor de mercado da empresa, por exemplo, queda nos preços de suas ações, o que reduzirá seu patrimônio. A figura a seguir resume o caminho do efeito direto do canal BP, até influenciar a renda.

Figura 3.12 – Efeito direto do canal do balanço patrimonial (canais de crédito) de transmissão da política monetária



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos verificar que a redução da oferta de crédito ($\downarrow M^S$) induz ao aumento na taxa de juros ($\uparrow r$), levando à contração da atividade econômica, reduzindo a lucratividade da empresa e o seu patrimônio ($\downarrow \text{patrimônio}$). Com essa conjuntura, amplia os riscos para os bancos ($\uparrow \text{assimetria informação}$), os quais reduzem a oferta de crédito ($\downarrow \text{crédito}$), contribuindo para a queda nos investimentos ($\downarrow I$) e a uma ampliação na queda na atividade econômica ($\downarrow Y$).

No que se refere ao efeito indireto do canal BP, corresponde ao efeito da política monetária sobre o faturamento da empresa, ou seja, como ocorre redução da Demanda Agregada (DA), haverá redução nas vendas, bem como atrasos no recebimento, levando a uma maior necessidade de capital de giro. Nesse momento que a empresa necessita de maior volume de capital de giro, ele está mais caro. A figura na sequência ilustra o efeito indireto.

Figura 3. 13 – Efeito indireto do canal do balanço patrimonial (canais de crédito) de transmissão da política monetária



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Nesse caso, verificamos que a redução da oferta de crédito ($\downarrow M^S$) induz ao aumento na taxa de juros ($\uparrow r$), o que leva a uma contração da atividade econômica, reduzindo as vendas da empresa (\downarrow fluxo de caixa). Com menor faturamento, amplia os riscos para os bancos (\uparrow assimetria informação) e esses reduzem a oferta de crédito (\downarrow crédito), a qual contribui para a queda nos investimentos ($\downarrow I$) e a uma ampliação na queda na atividade econômica ($\downarrow Y$).

Observe que nos dois canais do BP, direto e indireto, a contração da oferta de moeda afeta a situação patrimonial ou de caixa da empresa, resultando em maiores riscos na avaliação dos bancos, aumento da assimetria de informações, racionalizando o crédito.

Canal de empréstimo bancário

O canal de empréstimo bancário está relacionado com a redução da capacidade dos bancos ofertarem crédito. Assim, o aumento da taxa de juros pode reduzir a captação de depósitos pelos bancos – devido à possibilidade de os indivíduos poderem substituir depósitos por títulos do governo – influenciando na elevação da taxa de juros a ser oferecida para captar depósitos.

De outra forma, caso ocorrer um aumento no compulsório, as reservas à disposição dos bancos diminuirão, fazendo com que reduza a oferta de empréstimos. Nas duas situações reduzem-se as disponibilidades dos bancos, bem como se eleva a taxa a ser cobrada pelos empréstimos (*spread*). A figura a seguir resume esse caminho.

Figura 3.14 – Canal do empréstimo bancário de transmissão da política monetária

$\downarrow M^S \rightarrow \uparrow r \rightarrow \downarrow \text{res. bancárias} \rightarrow \uparrow \text{spread} \rightarrow \uparrow \text{ass. informação} \rightarrow \downarrow \text{crédito} \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$

Fonte: Elaboração do autor (2012).

É possível observarmos que a redução da oferta de moeda ($\downarrow M^S$) induz ao aumento na taxa de juros ($\uparrow r$), o que leva a uma migração das reservas dos bancos para títulos públicos, sobrando menos recursos (\downarrow res. bancárias) para empréstimo, encarecendo o crédito (\uparrow spread).

Com o aumento do *spread*, ampliam-se os riscos para os bancos (↑ass. informação) e reduz sua oferta de crédito (↓crédito). A queda no crédito contribui para a queda nos investimentos (↓I) e a uma ampliação na queda na atividade econômica (↓Y).

Efeitos de políticas realizadas pelo Bacen

A elevação da taxa Selic pelo Bacen pode levar a uma redução da capacidade de empréstimo dos bancos, podendo gerar um **efeito riqueza** negativo e **efeito substituição** positivo. O efeito riqueza negativo refere-se ao fato de que como parte do portfólio do banco é a posse de uma determinada quantidade e títulos, assim o aumento da taxa de juros faz reduzir o valor de mercado dos títulos, reduzindo o patrimônio dos bancos.

Já o efeito substituição positivo, refere-se à possibilidade de os bancos migrarem mais recursos para os títulos do Governo, já que aumenta sua atratividade. Outro fator que contribui para gerar esse efeito, é que dado um cenário econômico mais recessivo, em virtude do aumento da taxa de juros, o risco das operações de crédito se eleva, e os bancos preferirão aplicar em títulos públicos, os quais possuem menor risco e no momento ficam mais atrativos.

Sobrinho (2003) resume essa teoria do canal de crédito em quatro aspectos: a) a assimetria de informações é a fonte para a existência desta teoria; b) o canal de crédito é uma fonte adicional de propagação dos choques macroeconômicos; c) a eficácia da política monetária é influenciada pelo canal de crédito; d) existe relação direta entre canal de crédito, estrutura financeira e flutuações econômicas.

Canal da taxa de câmbio

Com a liberalização comercial e a adoção de regimes cambiais flutuantes, a taxa de juros tem um poder adicional, pois além de influenciar os investimentos, altera a taxa de câmbio, a qual interfere na posição do balanço de pagamentos dos países. A próxima figura ilustra esse cenário.

Figura 3.15 – Canal da taxa de câmbio de transmissão da política monetária

$$\downarrow M^s \rightarrow \uparrow r \rightarrow \uparrow E \rightarrow \downarrow X \rightarrow \downarrow Y$$

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Na figura apresentada, percebemos que uma política monetária restritiva, que reduz a oferta de moeda ($\downarrow M^s$), conduz para a elevação da taxa de juros ($\uparrow r$). Com a taxa de juros maior, o país atrai maior volume de capitais estrangeiros ($\uparrow E$), que acaba forçando a valorização do câmbio ($\uparrow E$). O câmbio valorizado influencia negativamente as exportações ($\downarrow X$), gerando *déficits* na balança comercial, reduzindo a renda agregada ($\downarrow Y$).

Canal do preço de ativos

Alguns autores entendem que o processo de transmissão monetária inicia no mercado de ativos. Esse entendimento é confirmado por suas pesquisas, as quais apontam que na maioria dos países que enfrentaram recessões profundas no início dos 1990, como, por exemplo, Japão, Suécia, EUA, Inglaterra, Austrália e Alemanha, ocorreu primeiro uma queda no preço das ações e somente depois no produto. Esse canal pode ser dividido em duas análises: a) teoria do “q” de Tobin; b) efeito riqueza.

O canal do preço de ativos via teoria do “q” de Tobin

A teoria de Tobin afirma que o “q” é o valor de mercado da empresa, preço de suas ações, dividido pelo custo de reposição de seu capital, assim, se “q” for um valor alto, significa que a empresa está valorizada, e com um pequeno lançamento de ações no mercado poderá realizar novos investimentos, sendo que o contrário também é verdadeiro, conforme mostra a figura a seguir.

Figura 3.16 – Canal do preço de ativos via teoria do “q” de Tobin de transmissão da política monetária

$$\downarrow M^s \rightarrow \uparrow r \rightarrow \downarrow P_e \rightarrow \downarrow q \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Nesse aspecto, conforme a figura anterior, uma política monetária restritiva afeta o valor das ações em três direções: a) a redução da quantidade de moeda pelos indivíduos diminui sua capacidade de recursos para aplicar no mercado acionário; b) com uma taxa de juros mais elevada, os títulos do governo tornam-se mais atrativos, passando a concorrer com as ações; e, c) a natureza restritiva da política, resulta em um indicativo de menor rentabilidade para empresa, e, por conseguinte, menor dividendos.

Todos esses fatores contribuem para reduzir a demanda por ações, levando a uma redução de seus preços ($\downarrow P_e$), o que diminui o “q” e sua possibilidade de realizar novos investimentos. À medida que a empresa reduz suas possibilidades de captar recursos no mercado de capitais, diminui sua capacidade de investimento, influenciando negativamente na economia.

O canal do preço de ativos via efeito riqueza

O efeito riqueza chega da interpretação da teoria do ciclo de vida de Modigliani, o qual identifica que o consumo é resultado da renda permanente de toda a vida do indivíduo, incluindo, além de salários, o estoque de título/ações e patrimônio, e não da renda transitória que o indivíduo recebe a cada ano.

Figura 3.17 – Canal do preço de ativos via efeito riqueza de transmissão da política monetária

$$\downarrow M^s \rightarrow \uparrow r \rightarrow \downarrow P_e \rightarrow \downarrow W \rightarrow \downarrow C \rightarrow \downarrow Y$$

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Nesta figura, como existe ações no portfólio da riqueza dos indivíduos e um aperto monetário que gera a redução de seu preço ($\downarrow P_e$), conforme mencionado na análise do canal do preço de ativos via teoria do “q” de Tobin, ocorre a redução da riqueza do indivíduo ($\downarrow W$), isso resulta em uma diminuição do seu consumo ($\downarrow C$), influenciando negativamente na renda nacional.

Dessa maneira, percebemos que os efeitos da política monetária interferem diretamente na riqueza dos indivíduos e por meio dessa irradia impactos sobre os demais fatores da demanda agregada, como consumo e investimentos.



Síntese

Neste estudo, você analisou a evolução da teoria que envolve a demanda por moeda e verificou que ela é motivada basicamente por três fatores: transacional, precaucional e para especulação. Verificou ainda, que a demanda por moeda é uma função negativa da taxa de juros e positiva da renda, resultando em uma curva de demanda por moeda negativamente inclinada.

Estudou os três componentes que contribuem para a variação do estoque monetário na economia e constatou que a base monetária acaba sendo influenciada pelo multiplicador monetário, ampliando os meios de pagamento na economia, sendo que para controlar seu efeito, o Banco Central lança mão de seus instrumentos de política monetária.

Você identificou as principais vertentes teóricas que abarcam a política monetária, sendo elas a keynesiana, pós-keynesiana - nekeynesiana, monetarista, e novo-clássico, e entendeu que, dependendo da concepção teórica, a forma de conduzir a política monetária será diferente.

Você estudou que a condução da política monetária é realizada por meio da definição de objetivos, metas intermediárias e operacionais e instrumentos de política, também analisou a forma de determinação da meta de taxa de juros para economia em âmbito do Banco Central Brasileiro.

E, por fim, analisou os caminhos percorridos pela ação da política monetária, até atingir seus objetivos, os quais são conhecidos como canais de transmissão da política, e estudou um arcabouço teórico importante para garantir uma compreensão global da política monetária.



Atividades de autoavaliação

1) A partir de nossos estudos, descreva de que forma é feita a oferta de moeda na economia?

2) Com base no conteúdo estudado, identifique qual a inovação que Keynes introduziu na teoria da demanda por moeda. Justifique sua resposta.

3) Apresente, de acordo com nossos estudos, as principais diferenças existentes entre as três modalidades da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM).

4) Diante do conteúdo estudado, descreva o que Tobin e Baumol acrescentam à teoria da demanda por moeda.

5) Apresente, segundo nossos estudos, as diferenças entre os “velhos” e os “pós-keynesianos”, no que se refere à eficácia da política monetária.

6) Na tese dos pós-keynesianos são apresentadas duas esferas em que a moeda circula (industrial e financeira). Sendo assim, disserte sobre a inter-relação dessas esferas/circuitos e o impacto sobre a eficácia da política monetária, considerando impactos sobre o produto.

7) A partir dos conhecimentos adquiridos em nossos estudos, descreva como os "monetaristas" enxergam a política monetária, em termos de eficácia, e como os *policymakers* devem conduzir a referida política.

8) A partir de seus conhecimentos, diferencie as expectativas adaptativas das racionais e descreva qual o impacto das expectativas racionais sobre a condução da política monetária.

9) Descreva qual a relação existente entre a atuação dos bancos e os mecanismos de transmissão de política monetária.

10) Qual a função da regra de Taylor para a condução da política monetária?

11) Com relação à operacionalidade da política monetária, apresente os dois tipos de metas intermediárias e discuta o motivo de essas metas não poderem ser utilizadas conjuntamente.

12) Explique por que a curva de Phillips é vertical no longo prazo.



Saiba mais

CARVALHO, F.J.C. *et alii*. **Economia Monetária e Financeira:** teoria e política. 2ª ed. RJ: Elsevier, 2007.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. 5ª ed., São Paulo, Saraiva, 2005.

Moeda e inflação



Objetivos de aprendizagem

- Estudar os principais conceitos e tipos de inflação.
- Compreender o fenômeno da inflação e seus custos para a sociedade.
- Entender as causas da inflação.
- Estudar as políticas de estabilização econômica.
- Apresentar o regime de metas de inflação.



Seções de estudo

Seção 1 Conceito e tipos de inflação

Seção 2 Causas e políticas de combate à inflação

Seção 3 O regime de metas de inflação



Para início de estudo

Neste estudo, você compreenderá o fenômeno da inflação, que é um dos temas mais instigantes que envolvem a economia monetária, visto que o processo inflacionário é um dos grandes problemas que assolam a economia de um país. Estudará também os seis principais danos causados pela inflação.

Conhecerá os tipos de inflação e como um processo inflacionário surge na economia, compreenderá também quais são as políticas de estabilização que os bancos centrais utilizam para por fim à inflação de um país.

Por fim, verá o regime de metas de inflação, que é um dos principais mecanismos de controle inflacionário utilizados no mundo, e vem sendo adotado pelo Brasil desde o ano de 1999.

Seção 1 – Conceito e tipos de inflação

O estudo dos conceitos e tipos de inflação é fundamental para a elaboração e execução de políticas econômicas de estabilização de preços em uma economia, visando a combater/minimizar os efeitos negativos que a inflação causa em nosso ambiente econômico.

O que é inflação?

Inflação é o processo referente à alta **generalizada e persistente** do nível de preços da economia. Essa definição é simples, contudo, precisamos clarear bem alguns conceitos, por exemplo, para que ocorra inflação, todos os preços da economia, na média, devem estar sofrendo uma elevação, por isso, o termo “generalizada”.

Sendo assim, em caso, por exemplo, de apenas os preços da gasolina e do feijão aumentarem, não é considerado inflação, pois há apenas uma correção de preços em seus mercados específicos. Por outro lado, se o aumento do preço da gasolina ocasionar o aumento no preço dos demais produtos, generalizando-se para toda a economia, podemos considerar que há inflação.

O termo persistente refere-se ao fato que em uma economia somente é considerada inflacionária quando o aumento do nível geral de preços for constante no tempo, e em um período de pelo menos 12 meses estiverem aumentando e de forma intensa. Por outro lado, uma economia pode não ser inflacionária, mas apresentar inflação em alguns meses, ou apresentar uma taxa de inflação anual em patamares baixos.



Considere as seguintes taxas de inflação, janeiro (0,8%), fevereiro (1,0%), março (0,5%), abril (0,75%) e maio (-0,2%). De janeiro a fevereiro houve acréscimo dos preços, portanto, inflação. De fevereiro a março, a taxa de inflação foi decrescente, ocorrendo uma desinflação. Já de abril a maio, a taxa de inflação foi negativa, configurando-se uma deflação.

Cabe destacar que por mais que a inflação cause danos para a sociedade, as economias sempre conviveram com o aumento de preços, sendo essas elevações consideradas normais, até um limite de 10% ao ano, pois denotam o crescimento da economia, o qual geralmente é impulsionado pela demanda agregada que, nesse caso, não é acompanhada pela oferta agregada que cresce de forma mais lenta que a demanda, induzindo a alta dos preços.

Já o inverso da inflação, a deflação, que é caracterizada pela queda generalizada e persistente no nível de preços, sendo um indicador de que a economia está sofrendo uma recessão. Nesse caso, podemos considerar que um aumento no nível de preços de forma amena e controlada é melhor que uma deflação.

A inflação é medida pelos índices de preços, os quais têm metodologia de cálculo muito próxima, e é por isso que não se diferem muito. No Brasil, temos seis índices principais, calculados por institutos de pesquisas, cujas principais características estão resumidas e apresentadas no quadro a seguir.

Quadro 1.1 – Índices de preços no Brasil

Instituto	Índice	Índices Componentes	Faixa de Renda	Área de Abrangência	Coleta	Divulgação	Início da Série
IBGE	IPCA	não há	1 a 40 SM	11 maiores Regiões Metropolitanas	Dia 01 ao dia 30 do mês de referência	Até o dia 15 do mês subsequente	1979
	INPC		1 a 8 SM				
FGV	IGP-10	IPA IPC INCC	1 a 33 SM	12 maiores Regiões Metropolitanas	Dia 11 do mês anterior ao dia 10 do mês de referência	Até o dia 20 do mês subsequente	1994
	IGP-M	IPA IPC INCC			Dia 21 do mês anterior ao dia 20 do mês de referência	Até o dia 30 do mês de referência	1989
	IGP-DI	IPA IPC INCC			Dia 01 ao dia 30 do mês de referência	Até o dia 10 do mês subsequente	1944
FIPE - USP	IPC	não há	1 a 20 SM	Município de São Paulo	Dia 01 ao dia 30 do mês de referência	Até o dia 10 do mês subsequente	1939
ICV - DIEESE	ICV	não há	1 a 30 SM	Município de São Paulo	Dia 01 ao dia 30 do mês de referência	Até o dia 10 do mês subsequente	1959

Fonte: Adaptação do Banco Central, (2012).

As principais diferenças entre os índices de preços consistem na região pesquisada, embora a grande maioria se concentre nas regiões metropolitanas do país; e na determinação da classe de consumo, a qual indicará a proporção de bens na cesta de produtos.

Por exemplo, famílias que possuem renda entre um a oito salários mínimos direcionam maior parcela de sua renda para consumo de alimentos. Já famílias de um a 40 salários mínimos podem direcionar maior parcela para educação.

Os custos ou problemas causados pela inflação

Um dos principais objetivos da política monetária é o controle do nível de preços, para o qual o Governo dedica uma agenda significativa de ações para atingir uma taxa de inflação baixa. Essa preocupação denota que a inflação causa sérios danos para a sociedade, principalmente aqueles relacionados à economia.

Neste sentido, apresentamos, na sequência, seis problemas inflacionários relacionados à economia, os quais são conhecidos como custos da inflação.

a) Perda do poder aquisitivo: também chamado de imposto inflacionário, é um dos principais males causados pela inflação e talvez o mais perceptível para a população em geral. Essa perda refere-se a uma economia que convive com a elevação do nível de preços sem o correspondente aumento da renda de um indivíduo, isso faz com que ele consiga adquirir uma gama menor de produtos e, nesse caso, acaba ficando mais pobre.



Se um indivíduo no início do ano recebe um salário de \$ 1.000 e consegue comprar 10 cestas básicas, considerando que cada cesta básica custe \$ 100, no final do ano, ao observar uma inflação de 10%, mantendo o mesmo salário, só conseguirá adquirir no máximo 9 cestas básicas ($10\% \times \$100 = 110$, $\times 9 = \$990$).

Essa cesta básica a menos que o indivíduo não adquiriu diz respeito à perda do poder aquisitivo ou imposto inflacionário que surge do descasamento do aumento entre preços e salários. Caso a inflação fosse de 10% e os salários aumentassem na mesma proporção, não haveria perda do poder aquisitivo. Na realidade, os preços acabam subindo mais depressa que os salários, pois esses geralmente são determinados por lei, no caso do salário mínimo, ou por acordos trabalhistas, entre sindicatos e patrões.

Uma das formas de se proteger dos efeitos da inflação é depositar parte do salário em um banco, fazendo uma aplicação financeira que rende juros. Nesse caso, para haver proteção, os juros devem ser, no mínimo, na mesma proporção que a inflação. No entanto, as famílias de baixa renda, pelo fato de não conseguirem fazer sobrar dinheiro para poupar, ou ainda, porque muitas vezes não têm acesso à rede bancária, acabam sofrendo mais com a inflação, ou tendo uma maior perda do poder aquisitivo.

Desse modo, podemos verificar que a inflação deixa os indivíduos mais pobres, caso não consigam se proteger, seja pelo reajuste dos salários, seja via aplicação financeira, sendo a perda do poder aquisitivo o grande problema causado pela inflação.

Essa ação pela defesa da renda contra a inflação também é conhecida como conflito distributivo, que é a disputa entre trabalhadores pelo reajuste de salários de um lado, e empresários de outro, buscando reajustar apenas os preços de seus produtos. Nos momentos de inflação elevada, geralmente o Governo é chamado para intervir nesse conflito, e nem sempre as duas partes saem ganhando.

b) Desorganização do mercado financeiro: outro problema grave causado pela inflação é a perda do dinamismo econômico do país, que ocasiona a queda do crescimento econômico. Esse baixo crescimento é resultado, por um lado, da baixa capacidade do sistema financeiro em prover recursos para investimentos.

Esse cenário ocorre na medida em que as taxas reais de juros - taxa de juros nominal menos a inflação - não se mantêm atrativas para os bancos, resultando em uma redução de sua oferta de crédito, decorrente do risco das taxas de juros tornarem-se negativas e da dificuldade de se prever a inflação futura, para a realização de financiamentos de longo prazo, que é um caso característico para financiamento de investimentos - máquinas, equipamentos e construção civil -. Com baixa oferta de crédito, menor será a possibilidade da realização de investimentos na economia.

Outra dificuldade enfrentada pelo sistema financeiro, neste caso, é a baixa captação de recursos, pois os indivíduos preferem aplicar seu dinheiro em bens imóveis a aplicar em ativos financeiros, com o mesmo temor de que a taxa de juros não seja suficiente para cobrir a inflação.

Frequentemente, em casos de inflação elevada, o sistema financeiro busca formas de se proteger, atrelando à taxa de juros nominal, a um indexador, seja um índice de preços, seja a variação cambial. Esse fenômeno é conhecido como indexação e por **correção monetária**.

c) Baixa capacidade de previsão dos agentes econômicos: esse fator está relacionado à queda dos investimentos na economia que, conseqüentemente, contribui para a redução do crescimento econômico, pois os referidos investimentos dependem das expectativas futuras sobre as taxas de retorno do negócio, que

Consiste na aplicação de um índice de preços para o reajustamento periódico do valor nominal de ativos financeiros, o qual tem por objetivo compensar a desvalorização da moeda. No Brasil, teve início em 1964 e terminou em 1994. Em outras palavras, é a indexação oficial da inflação, imposta pelo Governo, a um preço de um bem ou serviço.

em períodos inflacionários ficam prejudicadas, em virtude da instabilidade de preços dos produtos, receita do investimento, preço dos insumos e custo de produção.

Sem possibilidade de realizar bons prognósticos, a redução dos investimentos é automática, visto que em períodos de inflação elevada, os agentes econômicos possuem preferência por aplicar os recursos em ativos financeiros, os quais pagam juros maiores que a inflação, e/ou adquirir bens imóveis, a investir em novos negócios.

Nesse sentido, a baixa capacidade de previsão, em conjunto com a desorganização do mercado financeiro, explica como a inflação acarreta uma queda da atividade econômica, motivada pela queda dos investimentos. Nessa perspectiva, para um país que aspira a crescer, deve, primeiramente, controlar o nível de preços.

d) Déficits no Balanço de Pagamentos (BP): a alta dos preços pode prejudicar o balanço de pagamentos de um país, no entanto, esse dano somente é causado em economias que possuem regimes de câmbio fixo, visto que quando os preços se elevam internamente, mantendo a taxa de câmbio inalterada, os produtos internos tornam-se mais caros, comparados com os produtos estrangeiros, o que resulta em um aumento das importações e perda de reservas cambiais.

Em economias que possuem câmbio fixo e enfrentam inflação, o governo acaba interferindo constantemente no câmbio, desvalorizando-o, para manter a competitividade de seus produtos, porém, ao intervir constantemente no câmbio, os benefícios do câmbio fixo se perdem.

e) Dificuldades de financiamento do setor público: quando uma economia convive com alta do nível de preços, o governo acaba sendo prejudicado, pois há uma redução em sua arrecadação, conhecida como efeito **Oliveira-Tanzi**, em homenagem aos dois economistas que analisaram esse efeito na década de 1980, Vito Tanzi e Júlio Oliveira.

Essa queda na arrecadação é decorrente do descasamento entre as datas de geração e pagamento do imposto ao governo, pois geralmente há um prazo de 20 a 30 dias para uma empresa recolher os impostos ao erário, de uma venda que realizou.

Queda na arrecadação do governo em períodos inflacionários em virtude do descasamento de prazos entre a data de geração do imposto e o pagamento do imposto ao Governo.

Como os tributos não são corrigidos/reajustados frequentemente, o governo sofre uma perda de receitas equivalente à elevação dos preços desse período de tempo, entre a geração e o pagamento propriamente dito do imposto.

Além desse descasamento de prazos, outro motivo que contribui para a redução nas receitas públicas é o fato de que em períodos inflacionários a economia não cresce da mesma maneira que em períodos de inflação controlada. Dessa forma, se o crescimento econômico é menor, a arrecadação também será menor.



O problema da perda de receitas, é que se o governo não conseguir ampliar a alíquota de impostos (ou arrecadar proporcionalmente mais), há um incentivo para ele emitir moeda, levando a um agravamento da inflação.

Essa emissão de moeda acaba sendo a última alternativa, pois o financiamento do déficit, mediante venda de títulos públicos, também acaba se tornando inviável, porque os indivíduos preferirão aplicar em bens imóveis, com receio de que a taxa de juros nominal, oferecida pelos títulos, não acompanhe a inflação do período.

f) Formação de expectativas e indexação da economia: se gerarmos um ranking dos problemas causados pela inflação, podemos destacar que a formação das expectativas por parte dos agentes econômicos é o segundo maior problema, ficando a perda do poder aquisitivo em primeiro lugar.

A preocupação com a formação das expectativas decorre que, em períodos inflacionários, os indivíduos procuram se proteger da inflação, buscando alguma forma de reajustar os preços dos bens e serviços que possuem, seja salário, aluguel, taxa de juros, preços de seus produtos, entre outros.

Assim, a forma tradicional de proteção ao referido problema é a **indexação**, atrelando um índice que mede a inflação ao valor do salário/aluguel. Dessa maneira, os indivíduos, além de receberem o valor nominal, conseguem receber a correção monetária.

Consiste em corrigir as rendas recebidas pelos agentes econômicos e o valor dos ativos de sua propriedade, com base na variação de um índice de preços que reflita a taxa de inflação do período de tempo entre os reajustes.

O problema dessa indexação é que a inflação passa a aderir-se na economia, fazendo com que a correção dos valores dos contratos seja realizada com base na inflação passada, nesse caso, ao indexar a economia, os indivíduos resgatam a inflação passada para o presente. Esse movimento pode se tornar uma bola de neve, na medida em que os indivíduos buscam antecipar de forma cada vez mais rápida essa correção.

Sendo assim, o problema da influência de períodos inflacionários sobre a formação de expectativas inflacionárias é que essas expectativas podem levar a uma indexação da economia, causando o pior tipo de inflação que existe, ou seja, a inflação inercial, a qual apresentamos na sequência de nosso estudo.

Os tipos de inflação

O tipo mais comum de inflação é a de demanda, no entanto, existe também a inflação de custos, a inercial e a hiperinflação. Esse último não é um tipo específico de inflação, porém, é uma forma que qualquer dos mencionados tipos pode se transformar quando está muito elevado.

a) Inflação de demanda: é a forma mais tradicional de inflação. Geralmente ocorre quando há um excesso da demanda agregada sobre a capacidade produtiva da economia, decorrente do descasamento entre demanda e oferta, sobretudo, porque a demanda possui, *a priori*, uma velocidade maior.

Nesse caso, as empresas não conseguem ofertar/produzir seus bens e serviços na mesma velocidade em que ocorre o aumento do consumo, fazendo com que os preços subam.



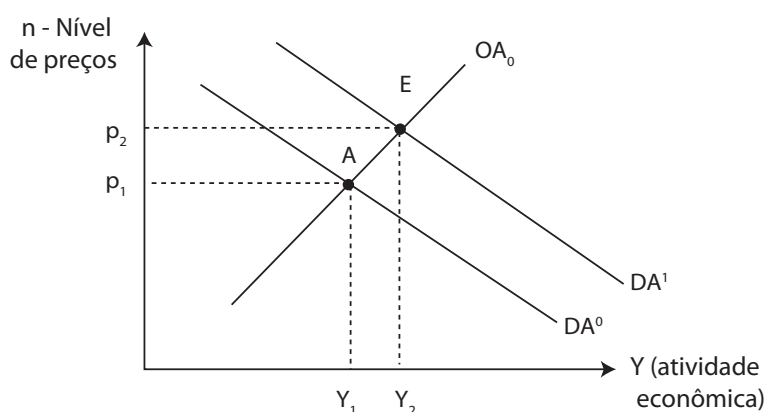
A demanda por imóveis e por qualquer outro produto se dá de forma instantânea, caso os bancos decidam ampliar a oferta de crédito. Por outro lado, a construção de um imóvel leva tempo, e ou a fabricação de um produto necessita de um período de tempo até chegar ao mercado.

Dessa forma, inflação de demanda é qualquer situação que faça com que a demanda agregada seja maior que a oferta. Geralmente esse tipo de inflação surge quando o Governo busca reduzir a taxa de desemprego abaixo de sua taxa natural, estimulando o aumento da parcela de pessoas trabalhando, bem como exercendo uma pressão sobre os salários, fazendo com que o consumo aumente acima da capacidade de produção das empresas.

Outra possibilidade é quando há um estímulo muito grande para a exportação em uma economia fechada, causando a falta de oferta de produtos internamente no país.

A figura a seguir ajuda a compreendermos esses mecanismos:

Figura 4.1 – Impacto do aumento da demanda agregada no mercado de bens e serviços



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos perceber na figura apresentada que quando ocorre uma elevação na demanda agregada, resultado de aumento de um dos componentes da demanda efetiva, a curva de demanda agregada desloca-se para a direita, de DA^0 para DA^1 .

Como a capacidade produtiva da economia não está totalmente ociosa – representada pela curva de Oferta Agregada positivamente inclinada –, o deslocamento da curva DA faz com que ocorra aumento no nível de preços de p_1 para p_2 , passando o equilíbrio dessa economia do ponto A para o ponto B .

b) Inflação de custos: como o próprio nome sugere, é a inflação causada pelo aumento no preço dos insumos que eleva o custo de

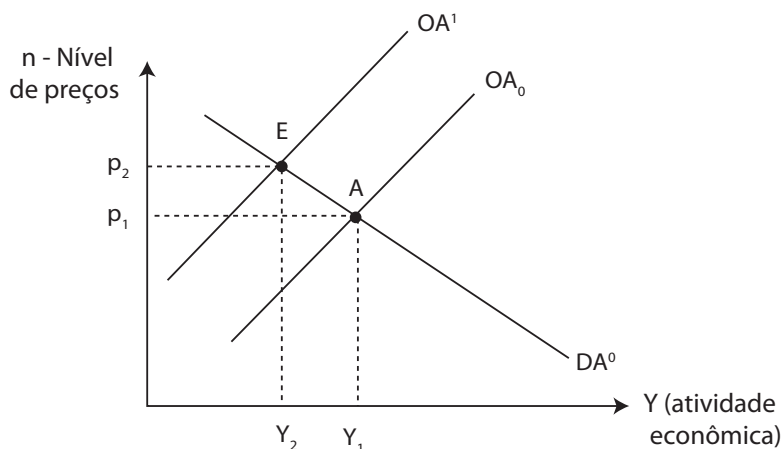
produção, o qual é repassado ao preço final dos produtos. Por ser resultado de um acentuado aumento no preço dos insumos, esse tipo de inflação também é conhecido como choque de oferta.

A inflação de custos pode ter várias origens, como: elevação do salário mínimo acima da produtividade dos trabalhadores; aumentos autônomos nas margens de lucros das empresas em mercados oligopolizados; elevação dos preços agrícolas, em função de intempéries climáticas.

Esse tipo de inflação poderá também ter como origem a elevação do preço de matérias-primas importantes, como foi o caso das crises do petróleo em 1973 e 1979, e a desvalorização da taxa de câmbio, que resulta no encarecimento das importações e na oferta de produtos estrangeiros e/ou aumento no custo de produção para um produto que necessariamente dependa de insumos importados.

A figura na sequência ilustra o impacto da redução da oferta agregada no mercado de bens e serviços.

Figura 4.2 – Impacto da redução da oferta agregada no mercado de bens e serviços



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Podemos verificar que quando a inflação é de oferta, há uma retração na Oferta Agregada em virtude do aumento do preço nos insumos. Em termos gráficos, a figura anterior apresenta a situação de uma inflação de custos, em que o aumento nos custos de produção, decorrentes da elevação do preço dos insumos, incentiva a uma redução na produção, o que desloca a curva de Oferta Agregada para a esquerda, de OA^0 para OA^1 .

Nesse caso, diferentemente da inflação de demanda, além do aumento de preços de p_1 para p_2 , na inflação de custos, ocorre também uma queda na atividade econômica, de Y_1 para Y_2 . Perceba que uma inflação de demanda pode levar a uma inflação de custos, na medida em que o aumento na demanda agregada força uma procura maior por trabalhadores, impactando em um aumento nos salários.

Por outro lado, uma inflação de custos pode também gerar uma inflação de demanda, na medida em que o aumento no salário mínimo pode levar a um aumento na demanda agregada.



Para diferenciarmos uma inflação de demanda de uma inflação de custos, basta analisarmos o movimento das curvas. Se a curva de demanda agregada está se deslocando, temos uma inflação de demanda. Contudo, caso a curva que esteja deslocando-se seja a de oferta agregada, temos uma inflação de custos.

Cabe destacar que no dia a dia não é tão simples avaliarmos e distinguirmos qual das curvas está se movendo, porém, podemos usar a seguinte estratégia: se a taxa de desemprego vigente for maior que a taxa natural de desemprego, então, temos inflação de custos, pois o mercado de trabalho, em termos de pessoas empregadas, não está pressionando a demanda. No entanto, se a taxa de desemprego está abaixo dessa taxa natural, então, temos a inflação de demanda, pois nesse caso há pressão do mercado de trabalho sobre a demanda agregada.

c) Inflação inercial: também conhecida como inflação psicológica, esse tipo de inflação é o resultado da indexação da economia, principalmente em economias que convivem com taxas elevadas e permanentes de inflação, cuja população reajusta/corrigir o preço dos bens e serviços e o valor da renda, com o objetivo de se defender da perda do poder aquisitivo.

Essa correção é realizada com base no índice de preços do mês anterior, em que mesmo não ocorrendo fatos ligados a um aumento na demanda agregada e/ou a custos de produção, as pessoas, com receio de que poderá ocorrer inflação, acabam repassando para os preços correntes a inflação passada,

perpetuando a inflação na economia. Para Dornbusch e Fischer (1991) a inflação inercial ocorre quando a taxa de inflação reage lentamente às variações na política econômica, especificamente na política monetária contracionista.

Esse tipo de inflação é o mais difícil de ser combatido pela política monetária tradicional, tendo em vista que não há uma causa explícita para se combater. O Brasil e demais países da América Latina conviveram com esse tipo de inflação entre meados dos anos 1980 até meados dos anos 1990, contudo, passaram a combatê-las por meio da adoção de políticas monetárias contracionistas e âncoras cambiais.

d) Hiperinflação: não existe, *a priori*, uma definição precisa sobre hiperinflação, porém, frequentemente, estabelece-se que a hiperinflação surge quando a economia atinge taxas mensais de inflação próximas a 20%, equivalendo a taxas anuais próximas ou acima de 1.000%.

As hiperinflações clássicas, como a da Alemanha de 1923, que atingiu 322% em um mês, são resultados do final do período de guerras. Nessa situação, o país necessitava se reconstruir, no entanto, apresentava seu sistema de coleta de impostos desestruturado.

Essas duas situações, necessidade da realização de gastos de um lado e dificuldades na arrecadação de outro, forçou a impressão de moeda, a qual foi um dos fatores catalisadores da geração de inflação.



No período de hiperinflação alemã, um produto que custava \$ 1,00 no início do mês, passava a custar \$ 3,22 ao final do mês e se continuasse nessa média, ao final do ano, esse produto custaria \$ 31.897.

Em períodos de hiperinflação, em virtude da perda do valor da moeda local, as pessoas buscam substituir a moeda nacional por uma moeda estrangeira, em que os preços estão estabilizados. Na verdade, essa situação é uma forma de indexação, porém, está relacionada à taxa de câmbio estrangeira, ao invés dos preços passados. Nesse caso, os preços são convertidos na moeda estrangeira.

De outra forma, em períodos de hiperinflações, a economia convive com a famosa lei de Gresham, que consiste na moeda “má” expulsar a “boa” de circulação, em que as pessoas seguram a moeda boa para entesourar, pois mantém seu valor no tempo, e buscam se desfazerem da ruim, que está se desvalorizando, no caso, a moeda nacional que sofre da hiperinflação. Assim, somente a ruim estará em circulação.

Seção 2 – Causas e política de combate à inflação

Os fatores que causam a inflação estão fortemente relacionados com políticas expansionistas por parte do governo, as quais interferem na demanda agregada da economia e, por sua vez, na taxa de desemprego. Para combater a inflação, as autoridades monetárias utilizam políticas monetárias contracionistas, que visam a reverter o aumento da daquela demanda e influenciar as expectativas dos agentes econômicos.

As causas da inflação

Segundo a escola Monetarista, a inflação é sempre, e em todo lugar, um fenômeno monetário, embora os distúrbios inflacionários possuam uma ligação íntima com a oferta demasiada de moeda na economia, precisando, assim, ser investigado mais a fundo, por exemplo, o que leva os governos a emitirem moeda em demasia.

É importante destacar que o aumento da oferta de moeda, representada daqui em diante por $\uparrow M^s$, consiste em uma política monetária expansionista. Então, podemos partir da análise que políticas expansionistas que visam a expandir a Demanda Agregada (daqui em diante D.A.), podem gerar inflação no curto prazo.

Na figura em que estudamos, o impacto do aumento da demanda agregada no mercado de bens e serviços, percebemos que o movimento da curva de D.A. leva a um acréscimo no nível de preços.

Sendo assim, vamos aprofundar esse estudo por meio da análise do mercado de trabalho, o qual fornecerá importantes elementos para compreendermos a dinâmica da inflação na economia como, por exemplo, os componentes que podem influenciar o nível de preços, os quais são apresentados a seguir:

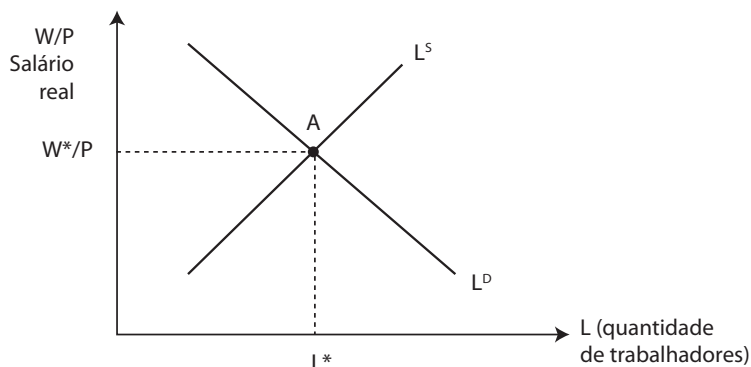
- No mercado de trabalho se define o número de empregados e o salário, os quais influenciam o consumo e, conseqüentemente, a D.A.;
- A quantidade de trabalhadores empregados determina o volume de produção da economia. Em outras palavras, a produção define a curva de Oferta Agregada (daqui em diante representada por O.A.);
- A quantidade de trabalhadores sem emprego, desempregados, é um importante determinante dos salários.



Ao analisarmos o mercado de trabalho e a inflação mencionamos a curva da O.A., que ganha amplo destaque, pois seu deslocamento no longo prazo é um importante determinante da inflação.

Nesse sentido, ao investigarmos as causas da inflação, partimos pela análise da D.A., porém, inevitavelmente, nos concentraremos em discutir a O.A. Assim, de acordo com essa proposta, vamos partir pela definição do nível de emprego da economia no mercado de trabalho.

Figura 4.3 – Equilíbrio no mercado de trabalho



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Na figura anterior observamos a curva de demanda por trabalho (L^D), negativamente inclinada, a qual é determinada pelo salário real (W/P). Essa curva está negativamente inclinada porque as empresas somente irão contratar mais trabalhadores, caso os salários sejam reduzidos. Nesse sentido, a relação entre L^D e W/P é inversa, visto que as empresas estão interessadas no produto do trabalho, representado pela **Produtividade Marginal do Trabalho** (PMgL).

Refere-se ao aumento do produto total de uma empresa, quando essa contrata um trabalhador adicional.

Considerando que no curto prazo o volume de capital é fixo, a contratação de novos trabalhadores torna a PMgL decrescente, para compensar essa queda de PMgL, o salário será menor. Por outro lado, a curva de oferta de trabalho (L^S) indica uma relação positiva com W/P . Nesse caso, quanto maior o salário, maior será o interesse dos trabalhadores ofertarem sua mão de obra.

O ponto A da figura anterior representa o ponto de equilíbrio do mercado de trabalho, que compreende uma taxa de desemprego, chamada de **taxa natural de desemprego**. Nesse caso, dizemos que o mercado de trabalho está em equilíbrio com desemprego. A taxa natural de desemprego surge em virtude das fricções do mercado de trabalho, pelo fato de os trabalhadores sempre estarem em fluxo, buscando novas oportunidades de emprego, por exemplo. Essa situação é conhecida como desemprego friccional.

Diz respeito à taxa média de desemprego na economia, ocasionada pela existência dos seguintes desempregos: friccional, cíclico e estrutural. Essa taxa natural varia ao longo do tempo e entre países.

Um segundo tipo de fricção refere-se às flutuações inerentes da economia, expansões e recessões, que fazem com que setores estejam expandindo e contratando trabalhadores, enquanto outros estejam definhando e demitindo, e em meio a esse fluxo de trabalhadores encontram-se os desempregados. Essa situação exprime um desemprego cíclico.

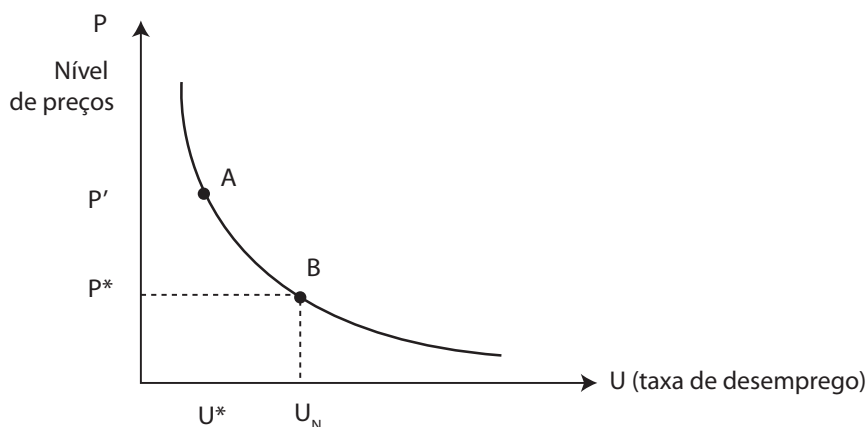
Nesse caso, por sempre existir essa fricção, a economia irá conviver com uma taxa de desemprego, que poderíamos chamá-la de taxa natural de desemprego (UN_N), sendo que alguns autores sugerem que ela seja a média de desemprego de longo prazo da economia.

Nesse cenário, com o mercado de trabalho em equilíbrio, mas apresentando uma taxa natural de desemprego, a economia está em uma situação de pleno emprego, gerando o produto potencial da economia (Y^*). É a partir da compreensão da existência de

uma taxa natural de desemprego que podemos analisar de forma mais clara a curva de Phillips, representada por meio da figura Curva de Phillips de Curto Prazo (C.P.).

Em seu estudo original, William Phillips analisou a relação existente entre taxa de desemprego e variação salarial (gW), concluindo que há uma relação inversa entre gW e taxa de desemprego (UN^*), pois quanto maior o desemprego, menor seria a variação salarial.

Figura 4.4 – Curva de Phillips de Curto Prazo



Fonte: Elaboração do autor (2012).

Assim com base na curva de Phillips de Curto Prazo, podemos derivar a forma de determinação dos salários, expressa por meio da equação 01:

$$\text{Equação 01: } gW = -\varepsilon(UN^* - UN_N)$$

Em que:

gW = Variação do salário;

$-\varepsilon$ = Sensibilidade de W sobre UN ;

UN^* = Taxa de desemprego em vigor;

UN_N = Taxa natural de desemprego.

È possível verificarmos que a variação dos salários aumenta caso a taxa de desemprego seja menor que a taxa natural de desemprego, sendo que, neste cenário, há uma pressão no mercado de trabalho, pois haverá menos trabalhadores desempregados.

Essa variação de salários (gW), chamada também de inflação dos salários, permite analisar a figura referente à Curva de Phillips C. P., de acordo com o *trade-off* existente no curto prazo, entre inflação e desemprego.

O ponto A da figura Curva de Phillips de C.P. representa o momento em que uma queda na taxa de desemprego (UN^* - abaixo da taxa natural) pressiona o mercado de trabalho, traduzindo em uma taxa de inflação mais alta (P').



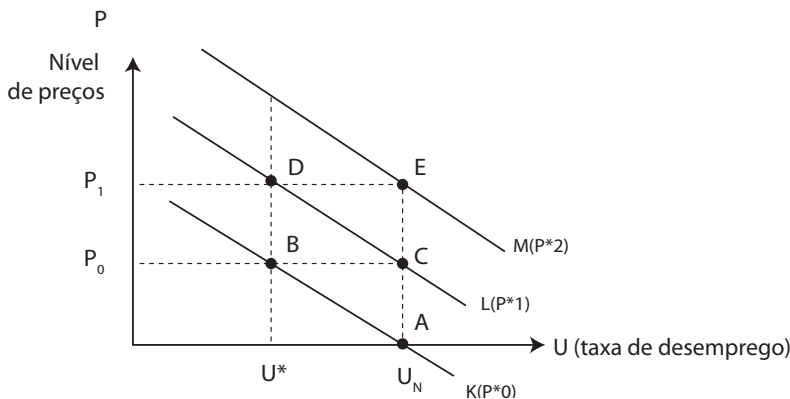
A análise do *trade-off*, exposta pela curva de Phillips, pode ser feita por meio da seguinte relação: $\uparrow M^s = \downarrow r = \uparrow I = \uparrow D.A. = \uparrow P (\uparrow \pi) = \downarrow W/P = \uparrow L^D = \downarrow UN$.

Essa relação demonstra que caso ocorra uma expansão de moeda ($\uparrow M^s$), ocasiona uma redução da taxa de juros ($\downarrow r$) e uma expansão dos investimentos ($\uparrow I$), havendo um deslocamento da curva de D.A. ($\uparrow D.A.$), pressionando o nível de preços ($\uparrow P$). Com preços maiores, o salário real tende a cair ($\downarrow W/P$), contribuindo para ampliar a demanda por trabalhadores ($\uparrow L^D$), reduzindo a taxa de desemprego ($\downarrow UN$).

Cabe destacar que o *trade-off* da curva de Phillips se comportou bem nas décadas de 1950 e 1960, porém, a partir do início dos anos 1970 deixou de apresentar essa relação, sobretudo, porque à medida que os trabalhadores começaram a perceber que seus salários estavam defasados, passaram a reivindicar um salário nominal maior e começaram a incorporar as expectativas, quanto à variação nos preços futuros, nesse caso, a inflação futura no salário presente.

Essa incorporação das expectativas da inflação futura na formação dos salários faz com que a curva de Phillips não se mantenha constante no longo prazo, deslocando-se, conforme apresentado pela Curva de Phillips aceleracionista de Longo Prazo (L.P.). Esse deslocamento da curva foi confirmado na década de 1970, sendo influenciado, sobremaneira, pelos choques de petróleo.

Figura 4.5 - Curva de Phillips aceleracionista de Longo Prazo



Fonte: Elaboração do autor (2012).

O deslocamento da curva de Phillips nos remete a aprofundar a análise sobre a determinação da curva de O.A., pois seu deslocamento terá um papel importante na explicação da inflação no longo prazo. Essa curva é determinada pela função de produção, equação 2, a qual depende do número de trabalhadores e do fator produtividade (PMgL), representado pela equação 3. Na sequência, apresentamos as referidas equações.

Equação 2: $Y = aL$ e Equação 3: $a = Y/L$

Em que:

Y = Nível de produção ou produto;

a = Fator produtividade;

L = Número de trabalhadores.

Nesse caso, o custo do trabalho, que é representado pelo salário (W), acaba sendo um componente importante do custo de produção. Por fim, o preço (P) que a empresa define sobre seu produto, exposto pela equação 4, é composto por uma margem de lucro, ou *mark-up* (z), sobre o custo de produção, que no caso resume-se em W .

Equação 4: $P = (1+z)W$

Em que:

P = Preço do produto;

W = Salário nominal;

Z = *Mark-up* ou margem de lucro;

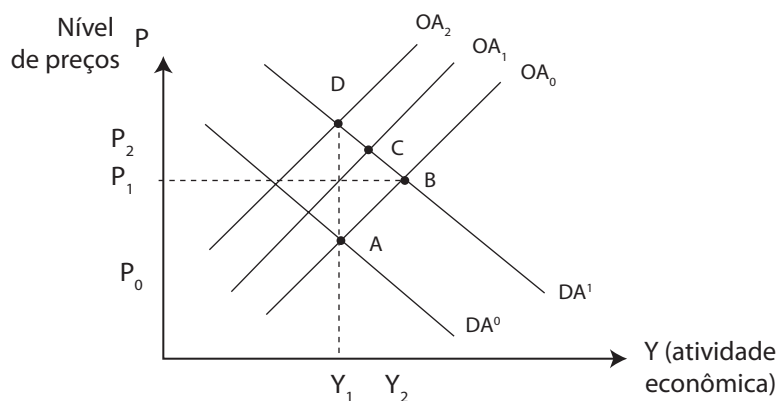
a = Fator produtividade.

Assim, ao construirmos a curva de O.A., percebemos que ela possui inclinação positiva em relação aos preços, visto que à medida que aumenta a produção, haverá aumento na demanda por trabalhadores, elevando o salário nominal. Como o salário é um componente do custo de produção, necessariamente haverá um aumento no preço, pois as empresas repassam o aumento de W para o preço final do produto.

É importante que fique claro quais fatores influenciam no deslocamento da curva de O.A., sendo assim, ao analisar a equação 4 percebemos que o aumento nos preços desloca a curva de O.A. para a direita e o aumento nos salários ou em outros componentes do custo de produção, desloca a curva de O.A. para a esquerda.

A análise da figura a seguir ajuda a compreender esses deslocamentos da curva de O.A.

Figura 4.6 – Efeitos sobre a curva de oferta agregada



Fonte: Elaboração do autor (2012).

A figura anterior representa uma economia que parte do ponto A, no qual há um equilíbrio entre mercado de trabalho e taxa natural de desemprego. Ao sofrer um choque positivo, por exemplo, um aumento na oferta de moeda, a curva de D.A. desloca-se para a direita, para DA^1 , estabelecendo-se um novo equilíbrio no ponto B, com alteração no nível de preços de P_0 para P_1 .

Podemos verificar que no ponto B, a economia possui uma taxa de desemprego menor que a taxa natural de desemprego, forçando uma pressão sobre os salários, os quais, tornando-se maiores,

fazem com que a curva de O.A. se desloque para a esquerda, para OA^1 estabelecendo-se em C. Nesse ponto, a taxa de desemprego ainda está abaixo da taxa natural, e continua a forçar os preços, havendo um novo deslocamento da curva de O.A. para OA^2 , ponto D, em que restabelece a taxa natural de desemprego.



A figura referente aos efeitos sobre a curva de oferta agregada demonstra que as alterações nos custos de produção deslocarão a curva de O.A. para a esquerda, implicando uma redução da produção e um aumento nos preços.

O deslocamento da curva de O.A., no curto prazo, ocorre de forma lenta, possibilitando um efeito positivo mais duradouro na atividade econômica, já no longo prazo, esse deslocamento ocorre de forma mais rápida, repercutindo o efeito de uma expansão monetária basicamente sobre os preços, do ponto A para o ponto D, de forma quase que imediata.

A referida figura também demonstra na passagem dos pontos B para C e D que há um aumento na inflação e queda na produção. Essa situação resulta do deslocamento da curva de O.A. quando incorpora os aumentos de inflação esperada, sendo conhecida por **estagflação**.

Cabe destacar que o estudo quanto ao mercado de trabalho e da determinação da curva O.A. nos permite identificar as causas da inflação, visto que podemos constatar que políticas expansionistas, aumento do estoque de moeda, por exemplo, geram impactos positivos na economia - redução da taxa de desemprego - no curto prazo, pois nesse período vigora o *trade-off* entre inflação e desemprego.

Essa redução é possível quando as alterações de preços e salários ocorrerem de forma lenta, no entanto, se ela estiver abaixo da taxa natural de desemprego, não será possível ser mantida indefinidamente, pois os indivíduos passam a incorporar expectativas da elevação dos preços futuros. Nesse cenário, se persistirem políticas expansionistas para reduzir o desemprego, o efeito se dará todo sobre a inflação.

É o período em que a inflação e desemprego estão elevados. Ou de outra forma, quando um país convive com inflação e recessão ao mesmo tempo.

A conclusão dessa análise é que o *trade-off* entre desemprego e inflação não se mantém no longo prazo, pois a taxa de desemprego tende a ficar próxima da taxa natural (UN_N). Assim, a incorporação das expectativas e o consequente deslocamento da curva de O.A. fazem com que a curva de Phillips se desloque no longo prazo, conforme apresentado pela figura da Curva de Phillips aceleracionista.

Sendo assim, podemos definir que as causas da inflação decorrem, sobretudo, de políticas que visam a metas persistentes de desemprego, abaixo da taxa natural, isso pode incorrer em necessidades de emissão de moeda. Os dois exemplos mais tradicionais desse tipo de política são as metas de alto nível de emprego e os déficits orçamentários.

Metas de alto nível de emprego

É a política pela qual o Governo busca atingir elevadas metas de emprego, a fim de conduzir a taxa de desemprego abaixo da taxa natural, e que pode resultar em dois tipos de inflação:

a) Inflação de demanda: decorre de uma política monetária expansionista que conduz ao aumento da D.A., deslocando a curva de D.A. para a direita. Nesse ponto, a taxa de desemprego fica abaixo da taxa natural, forçando um aumento nos salários, que, uma vez aumentados, deslocam a curva de O.A. para a esquerda, fazendo com que a taxa de desemprego retorne para o ponto inicial, porém, a um nível maior de inflação.

Caso o governo decida manter a redução da taxa de desemprego, deverá ampliar constantemente a oferta de moeda e os preços da economia, mantendo, assim, inalterada a referida taxa no longo prazo. A figura referente aos efeitos sobre a curva de oferta agregada nos auxilia a verificar esses deslocamentos das curvas de D.A. e de O.A.

b) Inflação de custos: nesse caso, a pressão sobre os preços inicia-se no mercado de trabalho, por meio da luta dos trabalhadores por aumento salarial, que podem ser motivadas por um aquecimento do mercado de trabalho e/ou pela expectativa de

aumento da inflação. Caso ocorra o aumento dos salários, as empresas tendem a reduzir a demanda por trabalho, gerando um deslocamento da curva de oferta agregada para a esquerda.

Esse deslocamento faz com que a taxa de desemprego fique acima da taxa natural, no entanto, se o governo desejar manter uma política expansionista para reduzir a taxa de desemprego, iniciará políticas monetárias expansionistas, pressionando a D.A., a qual impactará na inflação e demanda por maiores salários, perpetuando, assim, o aumento dos preços na economia.

Déficits orçamentários

Quando o governo adota políticas fiscais expansionistas por longos períodos e passa a conviver com déficits orçamentários, arrecadação/receitas menor que seus gastos/despesas, ele poderá utilizar duas formas de financiar seu déficit, ou via financiamento por meio da venda de títulos públicos ou emissão de moeda - geralmente pela compra da dívida do governo pelo Banco Central.

Caso o governo consiga financiar todo seu déficit, emitindo títulos, o resultado sobre a inflação é nulo, pois não aumenta a base monetária. No entanto, como o mercado de títulos não consegue absorver o total do déficit (ou os seguidos déficits) do governo, o Bacen acaba comprando os títulos mediante emissão de moeda. Esse procedimento é conhecido por **monetização da dívida**.

Outro aspecto a se observar é que o governo, ao financiar seu déficit mediante emissão de títulos, faz com que a taxa de juros se eleve, e caso o Banco Central possua como meta intermediária de política monetária, manter a taxa de juros fixa, buscará comprar os títulos do Governo, por meio da emissão de moeda, e com mais moeda na economia, maior a probabilidade de incorrer inflação.

É quando o Banco Central financia os déficits orçamentários do governo mediante compra dos títulos da dívida. Nessa situação, ocorre emissão de moeda na economia.

Mesmo que o financiamento do déficit do governo, mediante emissão de título, não configure inflação no curto prazo, poderá gerar no longo prazo, à medida em que ele necessite pagar além da dívida, os juros dela, elevando, assim, seus déficits orçamentários, caso ainda apresente seu orçamento

desequilibrado nesse período. Essa situação ocorreu em vários países da América latina na década de 1980, e vem ocorrendo nos países pertencentes ao Euro no momento atual.

Os impactos do déficit orçamentário sobre a inflação são atenuados pela **Teoria da Equivalência Ricardiana**, proposta pelo economista Robert Barro, de orientação novo-clássica. Essa teoria discorre que em primeiro lugar uma política fiscal deficitária, por exemplo, de corte nos impostos, tem um efeito reduzido sobre a demanda agregada, por isso não deveria ser realizada pelo governo.

Esse efeito reduzido faz com que os indivíduos compreendam que essa ação de corte de impostos no presente será compensada com maiores tributos no futuro. Nesse caso, eles não utilizam o excesso da renda propiciada pelo corte de impostos para aumentar o consumo, guardando-a na forma de poupança, para se precaver do pagamento maior de impostos no futuro.

Essa teoria, em um segundo momento, denota que como os indivíduos aumentarão sua poupança, então, comprarão títulos públicos, financiando automaticamente o déficit do governo. Essa situação desfaz a necessidade de uma possível monetização da dívida por parte do Banco Central.

Nesse sentido, a Teoria da Equivalência Ricardiana implica duas situações para a política macroeconômica:

- a) que política fiscal expansionista, via corte de tributos, tem impacto reduzido na D.A., pois indivíduos direcionarão essa diferença de renda para aumentar sua poupança, ao invés de aumentar o consumo;
- b) que um possível déficit orçamentário que o Governo vislumbre será financiado inteiramente pela poupança do público, considerando a percepção do público que os déficits serão pagos com aumento de tributos futuros.

Cabe observar que o grande temor dos monetaristas consiste que a manutenção de políticas expansionistas possa incorrer em déficits orçamentários, o qual seja financiado por meio do aumento da emissão de moeda, em consequência, ter-se-á um acréscimo da inflação.

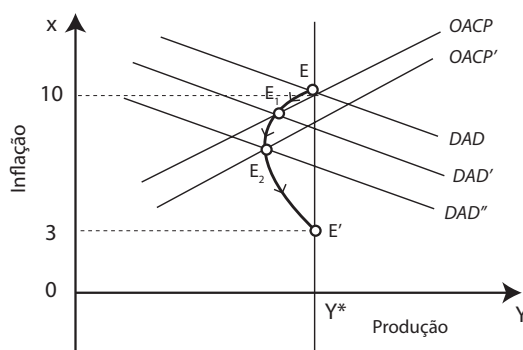
Políticas de combate à inflação

De maneira simples e direta, poderíamos apontar, de acordo com a visão monetarista, que a inflação no longo prazo é um fenômeno monetário, e o receituário para combatê-la é a redução da oferta de moeda e/ou enxugamento da liquidez na economia.

No entanto, uma redução na quantidade de moeda na economia, ou uma política monetária contracionista, induz a uma queda na D.A., incorrendo em custos sociais, como a redução da atividade econômica e o desemprego. Nesse caso, o ideal é realizar essa estabilização com menores custos sociais possíveis, por meio de uma curta e pequena recessão, em termos de duração, para isso teríamos duas possibilidades: um aperto monetário gradual ou um aperto monetário profundo, choque.

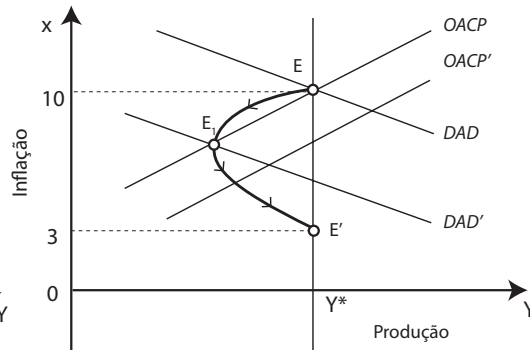
No primeiro cenário de gradualismo, a política monetária contracionista é mais suave, fazendo com que a D.A. caia de forma lenta, implicando um impacto recessivo menor, conforme apresentado na figura a seguir, referente à política gradualista, porém, em virtude de impactar com mais suavidade a atividade econômica, a velocidade de queda da inflação também é menor.

Figura 4.7 – Política gradualista



Fonte: Dornbusch e Fischer (1991).

Figura 4.8 – Política de choque



No que se refere à política de choque, conforme observamos na figura apresentada de mesmo nome, os efeitos da política contracionista são mais fortes, forçando uma grande queda da D.A., com intuito de forçar uma recessão que impacte imediatamente sobre o nível de preços. Nesse cenário, a recessão é mais forte – deslocamento do ponto E para E_1 – porém, a queda na inflação é mais rápida, de 10% para 3%, quando chega ao ponto E' .

Cabe destacar que além do receituário apresentado anteriormente, podemos incrementar o rol de políticas de combate à inflação com outras políticas de cunho contracionista, principalmente em economias que enfrentam inflações elevadas. Assim, podemos utilizar a política monetária tradicional de combate à inflação, incorporando um conjunto de políticas antiinflacionárias - o chamado pacote -, tendo como objetivo amplificar os efeitos de um aperto monetário.

Entre as referidas políticas, destacamos a fiscal contracionista, que se resume ao corte de gastos do governo e aumento de impostos. Essas medidas fiscais se tornam fundamentais na medida em que contribuem para reduzir o déficit orçamentário do governo, pois isso, frequentemente, acaba sendo um dos fatores que levam a emissão de moeda.

Um terceiro tipo de instrumento são as políticas de renda, que visam a acomodar os salários, o chamado **arrocho salarial**, que consiste em segurar o aumento do salário, mesmo sob efeito da elevação da inflação. Essa política também pode ser aplicada para o controle de algum tipo preço, como é o caso do congelamento de preços.

É o resultado de uma política salarial que não reajusta os salários na mesma proporção que a inflação, gerando perda no poder aquisitivo do salário.

As políticas de renda visam deslocar a curva de O.A. para baixo e são utilizadas de forma mais enfática em períodos de guerra ou de hiperinflações, contudo, seus efeitos perduram por pouco tempo, cerca de três a seis meses, sendo necessária a utilização de outras políticas em conjunto.

Temos também como política de combate à inflação a âncora cambial, que consiste na utilização da variação da taxa de cambial como indexador da economia. Nesse tipo de política, o regime de câmbio adotado passa a ser o câmbio fixo, para tanto, o país necessita de um volume considerado de reservas cambiais para evitar eventuais ataques especulativos contra a moeda. A política das âncoras cambiais é utilizada, sobretudo, em períodos de grande inflação.

O quadro na sequência resume, considerando as políticas antiinflacionárias, esse conjunto de ações sobre os tipos de inflação.

Quadro 4.2 – Síntese das políticas de combate à inflação

Tipo de inflação	Política de combate à inflação
De Demanda	Política monetária e fiscal contracionista.
De Custos	Política monetária e fiscal contracionista e política de rendas (arrocho salarial).
Inercial	Política monetária e fiscal contracionista. Âncora cambial.
Hiperinflação	Política monetária e fiscal contracionista. Âncora cambial. Ao final de uma hiperinflação, geralmente tem-se também a troca de moeda.

Fonte: Elaboração do autor (2012).

Um instrumento, um pouco “exótico”, mas já utilizado por alguns países, como, por exemplo, Argentina, Irlanda e Hong Kong, é o *currency board* – sem uma tradução adequada, poderíamos chamar de caixa de conversão, referente ao mecanismo de conversão da moeda nacional em uma moeda estrangeira.

Esse instrumento é utilizado em momentos extremos, tendo como finalidade estabilizar a economia em países que perderam a capacidade de gerir sua moeda. Dessa maneira, os países que utilizam *currency board* perdem a possibilidade de emissão da moeda nacional, assim, acabam adotando uma moeda estrangeira. Em muitos casos, a troca da moeda nacional é feita pelo dólar americano, fazendo-se o *currency board*, que recebe o nome de dolarização.



A dificuldade em adotar esse regime é que o Banco Central perde sua capacidade de realizar a política monetária, além de o país necessitar de ampla gama de reservas internacionais.

É importante observar que as políticas de combate à inflação, devido a sua natureza contracionista, acabam gerando custos sociais, entretanto, estudos mais recentes ligados à escola Novo-Clássica, defensores das expectativas racionais, enfatizam que pode haver uma redução dos custos sociais no combate à inflação, podendo, inclusive, chegar a zero, desde que o Banco Central tenha credibilidade junto à sociedade e que ajuste suas expectativas conforme a nova orientação/sinalização de suas políticas e metas para a nova taxa de inflação.

Nesse cenário, o Banco Central deve possuir credibilidade junto ao público, para que a sociedade acredite que ele poderá desempenhar eficientemente sua função e cumprir seus compromissos. A confiança no Banco Central decorre de seu desempenho histórico, por meio do tratamento dado às variações no nível de preços e da atividade econômica. Considerando esse contexto, num cenário de preços elevados, em que o Banco Central decida combatê-los via política de choque, torna-se mais fácil ganhar a credibilidade do público.

Um ingrediente adicional para o sucesso desse tipo de condução da política monetária é que as ações do Banco Central sejam amplamente divulgadas para a população, pois quanto mais antecipada for a política, maior a possibilidade de o público ajustar suas expectativas com base na nova política.



Se partirmos do ponto D da figura dos efeitos sobre a curva de oferta agregada, o Banco Central poderia instituir uma política de choque, gerando um forte aperto monetário, para levar a curva de D.A. de volta para a DA⁰. Essa política, a priori, resultaria em uma grande recessão, em que o novo ponto de equilíbrio ficaria muito distante de Y₁.

No entanto, caso nesse exemplo o Banco Central divulgue essa política e tenha credibilidade junto à população, os agentes econômicos ajustarão de imediato suas expectativas, aceitando preços e salários menores, forçando um deslocamento rápido da curva de O.A., para OA¹ e, em seguida, para OA⁰. Dessa maneira, a transição do ponto D para o ponto A poderia acontecer de forma rápida, sem gerar uma grande e extensa recessão.

Desse modo, quanto mais antecipada for a política de choque, e maior a credibilidade do Banco Central, maior será a possibilidade de sucesso da política de estabilização e menores os custos sociais em termos de recessão. Uma política que se escora nessa premissa e que vem sendo adotada por alguns países, inclusive pelo Brasil, é o **regime de metas de inflação**.

A relação entre déficit orçamentário e inflação

O déficit orçamentário pode ser a causa da inflação, sendo assim, há uma grande preocupação quanto ao estudo de como esses déficits são gerados e financiados, visto que existe um grande temor de eles serem financiados pela emissão de moeda.

É importante destacar que o governo pode verificar um déficit em suas contas se sua arrecadação não for suficiente para cobrir seus gastos. Assim, quanto maior forem as despesas do governo, maior será sua necessidade de tributação, a qual encontrará um limite de absorção pela sociedade, tendo em vista o pagamento crescente de impostos.

Por outro lado, há o expediente do governo em financiar sua dívida via emissão de títulos no mercado monetário, porém, essa via também tem seus limites na medida em que ou o mercado de títulos do país não é muito desenvolvido e, portanto, não possui condições de absorver o montante total da dívida, ou a dívida atinge um limite, que a população não conseguirá mais adquirir os papéis, nesse caso, recorre-se à monetização da dívida.

Desse modo, um déficit monetário constante pode levar a um crescimento monetário, no sentido da necessidade de o governo emitir moeda para pagar a dívida pública, pois a inflação gerada pelo financiamento do déficit, via emissão de moeda, gera alguns benefícios para o governo, como a geração de receita extra, mediante o imposto inflacionário, e a redução da dívida pública via o efeito real.

- A inflação gerando receita para o governo (senhoriagem).

O imposto inflacionário é um dos principais problemas causados pela inflação, incorrendo em uma redução da renda por parte dos indivíduos, visto que essa perda do poder aquisitivo diz respeito ao pagamento do imposto inflacionário, e quem acaba arrecadando ou ficando com esse imposto é o governo. Esse fenômeno é conhecido como senhoriagem.

Habilidade de o governo aumentar a receita por meio do seu direito de criar moeda.

Dornbusch e Fischer (1991, p. 763 a 765) apontam que quando o governo financia seu déficit mediante emissão de moeda, essa moeda adicional acaba sendo absorvida pela população, com o objetivo de manter o mesmo volume de recursos anteriores à emissão. Os recursos que os indivíduos retêm em casa são chamados de **encaixes reais**.

É a relação entre quantidade de moeda (M) e nível de preços (P), M/P que evidencia a quantidade de moeda necessária para realizar transações, mantendo o mesmo poder de compra. Em outras palavras, os encaixes reais denotam o poder de compra da moeda.

Em virtude de a emissão de moeda gerar inflação no longo prazo, as transações diárias na economia, como a compra de alimentos e de uma passagem de ônibus, por terem seus preços majorados, necessitam de uma quantidade maior de dinheiro para a realização de seu pagamento, nesse caso, aumentam os encaixes reais.

Assim, dado o aumento nos preços, os indivíduos acabam demandando um volume maior de moeda para manter seu poder de compra, ou seu encaixe real de moeda, desse modo, a inflação força com que as pessoas consumam menos, adquirindo menos produtos, dada a queda do poder aquisitivo, pois necessitam de maior volume de moeda para realizar suas transações econômicas.

Cabe observar que, o maior volume de moeda é fornecido pelo governo, mediante sua impressão pelo Banco Central, sendo que a diferença entre o aumento de preço e a emissão de moeda é o imposto inflacionário, pago pela população quando demanda mais moeda, o qual é transferido ao governo.

Contudo, há um limite para o governo adquirir receita por essa via, visto que no longo prazo a população demandará aplicações financeiras as quais pagam juros e correção monetária, possuindo liquidez imediata, isso resulta na redução da demanda por moeda pelos indivíduos.

Os governos da América Latina, por exemplo, quando conviveram com elevadas taxas de inflação, no período de 1983 a 1990, obtiveram significativos resultados em termos de receita com imposto inflacionário, média de 4% do Produto Interno Bruto (PIB).



A senhoriagem propriamente dita, ou senhoriagem clássica, que possui maior vinculação da moeda como mercadoria, consiste na diferença entre o custo de fabricar uma moeda nova e o seu valor de face que será adquirido pelo público.

Por exemplo, se para produzir/confeccionar uma cédula de \$ 50,0, a Casa da Moeda incorre em um custo de \$ 0,50, então, ao repassar essa cédula ao público, o Banco Central obterá um retorno de \$ 49,5. Esse tipo de receita por parte do Banco Central é praticamente irrisório, quando comparado com a receita do imposto inflacionário, que é a principal forma de ampliar receita via expansão monetária em períodos inflacionários.

- A inflação contribuindo para reduzir a dívida pública.

A inflação com taxas elevadas reduzirá o valor real do estoque de títulos, sobretudo do estoque de dívida pública, a qual é paga com uma taxa de juros fixa. Dessa maneira, a inflação reduz o valor real da dívida, ou melhor, reduz o montante real de pagamentos que o governo necessita fazer.

Nesse sentido, caso a dívida do governo seja, por exemplo, de \$ 1 milhão para ser paga daqui a um ano, e se os juros embutidos nessa dívida são de 10%, ao final do mesmo ano, o governo pagará \$ 1,1 milhão (dívida principal mais juros de 10%). Agora, considere a existência de inflação, por exemplo, de 5%. Nesse caso, o governo pagará, ao final do ano, os mesmos \$ 1,1 milhão, porém, a taxa de juros real caiu para 5%.

Com essa inflação de 5%, ficou mais fácil para o Governo pagar sua dívida, pois sua arrecadação ampliou, porém, a dívida não acompanhou a inflação, pois não está indexada. Em se tratando de uma inflação de 15%, a taxa de juros reais será negativa (-5), havendo, nesse caso, uma queda em termos reais do montante principal da dívida.

Dado essa situação é que em economias inflacionárias, os indivíduos demandam além da taxa de juros um indexador, como é o caso, de vincular um índice de preços na remuneração dos títulos públicos chamados de pós-fixados. No Brasil, esse expediente é utilizado até hoje em virtude do temor da população em haver uma explosão de preços, ainda presente em nossa memória inflacionária.

A utilização desses dois expedientes, **o uso da inflação para ampliar a receita do governo e para reduzir a dívida pública**, acaba sendo influenciada pela queda de arrecadação do governo

em períodos inflacionários, dado o efeito Oliveira-Tanzi que prevalece.

Sendo assim, em economias inflacionárias, o governo sofre uma perda de receita que, muitas vezes, tenta ser compensada pelo imposto inflacionário, o qual não resolve o problema da perda de receita e amplifica a força da inflação e seus efeitos negativos sobre a economia.

Ainda no que se refere à relação existente entre inflação e déficit orçamentário, temos a dívida pública, a qual não é gerada apenas pelo fato de o governo incorrer em déficits orçamentários, mas também pela política de estabilização de preços. Por exemplo, à medida que o governo adota uma política monetária restritiva de reduzir a liquidez na economia, emite títulos no mercado, ampliando o seu endividamento.

Outra situação é quando o Governo adota o mecanismo de esterilização, em que é realizada uma emissão de títulos para retirar a liquidez proporcionada pelo aumento das exportações e pela entrada de divisas do exterior. Nesse cenário, a moeda estrangeira é trocada pela nacional, por meio do lançamento de títulos para evitar a ampliação de moeda nacional.

Seção 3 – Regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação é uma política de controle da inflação utilizada por vários países, a partir da década de 1990, e vem sendo utilizado atualmente pelo Brasil, desde o ano de 1999.

Concepção e características do regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação, conforme a experiência internacional demonstra, pode ser considerado mais especificamente como um controle da inflação do que propriamente um regime de combate à inflação, visto que

consiste na divulgação de uma meta explícita de crescimento para um índice de preços, estabelecida pelo governo e anunciada no início de um determinado período.



A responsabilidade de perseguir tal meta é do Banco Central, o qual utiliza a manipulação da taxa de juros de curto prazo como principal instrumento de política monetária para atingi-la.

Podemos elencar entre os países desenvolvidos que adotaram esse regime, e que, de certa forma, foram os precursores: Nova Zelândia (adotou o regime desde 1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Finlândia (1993), Suécia (1993) e Austrália (1993). Já no que se refere aos países em desenvolvimento, temos: Chile (1991), Israel (1992), Polônia (1998), República Tcheca (1998), Colômbia (1999) e México (1999).

Poderíamos incluir ainda um conjunto de países que adotaram metas implícitas, entretanto, não as divulgam para a sociedade, como Banco Central Europeu, Japão, EUA e Coreia do Sul. Nos países que possuem metas explícitas, todos conseguiram manter as taxas de inflação baixa e sob controle após a adoção desse regime, o qual também contribuiu para orientar as expectativas dos agentes.

É importante destacar que a maioria desses países que aderiram às metas explícitas, já vinham adotando outros mecanismos de combate à inflação, antes de adotarem o regime de metas. Nesse caso, as metas de inflação foram responsáveis por manterem as suas taxas estabilizadas e não por dar fim a um período de elevada inflação.

O regime de metas de inflação ganhou notoriedade por dois fatores em especial, sendo que o principal consiste no fracasso de outros regimes de controle dela. Nesse rol, enquadra-se o regime de regras de controle monetário, proposto pela Escola Monetarista, que não teve êxito esperado pós-década de 1980, sobretudo, pela impossibilidade de prever o comportamento da demanda por moeda.

Essa instabilidade da demanda por moeda, causada pelas inovações financeiras e mobilidade de capital, fazia com que a taxa de juros oscilasse em demasia, em virtude das variações da demanda por moeda, gerando instabilidade para o sistema. Outro problema desse regime foi a difícil assimilação pelo público, pois os dados de agregados monetários não ficavam explícitos para a população, bem como eram difíceis de serem seguidos à risca pelo Banco Central.

Outro instrumento muito adotado ao longo dos anos 1990, que não se manteve, foram as políticas de âncoras cambiais, pois a desregulamentação financeira ocorrida em meados dos anos 1980 ampliou a mobilidade de capitais, tornando impossível a manutenção do câmbio fixo ao longo da década de 1990.

Dada a natureza da política de âncoras cambiais, houve problemas de médio prazo, como ataques especulativos e dificuldades para os países administrarem seu balanço de pagamentos, necessitando manter uma política monetária altamente contracionista, com elevada taxa de juros, para atrair capitais estrangeiros.

O segundo fator que justificou a utilização das metas de inflação foi o forte arcabouço teórico novo-clássico, que defendia a tese de ineficácia da política monetária para gerar efeitos reais, dada a existência de uma taxa natural de desemprego. Nessa concepção, as metas de inflação têm como características o reconhecimento explícito de que a função da política monetária é tão somente a manutenção do nível de preços baixo e estável.

Como pontos positivos do regime de metas de inflação, podemos identificar a ampliação da transparência da condução da política monetária pelo Banco Central, pois esse passa a se comprometer com a sociedade, por meio de uma atuação transparente, prestando contas periódicas sobre o desempenho da política de estabilização, a partir da publicação de relatórios. Outro benefício é proporcionar maior disciplina aos *policymakers*, economistas responsáveis por definir e realizar as políticas macroeconômicas, os quais ficam condicionados a perseguirem somente a inflação.

Os teóricos novos-clássicos consideram que as autoridades monetárias possuem um viés inflacionário, pois têm interesse de um baixo nível de desemprego, muitas vezes por motivações eleitorais. Nesse sentido, com as metas de inflação, os *policymakers* não poderão mudar as regras da política monetária

ao longo do ano. Nesse aspecto, o regime de metas de inflação acaba sendo uma defesa contra a discricionariedade de que o Banco Central pode utilizar.



O regime de metas de inflação possui duas grandes funções na política de estabilização inflacionária, a primeira consiste em coordenar as expectativas dos agentes econômicos e a segunda de proporcionar um guia de transparência da condução da política monetária.

Essas duas funções caminham muito próximas da tríade novo-clássica de **credibilidade-reputação-delegação**, pois defende que se o Banco Central possui maior credibilidade do público, assim, terá maior sucesso na realização de suas políticas. Essa questão contribui para o debate de um Banco Central independente, pois indicaria para a sociedade que os *policymakers* estariam comprometidos com inflação baixa e livres de apelos políticos, como a busca pela redução do desemprego, por exemplo.

Atributos operacionais do regime de metas de inflação

Para que um país adote o regime de metas de inflação é necessário seguir os seguintes procedimentos:

- Escolher uma meta pontual e uma banda que consiste em um limite/espço em que a meta pode oscilar. Por exemplo, se a meta for de 6% e a banda de 2%, significa que a inflação poderia oscilar entre 4% e 8%.
- Definir um intervalo temporal no qual a meta esperada será alcançada, por exemplo, é mais comum, o período de um ano.
- Definir o índice de preços que será adotado como referência para a meta. Nesse caso, pode ser um índice cheio ou o núcleo do índice, também conhecido como ***core inflation***, no entanto, ao adotar este último, poderá incorrer na perda de credibilidade do Banco Central, em virtude de sua difícil assimilação pela sociedade.

Exclui do índice cheio os itens que causam perturbações transitórias e que têm pouca relação com os movimentos mais permanentes dos preços.

As metas de inflação no Brasil

O Brasil adotou o regime de metas de inflação em junho de 1999, em um contexto conturbado, visto que fazia poucos meses que o país havia alterado o regime cambial, passando de uma taxa de câmbio fixo para uma flutuante, tendo como consequência de mudança no câmbio uma forte desvalorização do Real, cerca de 60%, o que contribuiu também para uma pressão súbita sobre os preços.

Outros aspectos operacionais também dificultavam a adoção de um novo regime de controle de preços e da própria administração do regime, como a ausência de um departamento de pesquisa no âmbito do Banco Central (Bacen), a falta de séries estatísticas longas e a desconfiança internacional, pois países que passaram por alteração de câmbio fixo para flutuante, em um contexto de estabilização de preços, como o México, voltaram a conviver com elevadas taxas de crescimento nos preços.



Apesar do cenário difícil, a implementação da metas de inflação foi bem conduzida pelo Bacen brasileiro e vem tendo sucesso desde que foi implementada.

O regime de metas brasileiro é gerenciado integralmente pelo Bacen, entretanto, as metas são propostas pelo Ministro da Fazenda e definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Isso é efetuado anualmente, sendo escolhidas e divulgadas sempre para o período de dois anos subsequentes, no mês de junho de cada ano.

Por exemplo, a meta de inflação para o ano de 2012 foi apresentada/definida em junho de 2010, tendo como índice de preços escolhido o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), calculado pelo IBGE. No caso brasileiro, é utilizado o índice cheio, e a meta possui um intervalo de 2% para mais e para menos.

Na tabela a seguir são expostas as metas estipuladas para o país desde sua adoção em 1999, e a inflação efetiva vislumbrada no período.

Tabela 4.1 – Metas de inflação no Brasil e inflação efetiva

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 ^{1/}	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 ^{1/}	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	

¹A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004. Fonte: Banco Central do Brasil (2012).

É importante observar que o Comitê de Política Monetária (COPOM), órgão do Bacen, é responsável pela definição das diretrizes da política monetária, nesse caso, a definição das taxas de juros de curto prazo (Selic), que é o instrumento utilizado para combater a inflação, sendo ainda responsável pela realização das reuniões para avaliar a conjuntura econômica e definir a nova taxa de juros a cada 45 dias.

Além das reuniões periódicas, em que são divulgadas as atas, o Bacen também é obrigado a divulgar trimestralmente os relatórios de inflação. Caso a meta de inflação não seja atingida, o presidente do Bacen deve enviar carta pública para o Ministro da Fazenda, justificando as razões do não atingimento.

Uma das críticas feitas ao modelo brasileiro de metas de inflação, é que ele adota o índice de preços cheio, o qual considera em seu cômputo os preços administrados, que equivalem a 30% do IPCA, e que de alguma forma são controlados ou influenciados por um órgão do governo, por meio da realização de acordos, ou por serem produtos de extrema necessidade para a população, são oferecidos por poucas empresas, como é o caso da energia elétrica.

Em virtude de esses preços serem administrados pelo governo, eles não seguem as variações de oferta e demanda, gerando, com isso, constrangimentos para a realização da política monetária, conforme veremos na sequência. No próximo quadro, há um resumo dos preços administrados que compõem o IPCA.

Quadro 4.3 - Preços administrados por contrato que compõem o IPCA

Âmbito municipal e/ou estadual	Âmbito Federal
Gás encanado	Derivados de petróleo (combustíveis)
IPTU	Energia elétrica (residencial)
IPVA	Telefonia e correios
Água e esgoto	Pedágios
Transporte público	Planos de saúde
Cartório	Produtos farmacêuticos

Fonte: Elaboração do autor (2012).

A crítica sobre os preços administrados decorre que, durante muitos anos, o Bacen não conseguiu atingir a meta de inflação, conforme demonstrado na tabela de metas de inflação no Brasil e inflação efetiva, mesmo adotando uma política monetária muito contracionista, com elevada taxa de juros.

Essa situação refere-se ao fato de que como os preços administrados não dependem da demanda, e havendo uma política contracionista, que reduza a D.A., não influenciará esses preços. Por exemplo, de 1999 a 2005, os preços administrados tiveram um aumento superior aos preços livres.

Sendo assim, o Bacen necessita manter uma taxa de juros elevada para reduzir os demais preços que compõem o IPCA, para compensar a alta dos preços administrados. Essa elevação na taxa de juros acaba causando dificuldades para o desempenho da atividade econômica, visto que há uma queda nos investimentos e, por sua vez, no PIB.

Com a taxa de juros alta, há a necessidade de manter metas elevadas de superávit fiscal, que reduz a intervenção do Governo na economia por meio de seus gastos e contribui para manter uma carga tributária elevada. A solução nesse caso seria a eliminação dos preços administrados do IPCA, inclinndo-se

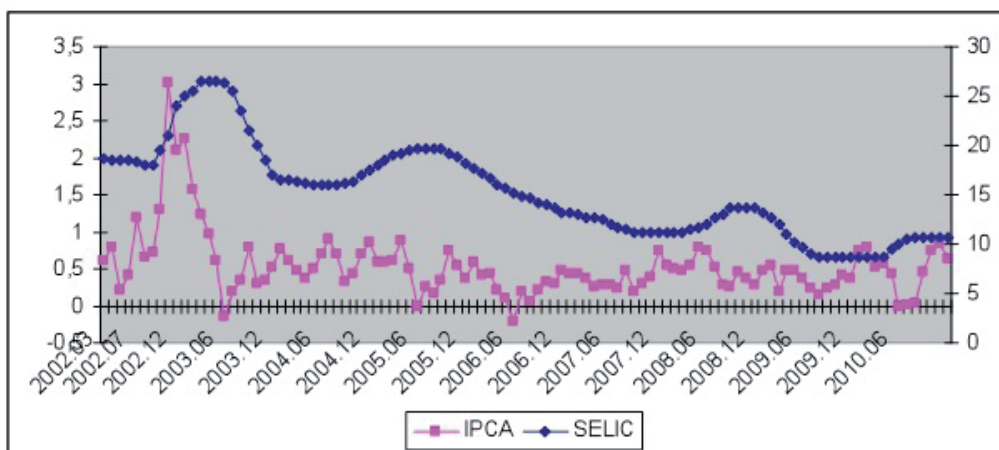
para a adoção do *core inflation*, a partir de estudos precisos, tendo em vista as dificuldades em sua implementação.

No entanto, é importante destacar que, por mais que o Bacen tenha adotado uma política monetária muito restritiva nos últimos anos, ele vem tendo sucesso na condução das taxas de inflação, visto que elas vêm se comportando de forma a ficar dentro da meta ou muito próxima.

Desse modo, podemos constatar que o Bacen brasileiro adotou uma política monetária de choque, a fim de conquistar a credibilidade e influenciar as expectativas dos agentes econômicos em um primeiro momento, administrando, e na sequência, vem administrando essa estabilidade de preços, via regime de metas de inflação.

Podemos dizer, também, que hoje o Bacen já colhe os resultados dessa política, afirmação que é confirmada por meio da análise dos dados ilustrados pela figura a seguir, a qual demonstra a evolução das taxas de juros (Selic) nos últimos anos, as quais vêm caindo e a inflação se mantendo baixa.

Figura 4.9 – Relação entre evolução da taxa de juros (Selic) e taxa de inflação (IPCA) no Brasil – entre março de 2002 a janeiro de 2011



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2012)

Alguns autores, como Giambiagi e Carvalho (2002), defendem que o regime de metas de inflação no Brasil, mesmo obtendo sucesso, deve ser aprimorado, sustentando a tese que esse regime tenha metas permanentes. Esse entendimento decorre dos seguintes argumentos: diminuição do espaço para a

discricionariedade das ações do Governo; minimização das chances de que, caso ocorra alteração no Governo, mudem as regras e maior confiança dos agentes da sociedade.

Para tanto, segundo esses autores, é necessária a aprovação pelo Congresso do modelo de Bacen independente no país, para garantir sua imparcialidade quanto a motivações políticas, vislumbrando a possibilidade de demissão do presidente do Bacen, caso as metas estabelecidas pelo governo não sejam atinjas.

Além disso, a meta de inflação deveria ser uma proposta inicial do Ministério da Fazenda, sendo submetida à apreciação do Congresso Nacional, para que seja uma meta institucional e não do governo.

A tese da independência do Banco Central

Também de tradição novo-clássica, o Banco Central Independente (daqui em diante BCI) surge no rastro das orientações políticas que visam a direcionar a política monetária apenas para combater a inflação e buscar maior autonomia do Banco Central, e assim adquirir maior credibilidade do público.

Sendo assim, o BCI seria o Banco Central, que teria total autonomia para executar as políticas monetárias, com o objetivo único de controlar a inflação. Nesse caso, o governo não teria nenhuma influência sobre o Banco Central, como hoje existe na maioria dos países.



O grande temor dos defensores do BCI é que o Banco Central tradicional que hoje vigora, tem outras metas além do combate à inflação, e a perseguição dessas outras metas pode comprometer a estabilidade dos preços no futuro, tendo em vista que a política monetária não consegue influenciar variáveis reais no longo prazo.

Como pontos positivos da adoção de um BCI, temos a plena liberdade de ação para os *policymakers* buscarem atingir o objetivo de combater a inflação, pois haverá uma menor ou total ausência de interferência do Governo, a ampliação da credibilidade do Banco Central que possibilitará afetar as expectativas dos agentes

econômicos, mantendo com mais facilidade e menos custos a estabilidade econômica e redução da incerteza na economia, contribuindo para melhorar capacidade de planejamento.

Por outro lado, há algumas críticas quanto à adoção do BCI, por exemplo, os monetaristas advogam que delegar tanto poder para o presidente do Banco Central é um risco muito grande, dada a importância da política monetária. Já os keynesianos avaliam que como a política monetária não é neutra e os ajustes na economia são demorados, o Banco Central não deve perseguir apenas a estabilidade da inflação, mas também se preocupar com a atividade econômica.

Nesta linha de raciocínio keynesiana é que advoga o ex-presidente do Banco Central americano (FED), Alan Greenspan (2006) apud Carvalho et al (2007).

Não é tarefa do FED esperar a inflação subir e só então aumentar as taxas de juros. Isto seria tarefa muito fácil. Sua tarefa é sustentar o crescimento econômico, ao mesmo tempo em que mantém uma inflação baixa, o que é muito mais difícil.

Outras críticas referem-se que a adoção do BCI geraria efeitos no sentido contrário ao que se almeja, pois um BCI teria como premissa a adoção de uma política monetária bastante apertada, gerando contração constante na economia, ampliando os custos sociais, bem como não ser utilizada para reavivar a economia pós-recessão. Acrescenta-se a essa análise, o fato de ser uma estrutura totalmente antidemocrática.

O quadro a seguir apresenta uma síntese dos pontos positivos e negativos da adoção de um BCI.

Quadro 4.4 – Principais vantagens e desvantagens da adoção de um BCI

Vantagens	Desvantagens
- Taxas de inflação menores e mais estáveis;	- Não há evidências de serem obtidas taxas de inflação menores e mais estáveis em países emergentes;
- Disciplina dos gastos governamentais devido à queda na captação de senhoriagem;	- Política monetária deixa de ser utilizada de forma contracíclica;

continua...

Vantagens	Desvantagens
- Concentração do objetivo da política monetária na busca pela estabilidade de preços.	- Não impede o aumento do déficit fiscal via redução da taxa de juros;
- Redução do viés inflacionário na condução da política monetária;	- Não é uma estrutura democrática;
- Redução de interferência política nas decisões do Banco Central;	- Base teórica não é sólida.

Fonte: Mendonça, (2003).

Apesar do debate teórico, há poucos bancos centrais totalmente independentes ao redor do mundo, no entanto, o que existe são bancos centrais mais ou menos independentes da intervenção do governo, os quais poderão ser analisados quanto a essa independência, por meio de três indicadores em conjunto:

- Grau de rotatividade dos dirigentes: quanto maior o período que um presidente de um Banco Central permanecer no cargo, maior será a independência desse banco. A única ressalva a esse indicador é que o presidente pode ser submetido ao Governo, por isso ele consegue se manter no cargo.
- Análise do estatuto do Banco Central: verificar os objetivos e instrumentos que são utilizados pelo Banco Central para intervir na economia, bem como analisar os limites dessa intervenção e a interferência do governo. A ressalva aqui é que as leis podem não ser cumpridas.
- Questionário sobre objetivos do Banco Central para especialistas de cada país. Nesse caso, há uma avaliação dos próprios agentes e do mercado, a respeito do comportamento do Banco Central.

Cabe destacar que há estudos empíricos que visam, sobretudo, a mensurar a correlação negativa existente entre nível de independência e inflação, em que quanto maior o grau de independência do Banco Central, menor será a taxa de inflação. Segundo Mendonça (2003), há na literatura pelo menos dois modelos de BCI a serem adotados.

O primeiro refere-se ao modelo de Kenneth Rogoff, que defende a indicação de um presidente muito conservador, o qual possua uma aversão à inflação maior que a da sociedade. Nesse modelo, o Banco Central teria total independência, tendo a possibilidade de definir as metas e escolher os instrumentos necessários para alcançar seus objetivos, sem depender de nenhuma autoridade política. O maior problema desse modelo é o risco da adoção de políticas monetárias extremamente contracionistas.

Já o segundo modelo refere-se a Carl Walsh, o qual prevê a elaboração de contratos ótimos entre o Banco Central e a sociedade. A ideia consiste em que o presidente do Banco Central receba as metas de inflação do governo e busque alcançá-las. Nesse caso, o Banco Central deve prestar contas à sociedade e ser punido, caso não atinja as metas.

Nesse modelo de Walsh, o Banco Central possui independência operacional, mas não de metas, as quais seguem sendo definidas pelo Governo. O problema desse modelo é que não há garantias que as metas serão estipuladas em patamares baixos ao longo do tempo, pois possuem inconsistência dinâmica.

É possível percebermos que o modelo de BCI não é consensual na literatura, e também não é adotado com tanta ênfase pelos países, no entanto, é importante mencionar que o BCI é uma ferramenta que se adapta muito adequadamente no trinômio credibilidade-reputação-delegação, o qual é um mecanismo importante para reduzir a inflação, com os menores custos sociais, e também influenciar as expectativas dos agentes econômicos.

Novo consenso macroeconômico

Apesar da existência de certa divergência entre as escolas de pensamento, keynesianas, monetária e novo-clássica, no uso da política monetária, há certo ponto de equilíbrio entre elas, o qual é denominado novo consenso macroeconômico. Não se trata de um consenso generalizado, mas da existência de um núcleo central da macroeconomia, cujos princípios são aceitos tanto por economistas e acadêmicos quanto pelos bancos centrais.

Entre os princípios que norteiam esse novo consenso, segundo Piza e Dias (2006), está a aceitação da existência de uma curva de Phillips a ser explorada no curto prazo, em função da rigidez de preços e salários. No entanto, no longo prazo, é entendido como o período em que os preços e salários são flexíveis, admitindo-se a existência de uma curva de Phillips vertical (representada pela curva de Phillips aceleracionista).



Esse segundo princípio tem um maior impacto prático sobre a política econômica, implicando que os Bancos Centrais escolham uma meta de longo prazo para a inflação, passando a guiar-se por ela.

Também há um consenso que as expectativas dos agentes econômicos são altamente influenciáveis pela política econômica, as quais são importantes para avaliar os impactos das políticas monetária e fiscal. Dessa maneira, os *policymakers* devem fazer mudanças graduais no estoque monetário, seguindo regras muito claras.

Outra implicação prática na condução da política monetária é que os bancos centrais de diversas economias estão cientes de que o principal objetivo da política monetária deve ser a obtenção e manutenção da estabilidade de preços.

Para tanto, a taxa de juros é o único instrumento à disposição do Banco Central para correção do excesso de demanda e convergência das expectativas de inflação em direção à meta. Na verdade, espera-se que a taxa de juros definida pelo Banco Central seja capaz de influenciar as expectativas de preços dos agentes econômicos, exercendo os efeitos esperados sobre a taxa de inflação.



Síntese

Nessa leitura, você estudou o fenômeno da inflação e compreendeu que ela gera muitos problemas para a sociedade, como: a perda do poder aquisitivo, a redução do crescimento econômico e a criação de expectativas inflacionárias que podem levar à indexação da economia.

Analizou os tipos de inflação e as causas que resultam no aumento dos preços da economia, e estudou a relação entre mercado de trabalho e aumento dos preços, compreendendo que no curto prazo outros distúrbios, além do aumento na oferta de moeda, podem gerar inflação, como o aumento dos gastos governamentais, por exemplo, e que no longo prazo a inflação é resultado unicamente da expansão monetária, mesmo resultando de outras políticas, como a ampliação dos gastos do Governo.

Por fim, você compreendeu que as políticas de combate à inflação promoverem contração na economia, gerando custos sociais, os quais podem ser amenizados quando o Banco Central possui credibilidade e reputação junto ao público, passando, assim, a influenciar as expectativas dos indivíduos. Conheceu também que políticas que se encaixam dentro desse arcabouço é a política de metas de inflação, adotada pelo Brasil, e a independência do Banco Central.



Atividades de autoavaliação

- 1) A partir de nossos estudos, explique de que forma a redução da taxa de desemprego abaixo da taxa natural de desemprego tende a gerar inflação, a qual pode resultar numa inflação de demanda e/ou de custos.

- 2) Leia atentamente o seguinte texto “Como os aumentos nos gastos do governo elevam a curva de demanda agregada na análise keynesiana, a política fiscal por si só pode ser a fonte de inflação”. Essa afirmativa é verdadeira, falsa, ou incerta? Justifique sua resposta.

- 3) A partir de seus conhecimentos, descreva como se origina uma inflação inercial.

- 4) A política anti-inflacionária resulta em custos sociais significativos, por exemplo, força a economia a entrar em recessão. Nesse sentido, apresente a diferença entre uma política de choque e uma política gradualista, comentando também sobre como a introdução das expectativas racionais contribuem para redução desses custos.

- 5) A partir do conteúdo estudado, descreva o que vem a ser a política de metas de inflação, identificando e descrevendo as principais características e funções dela.

- 6) De acordo com nosso estudo, descreva como podemos caracterizar um Banco Central Independente e qual a sua finalidade.

7) A inflação é causada, no longo prazo, pelo aumento de moeda na economia. Por outro lado, períodos de elevada inflação, por si só, também geram o aumento na oferta de moeda. Nesse sentido, a partir de nossos estudos explique essa situação.

8) A partir de seus conhecimentos, explique por que sucessivos saldos positivos no balanço de pagamentos de um país, derivados de uma entrada de capital estrangeiro, podem gerar inflação.

9) De acordo com nossos estudos, explique por que uma inflação de custos pode contribuir para a geração de uma inflação de demanda.



Saiba mais

MISHKIN, F. S. **Moeda, Bancos e Mercados Financeiros**. RJ: LTC, 2000.

BACHA, E. L. Plano Real: uma avaliação. in MERCADANTE, A. (org.). **O Brasil pós-Real**. Campinas, UNICAMP, 1997.

Atualidades monetárias



Objetivos de aprendizagem

- Conhecer as principais inovações financeiras criadas nos últimos anos.
- Estudar a importância da regulação e supervisão bancária.
- Analisar os principais mecanismos de regulação bancária utilizados pelos bancos centrais no mundo.
- Entender o acordo de Basileia e a sua evolução no tempo.
- Compreender o fenômeno da globalização financeira e das crises financeiras contemporâneas.



Seções de estudo

Seção 1 Inovação financeira

Seção 2 Regulação e supervisão bancária

Seção 3 As crises financeiras



Para início de estudo

Neste estudo, você conhecerá como as inovações financeiras dos últimos 20 anos e as mudanças no marco legal que vêm ocorrendo no mundo, desde o início da década de 1970, estão alterando o modo de atuação dos bancos na intermediação da moeda e das autoridades monetárias na regulação e supervisão do sistema financeiro.

Identificará as principais inovações do sistema financeiro nos últimos anos, tanto em termos de serviços quanto em termos de regulação, e estudará os mecanismos com os quais as autoridades monetárias regulam e supervisionam o sistema financeiro, objetivando preservar sua estabilidade.

Por fim, você compreenderá como se originam as crises financeiras e os impactos que elas causam sobre a economia, e entenderá que em virtude da proliferação de crises financeiras nas últimas décadas, as autoridades monetárias necessitam aprimorar seus mecanismos de regulação e supervisão do sistema financeiro.

Seção 1 – Inovação financeira

As inovações financeiras que surgiram nos últimos anos foram possíveis em virtude de condições econômicas favoráveis promovidas por um conjunto de fatores ambientais e legais, as quais implicam novos desafios para as autoridades monetárias.

As condições econômicas para a inovação financeira

Desde o início da década de 1970, o mundo presencia significativas mudanças no plano financeiro. Em primeiro lugar, podemos destacar que o fenômeno da globalização, o qual ficou

por muito tempo atrelado ao aspecto comercial e produtivo, com a ampliação de comércio entre as nações e das novas estratégias das empresas transnacionais, logo se alastrou para a esfera financeira.

Esse fenômeno produtivo que Chesnais (1996), inicialmente, denominou de mundialização do capital, passou também a receber a adjetivação de mundialização financeira, a qual Chesnais (1998) conceitua como o elevado grau de internacionalização do capital financeiro e de expansão do sistema financeiro internacional, decorrente de alguns eventos ocorridos na economia mundial, atrelado aos avanços da informática e das telecomunicações, assim como pela mudança de algumas normativas internacionais sobre a prática bancária.

Esses três fatores- os episódios/eventos, os produtos e a desregulamentação - foram responsáveis pela criação de uma nova indústria bancária, que gerou uma gama de inovações de produtos e serviços financeiros, implicando novos desafios para as autoridades monetárias.

Eventos econômicos mundiais

Os principais eventos econômicos mundiais remetem ao início dos anos 1970, mais especificamente em 1971, quando ocorreu o fim do Acordo Internacional de Bretton Woods, que vigorava desde 1944, o qual previa que os países manteriam o lastro de sua moeda no dólar americano.

A escolha da moeda americana, como âncora, decorria que apenas os Estados Unidos (EUA) detinham reservas de ouro suficientes para lastrear sua moeda. Para esse Acordo ser mantido, seria necessário que os países adotassem regime de câmbio fixo, com monitoramento do Fundo Monetário Internacional.

Com o câmbio fixo, as oscilações nas moedas em diversos países ficaram reduzidas, assim como os fluxos de recursos entre eles, visto que no período em que vigorou o Acordo, os bancos atuavam de forma mais conservadora, focada em seu negócio de intermediação de recursos entre agentes econômicos no mercado.

Entretanto, em 1971, os déficits fiscais crescentes por parte dos EUA e a emissão significativa de dólares fizeram com que o governo americano declarasse a incapacidade de manter o sistema Bretton Woods e esse se dissolveu. Com o fim do referido sistema, os regimes de câmbio ao redor do mundo deixaram de ser fixos e passaram a ser flutuantes.

Outro evento econômico importante que correu na década de 1970 refere-se aos choques de petróleo, em 1973 e 1979, que resultaram em duas situações.

A primeira foi a geração de processos inflacionários ao redor do mundo, com grande impacto nos países desenvolvidos. A segunda resultou na formação de grande volume de recursos pelos países exportadores de petróleo, os quais foram depositados em bancos europeus e ficaram disponíveis para empréstimos, os chamados petrodólares.

Esses efeitos da crise do petróleo, inflação e petrodólares, contribuíram cada um ao seu modo para incentivar as inovações financeiras/bancárias, visto que com a inflação, os países passaram a adotar políticas monetárias contracionistas, resultando em elevações da taxa de juros, e dado que a regra de política monetária era a de controle monetário, a taxa de juros acabou flutuando.



Com os petrodólares, os bancos europeus passaram a ampliar o fluxo de recursos entre os países, sobretudo em desenvolvimento da América Latina e do Leste Asiático, financiando obras de infraestrutura nesses países.

Cabe destacar que com a escalada inflacionária, EUA e Inglaterra passam a liderar um conjunto de medidas liberais, intitulada consenso de Washington, as quais posteriormente foram chamadas de pacote neoliberal, que consistia em políticas de desregulamentação de mercados, incluindo mercados financeiros e da redução da participação do Estado na economia.

Entre o rol de medidas dessas políticas estavam as privatizações, abertura comercial e flexibilização de regras para transações

financeiras, como por exemplo, a retirada de tributos e controles sobre capitais financeiros.



A defesa para a adoção dessas políticas decorre da tentativa de acabar com a inflação, de ampliar a produtividade por meio de incentivos de mercado e encontrar mecanismos de segurança em um mundo que deixou de ficar estável, haja vista a flutuação das taxas de câmbio, taxa de juros e dos preços (inflação).

Em virtude do aumento de recursos financeiros disponíveis nos bancos, inaugurados pelos petrodólares, de uma economia com preços flutuantes e com abrandamento de regras de controle de capitais financeiros, faltava apenas um instrumento que viabilizasse a ligação entre esses fatores, o qual se materializou pelas inovações da microeletrônica e das telecomunicações que possibilitaram fazer as transferências e trocar informações sobre diferentes mercados.

Avanços da informática e das telecomunicações

A inserção de Tecnologias da Informação e Comunicação (TICs) no mercado financeiro revolucionou o dia a dia dos bancos. Em um primeiro plano, os bancos ganharam eficiência em termos de escala e escopo de transações bancárias que possibilitou aprimorarem seus serviços, como a melhoria do sistema de pagamentos, com maior agilidade na compensação de cheques e outros papéis (cobrança bancária, cartões de crédito) e avaliação dos riscos, por meio de modelos estatísticos de análise de crédito e banco de dados de clientes.

Em relação ao segundo plano, houve a criação de novos produtos e serviços, que para fins deste estudo será convencionado o termo **inovações financeiras**.

Para Mishkin (2000), as inovações financeiras são responsáveis por alterar o papel tradicional dos bancos - que era captar recursos de curto prazo e emprestar a longo prazo - e por trazer maiores desafios para os reguladores, pois como cresce a oferta de crédito dos bancos, por sua vez, também amplia o nível de riscos.

São todos os novos produtos e serviços, criados a partir das melhorias em TICs, que possibilitaram maior liquidez e agilidade no processamento de dados bancários, como por exemplo, o desenvolvimento e aprimoramento de novos segmentos do mercado financeiro, bem como a realização de transações de *home banking* e *home broker* que agilizaram a transferência de recursos e da melhoria da concessão de crédito de forma automática.

Está relacionada à inflação demasiada do preço de um ativo sem uma causa que a fundamente. Geralmente é estimulada pelo crédito, por políticas expansionistas e por expectativas positivas que aumentam fortemente a demanda por um ativo, elevando seus preços.

Nesse sentido, a ampliação de crédito tornou o mercado mais suscetível à criação de “**bolhas especulativas**” e induziu o aumento de ganhos rápidos no mercado financeiro, situação mais conhecida como especulação financeira, que se refere à busca de lucros rápidos e fáceis por meio da aplicação de dinheiro em diversos ativos financeiros, como por exemplo, a arbitragem de moedas e a compra de ações e títulos públicos, em diferentes países ao mesmo tempo.

Mudanças de normativas internacionais da prática bancária

As mudanças de normativas internacionais sobre prática bancária trouxeram a possibilidade de lucros rápidos aos agentes econômicos, estimulando o ingresso expressivo de investidores institucionais no mercado financeiro, a partir da formação de fundos mútuos, os quais foram responsáveis por desenvolver novos mercados financeiros e gerar maior liquidez e volatilidade a eles.

Essas mudanças favoreceram a especulação em virtude da desregulamentação de alguns mercados financeiros como, a revogação da Lei Glass-Steagal nos EUA, que possibilitou aos bancos comerciais operar em outros segmentos do mercado financeiro restrito a bancos de investimentos, como o mercado de ações e de câmbio, e também da possibilidade de Associações de Poupança (S&L) realizarem operações de crédito direto ao consumidor, as quais simultaneamente tiveram reduzidas a fiscalização de suas instituições.



Essa desregulamentação financeira contribuiu para ampliar a alavancagem dos bancos, possibilitando que eles adotassem práticas de intermediação bancária mais arriscadas, colocando em risco o sistema financeiro como um todo.

Contudo, se por um lado, a referida desregulamentação contribuiu para abrir oportunidades para os bancos criarem inovações financeiras, por outro, modificaram a sua forma de atuação, fazendo com que perdessem espaço para as próprias inovações, como, por exemplo, os Fundos de Investimento que competem pelos depósitos dos bancos; e o mercado de *commercial papers* que compete na esfera da oferta de crédito.

É importante observar que esse cenário trouxe uma constante necessidade de inovar por parte dos bancos, que além de buscar formas alternativas de ampliar suas receitas, como a concessão de maior volume de crédito – implicando maiores riscos –, tiveram de ampliar o rol de serviços, como cobrança terceirizada, pagamentos de funcionários, convênios de pagamento, consultoria financeira e seguros.

Nesse sentido, verificamos que as inovações financeiras, ao mesmo tempo em que trouxeram novas oportunidades para os bancos, possibilitando maior desenvolvimento no mercado financeiro, deixaram novos desafios para os reguladores manterem a estabilidade do sistema financeiro, a qual é fundamental para a economia.

Esses desafios também se estendem aos bancos na instância que ampliam a competição no setor, sendo assim, vamos estudar as principais inovações financeiras para depois partir para análise da regulamentação bancária.

As inovações financeiras recentes

De acordo com Carvalho et al (2007), podemos indicar cinco inovações financeiras importantes nos últimos anos: securitização, derivativos, investidores institucionais, tendência à universalização dos bancos e liberalização/desregulamentação financeira.

Já Roubini e Mihm (2010) trazem que diferentemente das inovações financeiras do passado, as quais foram importantes para gerenciar riscos, como a criação do mercado de futuros, as inovações financeiras recentes buscam ampliar as possibilidades de lucro fácil e rápido, mediante brechas na legislação prudencial. Na sequência, vamos apresentar essas principais inovações.

Securitização

Securitização deriva da palavra inglesa *securities*, significa títulos financeiros, e consiste, segundo Mishkin (2000, p. 172), no processo de transformar ativos financeiros ilíquidos, como hipotecas residenciais, em valores mobiliários negociáveis no mercado de balcão ou de capitais.

Assim, os bancos podem agrupar de forma barata um conjunto de contratos de crédito, e repassá-los para outro banco, que ficará responsável em receber as amortizações. Essas operações também são conhecidas como Títulos Garantidos por Hipoteca (daqui em diante chamaremos de CDO).

Para Carvalho et al (2007), se a operação de CDO for negociada no mercado de balcão, ela é conhecida como securitização primária, na qual há a atuação de um banco de investimento como intermediário. Nesse caso, o banco de investimento faz a ponte entre um banco comercial e outros investidores, como por exemplo, os fundos de pensão.



O banco Alfa realiza 10 empréstimos no valor de \$ 100 mil cada para receber em 12 meses, cobrando para cada contrato 10% de juros. Nessas operações, o banco Alfa desembolsou \$ 900 mil no total. Caso o banco Alfa pretenda antecipar esses recursos, pode vender esses 10 contratos por meio de uma securitização, repassando-o/vendendo-o para um investidor pelo valor de \$ 950 mil.

Nesse caso, em vez de ganhar R\$ 100 mil após 12 meses, ganhou \$ 50 mil, no entanto, garantiu recursos de imediato. Já o investidor que comprou a securitização também ganhará \$ 50 mil, mas terá que esperar 12 meses para seu resgate. Com relação aos devedores, nada mudará, visto que continuarão pagando seus 10%, embora essas amortizações ingressem no banco investidor.

Com relação à securitização secundária, que diz respeito aos contratos de crédito (de vários diferentes clientes), esses ficaram mais homogêneos, sendo empacotados e revendidos a outros bancos, via mercado de capitais. Nesse caso, os investidores

compram aqueles contratos e os bancos que venderam se responsabilizam pelo seu cumprimento.

Nessa modalidade, há maior liquidez e menores custos de transação, pois não precisa de um intermediário. Para que haja um mercado secundário desenvolvido é necessário ter um ativo amplamente aceito, seguro e transparente em termos de regras e informações sobre esse ativo, o qual deve possuir necessariamente uma certa padronização.

Outro exemplo de operação no mercado secundário que se vincula à securitização é o mercado de *commercial papers* (notas promissórias). Esses papéis são títulos de dívida de curto prazo, emitidos por grandes bancos e empresas. Nesse caso, a empresa emite papéis para tomar dinheiro emprestado de um terceiro, os quais podem ser lastreados em patrimônio da empresa emissora, como suas contas a receber (duplicatas).

Cabe destacar que esse mercado cresceu muito nos EUA e na Europa ao longo da década de 1990, em virtude dos avanços de TICs, as quais permitiram melhorar a classificação de riscos e disponibilizar informações das empresas. Desse modo, o mercado de *comercial papers* vem sendo uma fonte alternativa para as empresas captarem recursos a custos mais baixos. Por outro lado, esse mercado acabou concorrendo com os bancos.

Segundo Roubini e Mihm (2010), antes da existência da securitização, os contratos imobiliários deixavam os bancos e mutuários “presos” por longo período de tempo, em média 30 anos, que é o período tradicional deste tipo de contrato. Essa operação era conhecida como “originar e manter em carteira”, no entanto, a securitização possibilitou agrupar um conjunto de contratos imobiliários em um novo contrato e revendê-lo para outro banco ou investidor.

A modalidade de crédito securitização revolucionou o mercado bancário, viabilizando a capitalização dos bancos que trabalham com financiamentos imobiliários, pois ao invés de esperarem 30 anos em média para receberem o dinheiro investido, passaram a receber imediatamente, caso realizem uma operação de securitização. Assim, os **ativos ilíquidos** foram transformados em **ativos líquidos**.

Ainda segundo Roubini e Mihm (2010), todos os envolvidos nesse mercado ganham, desde o proprietário do imóvel que obtém o empréstimo do banco, o corretor de hipotecas que ganha suas comissões, o banco emprestador que recebe lucros sem ter que esperar 30 anos, o banco de investimentos ganha uma boa comissão para intermediar o contrato de securitizáveis, por fim, os investidores (fundos de pensão) que recebem uma taxa de lucro satisfatória e uma fonte de renda permanente (devido às amortizações das hipotecas), na compra de tais securitizáveis.

A securitização é um bom negócio, desde que os contratos imobiliários sejam de baixo risco, o que inicialmente era possível. Mas logo que os bancos perceberam uma oportunidade e um nicho de mercado, espalharam essa modalidade para outros produtos, como cartão de crédito, financiamento de veículo e crédito estudantil. Em virtude de o risco ficar para quem obtém o contrato de securitização, o banco que vende pode ter incentivos para não tomar todas as medidas precaucionárias, como por exemplo, liberarem crédito para clientes com maior risco.

Assim, mudou-se a operação de crédito imobiliário tradicional dos bancos - “originar e manter em carteira” -, passando a se chamar “originar e distribuir”. Essa inovação financeira trouxe um grande desafio para as autoridades monetárias, visto que os bancos, ao terem a oportunidade de aumentar seu volume de empréstimo, ampliando a liquidez de suas operações de longo prazo e tendo mais recursos para emprestar, aumentaram sua alavancagem, demandando cuidados e regras especiais para as referidas autoridades monitorarem esse tipo de operação.

Esses cuidados ainda não foram normatizados, e a securitização foi um dos fatores que gerou o risco sistêmico na crise dos *subprimes* dos EUA em 2008.

Derivativos

Derivativos são instrumentos financeiros que se originam do valor de outro ativo, tido como ativo de referência, por exemplo, um contrato de ouro futuro depende do preço do ouro no mercado à vista, os quais ganharam impulso na década de 1970,

quando a bolsa de mercadorias de Chicago lança o primeiro contrato futuro de taxas de câmbio.

Cabe lembrar que nesta década tem início a volatilidade de uma grande quantidade de preços da economia, como a taxa de câmbio, os preços em geral (inflação) e as taxas de juros, e nesse cenário, os derivativos foram criados como um instrumento de proteção contra a oscilação de preços, ou seja, para gerenciar riscos.



Para um produtor de suínos, no qual o milho é o principal insumo de produção, os derivativos poderiam protegê-lo de uma alta no preço da *commodity* em período de escassez. Já a um produtor de milho, os derivativos poderiam protegê-lo de uma queda no preço em períodos de excesso de produção.

Em tempos de mundialização financeira, os derivativos passaram a ser usados como uma forma de obter ganho financeiro em operações especulativas, ficando o objetivo da proteção em segundo plano, sendo que muitas empresas não financeiras vêm especulando neste mercado para obter ganhos financeiros que não estão relacionados a sua atividade principal.

Alguns casos recentes e mais notáveis dessas operações foram as transações da Sadia e da Aracruz, as quais passaram a operar com contratos opções de câmbio em 2008, especulando com a baixa cambial. Com a desvalorização cambial de cerca de 60%, em virtude da crise dos *subprimes*, as empresas tiveram prejuízos, ultrapassando R\$ 1 bilhão.

Entre os derivativos mais populares encontram-se o mercado de futuro, de opções, a termo e de *swap*, e recentemente surgiu para os bancos uma nova modalidade que são os derivativos de crédito. Segundo Bader (2002), derivativos de crédito são contratos financeiros que oferecem um seguro contra perdas relativas às operações de crédito. Nesse caso, esse instrumento tem o intuito de auxiliar os bancos a administrar o risco de crédito dos seus empréstimos, por meio de um seguro contra movimentos adversos da qualidade de crédito do mutuário.

Com esse derivativo de crédito, se o tomador ficar inadimplente, o banco não sofrerá perdas, pois o comprador do derivativo, geralmente uma seguradora ou um banco de investimento, arcará com o pagamento. Caso o empréstimo seja pago normalmente, o banco apenas pagará o prêmio ao comprador do derivativo. Para Bader (2002), quando utilizado corretamente, os derivativos de crédito podem reduzir o risco de crédito dos bancos.

Os derivativos de crédito se diferenciam da securitização, no sentido de que com eles o contrato de crédito fica de posse do banco que realizou o empréstimo. Na securitização, a propriedade do contrato passava para o comprador. Para os bancos, esse mecanismo possibilitou maior segurança e maior incentivo para assumir riscos, ao realizar operações de crédito, pois por meio dos derivativos, o risco passa para as seguradoras, possibilitando, desse modo, o aumento do grau de alavancagem dos bancos.

Da mesma forma que a securitização, a falta de regulação nas empresas tomadoras desses derivativos impõe grande risco sistêmico, que foi outra situação verificada na crise financeira de 2008. Nessa crise, a empresa americana de seguros American International Group (AIG) foi assumida pelo Governo dos EUA, ao não conseguir fazer o pagamento de grande volume de contratos de *subprime*, que passou a assegurar via derivativos de crédito.

Segundo Krugman (2009), o mercado de derivativos é perigoso, pois possibilita a alavancagem dos investidores em nível elevado. Um exemplo, é que com o mercado de opções (segmento do mercado de derivativos), é possível ganhar com o mercado em alta, por meio de posições compradas, na qual se ganha caso o preço do ativo aumentar, e em baixa com as posições vendidas, em que se ganha se o preço do ativo cair, que é o caso do aluguel de ações. Para Roubini e Mihm (2010), esse nível de desenvolvimento do mercado de derivativos resultou, para muitos investidores, um mercado financeiro que se assemelha a um cassino.

Nesse sentido, o nível de alavancagem corresponde a uma quantidade muito superior ao valor do patrimônio do fundo ou do investidor. Por exemplo, com uma aplicação de aluguel de ações, em que um investidor vende a descoberto uma quantidade de ações da empresa A, tomando recursos emprestados para

fazer essa aplicação, e compra ações da empresa B. Nesse caso, se o preço das ações A cair e o preço das ações B aumentar, o investidor potencializa os ganhos pelos dois lados, contudo, caso o contrário aconteça, os preços se invertem, a perda também se potencializa.



Se você considerar que alguns fundos assumem posições de 100 vezes seu patrimônio, isso significa que o aumento em 1% no preço dos ativos, o fundo dobra seu patrimônio. Por outro lado, se o preço do ativo cair em apenas 1%, o fundo perdeu todo o seu patrimônio.

Considere ainda que, caso se materialize nessa situação a queda em 1%, e o Fundo decida vender um determinado volume de seus ativos para cobrir o rombo, essa venda influenciará o preço do ativo no mercado, podendo induzir a um “**efeito manada**”, com perdas significativas e sistêmicas para todos os participantes desse mercado.

É o comportamento que ocorre no mercado financeiro que se assemelha a uma manada, em que se um agente realiza alguma ação, os demais agentes tendem a acompanhá-lo sem ter razão própria para isso, ou mesmo que essa ação não lhe traga benefício.

Investidores institucionais

Os investidores institucionais, segundo Sandroni (2005), são os participantes dos mercados financeiros e de capitais, que atuam na gestão de recursos de terceiros, comprando e vendendo grandes quantidades de valores mobiliários. Como exemplos desses tipos de agentes econômicos, temos os fundos de pensão, as entidades de previdência privada, os fundos de investimentos e as seguradoras.

Os fundos de investimentos ao transacionar grandes volumes de recursos possibilitam ganhar escala em suas operações, reduzindo, assim, os custos de transação. Para pequenos investidores, os fundos de investimento são a única maneira de aplicar em determinados tipos de ativos, como, por exemplo, ações e títulos públicos, que possuem custos elevados e, em muitos casos, um valor mínimo para aplicação.

Por sua vez, os fundos de pensão, representados pelo conjunto de recursos obtidos via contribuição de empregados de uma empresa, a exemplo da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), que é o maior fundo de pensão da América Latina, visa a aplicar recursos depositados de seus associados para obter o melhor retorno e garantir o pagamento das aposentadorias. Como movimentam uma gama considerada de recursos, acabam diversificando seus investimentos, sendo hoje acionistas de grandes empresas do país.

Uma outra característica relevante dessa inovação financeira é que os administradores dos fundos recebem comissões pelos rendimentos obtidos em suas aplicações e bônus adicionais ao atingir determinadas metas. Nesse sentido, a remuneração dos administrados incentiva-os a assumirem riscos elevados para obterem ganhos de curto prazo, caracterizando como um problema de agente-principal. Assim, a forma de atuação dos investidores institucionais amplia o risco do sistema financeiro, pois eles passaram a se arriscar muito para dar retorno aos cotistas e obter seus bônus.

Um exemplo característico dessa situação é que um pequeno investidor, ao invés de deixar seu dinheiro em uma poupança de um banco - que lhe confere maior segurança -, procura um fundo de investimento para obter melhor rendimento para seu dinheiro. Dessa maneira, os fundos passam a aplicar o dinheiro de seus cotistas em aplicações que envolvem maior risco - ações e derivativos, por exemplo - os quais percebem retornos variáveis, podendo obter tanto rendimentos positivos como negativos.

O grande problema dos investidores institucionais, segundo Krugman (2009), é que em virtude de manipularem uma gama considerada de recursos podem influenciar os mercados, por meio de ataques especulativos, como foi o caso do sucesso do megainvestidor George Soros, o qual especulou contra a libra esterlina em 1990, fazendo-a desvalorizar em questão de dias, ganhando o equivalente a US\$ 1 bilhão.

Além do impacto sobre os mercados financeiros, os investidores institucionais possuem incentivos para assumir riscos, pois de um lado não possuem uma regulação efetiva das autoridades

monetárias e de outro possuem incentivos para correr riscos no curto prazo, em virtude dos bônus que recebem.

Dado a falta de regulamentação, os investidores institucionais possuem maior flexibilidade para realizar aplicações e investimentos, atraindo vários investidores pequenos, competindo, dessa forma, com os bancos na captação de recursos, pois como a compra dessas cotas não caracteriza um depósito, não há compulsório sobre essa captação, possibilitando que os fundos paguem uma taxa de rendimento maior.

Tendência à universalização dos bancos

A estrutura de atuação dos bancos dentro do sistema financeiro de um país se dá basicamente de duas formas. A primeira, chamada de bancos segmentados, nos quais os bancos se especializam em uma modalidade de transação, como banco comercial, o qual visa a captar depósitos à vista e realizar empréstimos. E a segunda forma, de bancos múltiplos ou universais, abre a possibilidade para os bancos ampliarem sua atuação, podendo unir em um mesmo banco atividades comerciais, de desenvolvimento e de investimentos.

Segundo a Resolução CMN 2.099, de 1994, do Banco Central do Brasil, os bancos múltiplos estão autorizados a realizar operações das carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima.

Nos EUA houve uma pressão muito grande ao longo dos anos 1980 para diversificar as atividades bancárias. Desde a lei Glass-Steagall de 1933, os bancos americanos operam de forma segmentada, seguindo rígida regulação com relação ao percentual dos depósitos que podem ser emprestados e limite de taxa de juros que podem ser pagas em sua captação (Regulamentação Q).



Os bancos comerciais somente podem captar depósitos e realizar empréstimos, a Associação de Poupança e Empréstimos (S&L) pode apenas financiar hipotecas. Por outro lado, bancos de investimento não podem atuar na forma de bancos comerciais, preservando, assim, os bancos comerciais da concorrência daqueles.

Com as inovações financeiras, como contas correntes que pagam juros (contas *now*), o desenvolvimento do mercado de *commercial papers* e ampliação dos investidores institucionais, os bancos comerciais americanos e as S&L's iniciaram uma pressão para que pudessem ampliar e diversificar suas operações, a fim de fazer frente à concorrência das inovações financeiras citadas.

Um grande passo para a flexibilização daquela regulação seria revogar a Lei Glass-Steagal, aumentando o rol de possibilidade aos bancos comerciais e S&L em suas transações. A referida revogação aconteceu em 1999, sendo que nesta mesma linha seguiram os bancos europeus e asiáticos, sobretudo do Japão.

A partir dessa revogação, os bancos americanos iniciaram fusões entre empresas financeiras que operam em diferentes segmentos. O segmento de maior interesse pelos bancos comerciais foi a atuação como banco de investimento, passando a ter acesso ao mercado de capitais e à formação de fundos de investimentos, assim, pode se beneficiar das inovações financeiras, ampliando suas possibilidades de lucros.

O grande temor desse movimento é que os bancos universais, ao usufruírem de maiores alternativas de investimento no mercado de capitais, possam por em risco os recursos dos correntistas, ampliando o risco sistêmico. Já os bancos comerciais, que basicamente captam depósitos à vista de curto prazo e realizam empréstimos de longo prazo para capital de giro, para consumo e aquisição de imóveis, realizando assim a administração desses recursos ao longo do tempo, buscam, com isso, gerar relação de longo prazo entre correntista e banco.

No que se refere aos bancos de investimentos, esses visam a captar grandes somas de dinheiro, sobretudo, via fundos de

investimentos e aplicar no mercado de capitais, como forma de auferir grandes retornos no curto prazo. Nesse caso, há um choque de culturas entre os dois tipos de bancos, visto que os ganhos dos bancos de investimento tendem a ser maiores e mais voláteis que os ganhos dos bancos comerciais.

Sendo assim, com a possibilidade de universalização dos bancos, há um ganho por um lado, sobretudo para os comerciais, no sentido de deixá-los mais dinâmicos na sua operacionalização e possibilitar oferecer produtos mais aderentes às inovações financeiras. Por outro lado, há um perigo, pois os bancos podem incorrer em atividades mais arriscadas, trazendo danos ao sistema financeiro.

No caso do Brasil, a universalização dos bancos foi formalizada em 1988, por meio da Resolução 1524/1988, como uma forma de melhorar o desempenho dos bancos nacionais, no sentido de ganhar escala e escopo em suas transações para ampliar a oferta de crédito. Na realidade brasileira, os bancos se adaptaram bem ao novo formato, embora muitos foram liquidados no período. Dos que permaneceram, sua estrutura atual é considerada bastante sólida, pois conseguiram se adaptar a esse novo mercado.

Para Paula e Oreiro (2007), a implementação do Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), em 1995, contribuiu para esse fortalecimento, sendo que uma alteração importante advinda do PROER diz respeito à possibilidade da entrada de bancos estrangeiros a partir de 1996, o que fez ampliar a concorrência no setor.

Desregulamentação e liberalização financeira

Como apontado anteriormente, a inauguração a partir do final da década de 1980 das políticas previstas no Consenso de Washington promoveu uma maior liberdade para a promoção dos movimentos internacionais de capitais ao redor do mundo.

Segundo Ferrari Filho e Paula (2004), o fenômeno da globalização, tanto financeiro como comercial e de capital, impôs novos desafios à soberania nacional, pois ao contrário dos movimentos ao longo da década de 1950, de internacionalização

do capital, por meio da entrada de empresas e bancos multinacionais nos países, o formato atual da globalização exige redução das diferenças de natureza legal e institucional, para evitar diferenças específicas entre países, quebrando, muitas vezes, com uma estrutura histórica (cultura) e/ou estágio de desenvolvimento de um determinado setor.

Como principais exemplos, temos a falta de regulação sobre a movimentação internacional de capitais, ou seja, como não há **controle de capitais**, os recursos dos fundos de investimentos e fundos de pensão migram de um país para outro, sem barreiras, e ampliam a volatilidade. Esses capitais, conhecidos como capitais especulativos, foram responsáveis ao longo da década de 1990 pela geração de várias crises ao redor do mundo.

Refere-se às restrições impostas aos investimentos estrangeiros de curto prazo, quando entram em um país. A forma mais tradicional desse controle é a cobrança de tributo na entrada e/ou na saída e a obrigatoriedade de permanência de um período mínimo de tempo dos recursos dentro do país.



As crises do México (1995), Ásia (1997), Rússia (1998) e Brasil (1999), que em virtude da especulação contra as moedas nacionais, desencadearam efeitos sobre os mercados financeiros e de capitais ao redor do mundo.

Além da falta de barreiras sobre os capitais estrangeiros, a criação de **conglomerados financeiros** contribuiu significativamente para ampliar os efeitos dos fluxos internacionais de capitais, por reunirem uma gama significativa de recursos e também influenciar o preço de vários ativos, impactando, assim, na concorrência bancária local dos países.

Conjunto de entidades financeiras que atuam sobre mesma administração ou gerência, ou pela atuação no mercado, sob mesma marca.

Nesse caso, os conglomerados geram um efeito monopólio nas economias, dificultando a competição, não havendo legislação e regulamentação específica para tais organizações, elas passam a ter grande liberdade para a realização de suas transações.

Paralelo a esse movimento de internacionalização de capitais e formação de conglomerados financeiros, ocorreram várias tentativas de flexibilizar as ações dos bancos. No caso da experiência internacional, o principal exemplo foi a flexibilização da Lei Glass-Steagal.

Segundo Roubini e Mihm (2010), a regulamentação sobre os bancos foi abrandada, tendo em vista a complexidade dos

ativos financeiros que foram sendo criados ao longo dos anos 1980, como a securitização e os derivativos, desembocando na alteração, por exemplo, da avaliação dos riscos dessas operações via Acordo de Basileia II, em 1996, ficando a cargo dos próprios bancos, em virtude da falta de profissionais e de estrutura por parte das autoridades monetárias para fazer a fiscalização.

Por fim, cabe destacar a implementação da política “muito grande para falir” (*too big too fail*), que ampliou o risco moral dentro do sistema financeiro, fazendo com que além da tendência de concentração das instituições financeiras em conglomerados, as autoridades monetárias ficassem reféns delas, pois não poderiam deixá-las falir em virtude dos impactos que poderiam causar sobre a economia.

Assim, os bancos, ao saberem desse comportamento do Banco Central, ficaram mais encorajados para realizar transações arriscadas e ampliar os riscos do sistema financeiro.

Seção 2 – Regulação e supervisão bancária

A regulação e supervisão bancária vêm ganhando grande destaque dentro da economia monetária mundial, principalmente depois da crise financeira de 2008, e de sua evolução no tempo.

A importância da regulação bancária

As inovações financeiras vêm trazendo vários desafios para as autoridades monetárias realizarem um serviço que é primordial para a manutenção da estabilidade e solidez do sistema financeiro de um país, que é a regulação e supervisão bancária.

O sistema financeiro é fundamental para a economia, na instância em que gera benefícios para toda sociedade, os quais também são conhecidos como externalidades positivas, estando entre os principais benefícios o gerenciamento e provisão de um sistema de pagamentos, o qual gera eficiência para a sociedade, na medida em que facilita a rápida transferência de recursos

entre compradores e vendedores, e o benefício da intermediação financeira, que consiste na captação de poupança e oferta de crédito, possibilitando, assim, o aumento de investimentos e a ampliação da renda.

Por outro lado, o sistema financeiro também pode causar prejuízos para a sociedade, principalmente quando a atividade bancária é usada de forma imprudente, ocasionando perdas para os correntistas, quando ocorre a falência de um banco ou a geração de crises financeiras, resultando na perda de riqueza dos indivíduos e na restrição de crédito para o setor produtivo.

O mais grave dos problemas é quando essas situações geram corridas ou pânico bancários, levando todo o sistema financeiro ao colapso, mediante falências em série de instituições financeiras. Nesse caso, a economia real é afetada, isto é, a produção e distribuição de bens é prejudicada em virtude da falta de crédito e pelo rompimento do mecanismo que facilita as trocas e confirma as transações financeiras que é o sistema de pagamentos.

Em virtude dessas características, o sistema financeiro é um dos setores mais regulamentados e fiscalizados da economia. Segundo Mishkin (2000), a regulamentação do sistema financeiro se dá por três razões: a) aumentar a disponibilidade de informações aos investidores; b) assegurar a saúde do sistema financeiro; c) melhorar o controle da política monetária.

Quanto à primeira razão, a regulação pode contribuir para reduzir os problemas de assimetria de informações que ocorre no sistema financeiro. Por exemplo, dada a existência de seleção adversa, os bancos podem não distinguir os melhores clientes para emprestar dinheiro, causando inadimplência e colocando em dificuldades a saúde do próprio banco. Ou ainda, banqueiros mal-intencionados podem aplicar os recursos dos correntistas em atividades arriscadas, comprometendo a poupança dos indivíduos.

O mesmo problema de assimetria de informações pode levar os bancos a agir de forma inconsequente, oferecendo crédito em quantidade muito acima de suas condições, que podemos chamar de alavancagem exacerbada. Ou também, pode levar o público a desconfiar da saúde financeira dos bancos e originar uma corrida bancária, levando ao colapso do sistema financeiro.

Por fim, como os bancos influenciam na oferta de moeda na economia, por meio do multiplicador bancário, o Banco Central precisa tomar medidas para controlar a quantidade de crédito realizada pelos bancos, com vistas a não influenciar suas metas de política, como por exemplo, a taxa de juros.

Quadro 5.1 – Tipos de risco que a atividade bancária está sujeita

Tipo de Risco	Conceito
Risco sistêmico	É a possibilidade de que um choque localizado em algum ponto do sistema financeiro possa se transmitir ao sistema como um todo. Ou ainda, decorre de dificuldades financeiras de uma ou mais instituições que provoquem danos substanciais a outras, ou uma ruptura na condução operacional de normalidade do sistema financeiro em geral.
Risco de crédito	Risco do não recebimento dos valores a que se tem direito ou ao seu recebimento fora do prazo ou fora das condições pactuadas em um contrato de crédito. Em outras palavras, é a possibilidade de inadimplência de um empréstimo.
Risco legal	Refere-se a não observação de alguma exigência da legislação, ou o não cumprimento de leis e normas, que pode levar a perdas, como, por exemplo, a não recuperação de uma hipoteca pela falta de registro cartorário.
Risco de mercado	Refere-se ao risco representado pela variação de preços dos ativos financeiros em razão das oscilações próprias do mercado financeiro. O risco de mercado pode ser dividido em 4 grandes áreas: risco de taxas de juros, risco de taxa de câmbio, risco de preço de ações e risco de preço de derivativos.
Risco operacional	Consiste na perda originada por qualquer falha na estrutura organizacional de um banco, como por exemplo, falhas de equipamentos e sobrecarga de sistemas, recursos humanos mal preparados, ou ainda, perda dos valores éticos.
Risco de liquidez	Está relacionado à incapacidade de transformar rapidamente um investimento em dinheiro, por conta disso, traz dificuldades em honrar os compromissos assumidos em função do desequilíbrio de caixa gerado pelo descasamento dos prazos de vencimento das operações ativas e passivas, seja por má administração dos prazos, ou por inadimplência dos devedores.

Fonte: Adaptado de Fortuna, (2005).

Nesse sentido, a regulação e supervisão bancária, também conhecida como regulação prudencial, consistem, segundo Carvalho et al (2007, p. 274), no conjunto de normas e fiscalização que incidem sobre os bancos, visando a garantir que essas instituições sejam geridas com cuidado, para minimizar os riscos de suas operações, evitando, assim, que riscos de colapso do sistema financeiro se acumulem.



A regulação bancária tem como meta impedir a realização de negócios que ameacem a segurança do sistema financeiro, e que, provavelmente, seriam realizados na ausência dessas normas.

Segundo Carvalho (2005), o sistema financeiro possui uma característica peculiar que o distingue dos demais setores da economia, que é a existência do risco sistêmico apresentado no quadro anterior. Esse risco não existe em outros setores da economia, por exemplo, se uma empresa do ramo metalúrgico tiver problemas financeiros e falir, nada acontece de negativo para as demais empresas do setor, talvez até seria bom para as demais empresas, pois haveria menos concorrência.

No caso do setor financeiro é diferente, pois se um banco passa por dificuldades, ele pode gerar danos aos demais bancos, sendo que essa repercussão dos danos decorre basicamente do produto que os bancos trabalham, isto é, a intermediação financeira.

Nessa intermediação há, de um lado, a custódia dos valores depositados, de outro, um repasse destes valores a terceiros, na forma de empréstimos. Ao trabalhar com recursos de seus correntistas, o banco trabalha de forma alavancada. Dessa maneira, para viabilizar essa atuação dos bancos, deve haver a confiança do público que depositou seu dinheiro, mas caso essa confiança seja quebrada, pode gerar uma corrida dos correntistas para tirar seu dinheiro depositado.

A corrida bancária ocorre em virtude de os bancos não possuírem todo o dinheiro depositado pelos correntistas - pois ele empresta dinheiro a terceiros -, e caso um grande contingente de saques pretende ser realizado, o banco pagará a quem chegar por primeiro.

Nesse caso, se todos os depositantes quiserem tirar seu dinheiro ao mesmo tempo, o banco decretará falência, pois não possui dinheiro suficiente para pagar os saques. O problema da confiança do público pode ser resumido em termos de risco de crédito que o banco oferece, isto é, a incapacidade do banco honrar seus compromissos.

O problema não encerra na falência de um banco, pois geralmente os bancos possuem operações entre si - realizadas no mercado interbancário - e quando um deles passa por dificuldades, pode gerar dificuldades para seu concorrente, o que leva a uma nova corrida bancária e à possibilidade de uma nova falência, gerando um efeito dominó, que se resume na essência do risco sistêmico.

No final desse processo de corridas bancárias e falências de bancos, tem-se o esfacelamento do sistema financeiro.

Quando o sistema financeiro não funciona em harmonia, toda a economia passa por problemas, gerando atrofiamento da economia real, como a diminuição da produção e a circulação de bens e serviços. Para evitar esse colapso, as autoridades monetárias precisam preservar a estabilidade dos bancos, mantendo a confiança dos indivíduos.

Essa manutenção da confiança vem sendo garantida, desde a década de 1930, por uma **rede de segurança bancária** e, nos últimos anos, por uma supervisão prudencial. Em outras palavras, essa rede busca evitar o risco de crédito, a qual previne corridas bancárias e assim preserva a não ocorrência do risco sistêmico.

Basicamente essa rede de segurança consiste na existência de um **seguro-depósito** e do **emprestador de última instância**. Essa política surgiu em 1933 nos EUA, após a eclosão da crise de 1929, quando muitos bancos faliram. Atualmente, a maioria dos países conta com uma rede de segurança nesses moldes.

O seguro-depósito visa a garantir aos correntistas que, em caso de falência de um banco, o seu dinheiro, depositado no banco, seja coberto pelo Banco Central. No Brasil, o Fundo Garantidor de Créditos (FGC), criado em 1995, assegura o valor de até R\$ 70 mil por CPF. O FGC é uma instituição privada sem fins lucrativos, formada por um conjunto de mais de 180 instituições que depositam mensalmente o equivalente a 0,0125% do montante dos saldos das contas correspondentes aos depósitos à vista, formando, assim, o fundo. (FUNDO, 2012).

Geralmente, o Banco Central não deixa um banco quebrar para usar o seguro-depósito, visto que, primeiramente, tenta sanear-lo e vendê-lo na sequência, garantindo a todos os correntistas que todas as quantias sejam salvas.

Já o mecanismo de prestador de última instância é o fornecimento, por parte do Banco Central, de reservas aos bancos, quando esses passam por dificuldades e ninguém mais tem interesse de fornecer auxílio para os bancos. Esse tipo de prestador busca evitar uma crise sistêmica, quando um único banco passa por dificuldades.

É o conjunto de medidas para resguardar a falência de bancos na economia. As políticas basicamente consistem em seguro-depósito e prestador de última instância.



Muito próximo dessa medida está a política do “muito grande para falir”, que consiste no auxílio a grandes instituições financeiras, quando passam por dificuldades, com o objetivo de evitar que elas contaminem todo o sistema, gerando um possível colapso.

Se por um lado essa rede de segurança contribuiu para uma maior tranquilidade no setor bancário, por outro, ela gera incentivos para os bancos adotarem medidas contraprodutivas, conhecida como risco moral.

Para os depositantes, o seguro-depósito é bom, mas não é tudo, pois, além do dinheiro propriamente dito que está depositado, o indivíduo quer a liquidez e o serviço de guarda e retirada do dinheiro a qualquer tempo, no caso da falência de um banco, o indivíduo perde esse bem-estar.

Cabe destacar que a rede de segurança bancária foi importante enquanto os bancos possuíam atividades simples, no entanto, após as inovações financeiras resultantes dos acontecimentos da década de 1970, exigiram novas estratégias de regulação financeira, visto que novos mercados surgiram, principalmente aqueles voltados para negociar não mais recursos financeiros propriamente, mas os riscos envolvidos nesses negócios, como por exemplo, os mercados de derivativos que expandiram-se, precisamente em resposta a essa demanda por proteção por parte de agentes privados.

Assimetria de informações e o comportamento dos bancos

A assimetria de informações ocorre quando a informação não está disponível para todos os agentes envolvidos em uma negociação, no entanto, alguns indivíduos possuem mais informações sobre determinados aspectos da transação que outros.



No mercado de ações, alguns indivíduos podem possuir informações privilegiadas sobre determinadas empresas, tirando proveito dessa situação, aplicando seus recursos nas empresas mais rentáveis.

Para os bancos, essa situação é mais relevante, pois sua principal função é tentar alocar seus recursos em projetos que apresentem as melhores expectativas de retorno. O detalhe crucial dessa história é que somente o indivíduo tomador do empréstimo possui conhecimento perfeito do seu negócio, nesse aspecto, o banco necessita de informações sobre seus clientes e respectivos empreendimentos.

De acordo com Stiglitz e Greenwald (2003), a existência de assimetria de informações traz um novo olhar sobre o comportamento dos bancos. Nesse aspecto, o mercado bancário passa a sofrer imperfeições naturalmente, o qual não se orienta mais pelo mecanismo de preços de interação entre oferta e demanda de crédito, tendo poder para determinar a taxa de juros, dando origem ao **racionamento de crédito**, ou seja, os bancos indicarão quais indivíduos/empresas que receberão crédito.

Por outro lado, a existência de assimetria de informações gera maiores desafios para as autoridades monetárias na regulação dos bancos, pois ela cria incentivos para eles tomarem medidas mais arriscadas. Para avaliar esses impactos, vamos estudar cada uma das três situações que a assimetria de informações produz: a) seleção adversa; b) risco moral; c) agente-principal.

a) Seleção adversa: a seleção adversa surge quando há dificuldade de distinguir entre produtos bons (considerados de qualidade) e ruins (de má qualidade) dentro de um mercado. Essa teoria foi inaugurada em 1970, por George Akerlof, em que apresenta o problema para o mercado de carros usados, “problema dos limões”.

Nesse exemplo, as condições dos automóveis usados somente são conhecidas pelos seus proprietários, podendo ser boas ou ruins. Devido a esse desconhecimento sobre a situação de todos os carros e a incerteza existente entre os agentes econômicos, gera-se uma redução no preço dos carros usados em boas condições

Diz respeito à oferta de crédito pelos bancos, em um volume menor que a demanda, resultando em falta de crédito na economia. A oferta menor decorre que os bancos não têm interesse em oferecer empréstimo, mesmo com uma taxa de juros maior, em virtude dos riscos do tomador.

- devido o preço de equilíbrio ser calculado em função da média do preço dos carros bons e ruins - resultando em perdas para os proprietários dos veículos em bom estado de conservação.

Outros exemplos de seleção adversa remetem ao mercado de seguros de veículos, devido à existência de bons e maus motoristas/imprudentes, e ao mercado bancário, devido à existência de empresas boas de ruins.

Nesses últimos exemplos, os “agentes bons” pagam um prêmio para compensar os “agentes ruins”, o que acaba encarecendo a transação, retirando, muitas vezes, do mercado os bons indivíduos/clientes. Dessa forma, o principal efeito da seleção adversa é que ela expulsa do mercado os produtos/indivíduos considerados bons.

É importante registrar que há vários casos de dificuldades que a seleção adversa traz para a regulação bancária, como por exemplo, quando os indivíduos não conseguem distinguir quais bancos apresentam boa saúde financeira ou quais agem de forma imprudente.

Nesse caso, podem direcionar seus recursos para aqueles bancos que oferecem um retorno maior, por esse motivo podem sofrer maiores dificuldades de caixa e lesar os clientes no futuro, ou, então, quando na iminência de um pânico bancário, os indivíduos, ao não conseguirem distinguir quais possuem dificuldades, iniciam uma corrida bancária, gerando o efeito dominó.

Por fim, a seleção adversa, dada a existência de uma rede de segurança bancária, pode atrair os banqueiros mais inescrupulosos para o setor, o que ampliaria a probabilidade de o sistema financeiro passar por crises, em virtude da má conduta desses banqueiros. Em síntese, com a existência de seleção adversa, aumenta os riscos do sistema financeiro, impondo uma maior necessidade da regulação bancária.

b) Risco moral: o risco moral surge após a efetivação do negócio e está relacionado com a desobrigação do cumprimento de algumas regras expostas na transação. Essas regras, mesmo inseridas em contratos, não são passíveis de monitoramento ou outra forma de forçar o indivíduo a honrar o compromisso.



Um indivíduo que faz um seguro de veículo e deixa de tomar alguns cuidados com ele após o seguro ter sido efetivado, como não trancar o carro ou fazer manobras arriscadas em uma rodovia.

No caso bancário, empresas que tomam empréstimos podem não realizar as melhores práticas administrativas, levando seus empreendimentos a resultados negativos, em virtude disso, podem gerar inadimplência no banco.

O risco moral é um dos principais problemas enfrentados pela regulação bancária, em virtude, sobretudo, da rede de segurança montada pelo Banco Central para evitar a ocorrência de pânico bancários. Diante desse cenário, os bancos podem ficar mais inclinados a ampliar a oferta de crédito (ampliando sua alavancagem), reduzindo os cuidados em termos de avaliação dos clientes, visto que, em última instância, os correntistas não serão lesados (seguro-depósito) e o governo acabará salvando os bancos, caso passarem por dificuldades.

c) Agente principal: é uma espécie de risco moral que ocorre quando o administrador (agente) de uma empresa não é o proprietário (principal) dela. Nesse caso, como o administrador não tem vínculo com a empresa, pode tomar riscos mais elevados que possivelmente não tomaria se fosse proprietário. No caso bancário, nada garante que o empresário que tomou os recursos utilize-os no negócio mais rentável e menos arriscado, já que o dinheiro alocado no negócio não é seu.

Em termos de regulação bancária, os administradores dos bancos podem ser considerados esse tipo de “agentes”, por gerenciarem recursos que pertencem a terceiros, e os correntistas são os “principais”. Dessa maneira, como não estão administrando os próprios recursos, os banqueiros (agentes) podem tomar posturas mais arriscadas, com intuito de auferir retornos elevados no curto prazo, colocando em risco a estabilidade de todo o setor.

O problema do agente-principal tomou maiores proporções, conforme Roubini e Mihm (2010), à medida que muitos fundos de investimento e de pensão passaram a pagar bônus para seus administradores. Os bônus seriam pagos mediante o atendimento

de determinadas metas de rendimento para suas aplicações. Essa situação incentivou esses administradores a aplicarem os recursos dos correntistas em transações mais arriscadas.

Estratégias de regulação bancária

De acordo com Carvalho et al (2007), as estratégias de regulação bancária foram sendo implementadas progressivamente e em estágios, pelos países, ao longo do século XX. Essas estratégias vêm sendo revistas aceleradamente e constantemente em virtude das inovações bancárias, tornando-se muito complexa na atualidade.

Nesse sentido, podemos dividir a adoção das estratégias de regulação em três estágios bem demarcados e um quarto estágio que está sendo desenvolvido, em virtude das inovações financeiras e da deflagração da crise financeira de 2008.

Embora as estratégias estejam divididas, muitos países acabam adotando-as conjuntamente, isto é, uma estratégia não interfere na utilização simultânea de outra. Além disso, as estratégias adotadas em cada país dependerão do grau de desenvolvimento de seu sistema financeiro, bem como da estrutura dos seus órgãos reguladores.

Regulação de balanços

A regulação de balanços consiste na supervisão bancária por meio de auditorias periódicas pelo Banco Central para o acompanhamento e fiscalização das operações dos bancos. Esse tipo de supervisão tem o intuito de evitar que os bancos façam negócios arriscados e que estejam descumprindo as regras.

Esse controle direto sobre operações dos bancos dá-se mediante análise dos demonstrativos contábeis e envio de relatórios por parte dos bancos. Nesses relatórios, estão contemplados balanços contábeis (ativos e passivos dos bancos), receita e dividendos, controles internos e operações de câmbio.

Para Carvalho et al (2007), esse tipo de regulação possui foco no passivo dos bancos, sobretudo, para avaliar se há liquidez suficiente para dar conta dos negócios do dia a dia (saques, por exemplo).

Nesse sentido, a regulação de balanços está voltada para preservar a estabilidade do sistema de pagamentos, na instância que incentiva a manutenção de reservas para garantir a liquidez dos bancos. Também mantém seu foco na segmentação bancária, ou seja, no limite de atividades para cada tipo de banco, conforme Lei Glass-Steagal, em que cada banco somente poderá atuar em uma área, por exemplo, um banco comercial não pode atuar como banco de investimento.

Coefficientes de capital

Esse tipo de regulação direciona sua análise sobre os ativos dos bancos. Em síntese, exige uma quantidade mínima de patrimônio para o banco realizar suas operações, sendo uma maneira de inibir que os bancos realizem operações de elevado risco, as quais possam comprometer sua estabilidade financeira.

A principal estratégia utilizada foi o Acordo de Basileia em âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS), sediado na cidade de Basileia, na Suíça, o qual é uma organização internacional, criada em 1930, para coordenar os pagamentos da Alemanha referentes aos reparamentos da I Guerra Mundial.

Segundo Bank (2012), o BIS foi aprimorando suas funções ao longo do tempo e hoje é responsável por promover a cooperação entre Bancos Centrais de todo o mundo, na busca de estabilidade monetária e financeira. Em outras palavras, contribui para supervisionar a atividade bancária no mundo e possui atualmente como membros cerca de 60 Bancos Centrais.

O Acordo de Basileia foi firmado em 1988, por iniciativa dos países pertencentes ao G10, e logo após foi ratificado por mais de 100 países, incluindo o Brasil. O principal objetivo do Acordo foi reforçar a liquidez e estabilidade do sistema bancário internacional, mediante a criação de exigências mínimas de capital para os bancos, para evitar problemas relacionados ao

risco de crédito apresentados no quadro referente aos tipos de risco que a atividade bancária está sujeita.

As exigências de capital seguiriam **fatores de ponderação do risco**, que consiste em aplicar pesos diferenciados para cada tipo de ativo possuído pelos bancos. Nesse sentido, utilizando como exemplo o caso brasileiro, a conta caixa e títulos públicos federais possuíam peso 0. Aplicações em ouro, depósitos em moeda estrangeira e cheques enviados à compensação possuíam peso 0,2; títulos estaduais peso de 0,5, operações de crédito e avais e fianças, peso 1.

Nesse caso, ao aplicarmos esses fatores sobre o valor investido pelo banco, em cada tipo de ativo, teríamos o **ativo ponderado pelo risco**.



Caso um banco possuísse \$ 100, de seus ativos em títulos públicos federais, o seu ativo ponderado pelo risco seria zero [$\$100 * 0$ (fator de ponderação) = 0]; por outro lado, se os ativos estivessem direcionados em operações de crédito, então, o banco possuiria o mesmo montante em ativo ponderado pelo risco [$\$ 100, * 1$ (fator de ponderação) = 100].

O que o Acordo de Basileia previa de fato era o **grau de alavancagem** de cada banco, a qual indica quantas vezes os ativos ponderados pelo risco, que calculamos anteriormente, podem superar o patrimônio líquido do banco. O acordo original estabeleceu um índice mínimo de 8%, isto é, para cada \$ 100, de ativos ponderados pelo risco, o banco deveria possuir \$ 8, de capital próprio, o que equivale a um grau de alavancagem de 11 vezes.

O Brasil, por julgar que as instituições financeiras nacionais estavam sujeitas a riscos mais elevados, como por exemplo, menor transparência nas demonstrações financeiras das empresas e risco de exposição cambial, fixou esse índice em 11%, o que equivale a um grau de alavancagem de 9 vezes.



Retomando o mesmo exemplo anterior, no segundo caso, se o banco possuísse \$ 100, de seus ativos em operações de crédito, então, o ativo ponderado pelo risco seria igual a \$ 100, aplicando o grau de alavancagem de 11%, ($\$100, * 0,11$), o banco deveria possuir em capital próprio \$ 11.

Perceba que o cálculo da exigência de capital, segundo o Acordo de 1988, segue duas etapas, em que primeiramente se calcula o ativo ponderado pelo risco e depois se calcula a quantidade de capital próprio requerida, conforme o grau de alavancagem estabelecido pelo Bacen.

Cabe destacar que o Acordo de Basileia inova perante a regulação prudencial anterior (voltada a liquidez dos depósitos), pois buscou resolver os problemas de assimetria de informações, na instância que exigiu que os bancos compartilhassem os riscos de suas operações financeiras. Dessa maneira, o banco, ao manter um volume de capital próprio por operação, também estaria se solidarizando com possíveis perdas futuras, dessa forma, seria mais cauteloso na concessão de empréstimos.

Como o Acordo não conseguiu resolver todos os problemas, em virtude das inovações financeiras, em 1996 é lançado o Acordo de Basileia II, o qual apresentamos na sequência.

Coefficientes de capital, inovação financeira e autorregulação

O Acordo de Basileia, em seu primeiro formato, em 1988, continha falhas que logo foram assimiladas pelas instituições financeiras, as quais passaram a buscar alguma forma de burlar o sistema, abrindo novas estratégias no âmbito do mercado de derivativos. A principal falha, segundo Carvalho (2005), era que o Acordo de 1988 estava direcionado para a velha estrutura do banco comercial, que seria captar e emprestar dinheiro.

Nesse caso, no rol de ativos previstos para serem ponderados pelo risco, não continha a maioria dos novos produtos transacionados no mercado de derivativos, incentivando ainda mais os bancos a direcionarem seu portfólio para aqueles ativos, pois não passavam

pelo crivo do Acordo, não necessitando assim aportar nenhuma quantidade de capital próprio, que por sua vez, ampliava o grau de alavancagem dos bancos.

Desse modo, o Acordo de 1988 deixou uma grande lacuna na medida em que apresentou uma Tabela contendo apenas os ativos tradicionais de um banco, deixando de fora a maioria dos novos ativos, que foram criados por meio da inovação financeira recente.

Nesse caso, as operações de crédito, que são a principal transação de um banco, acabaram sofrendo a maior punição, pois possuía fator de ponderação de 100%, enquanto outros ativos, que apresentavam risco elevado, sequer foram ponderados. Para Carvalho (2005), o que o método do Acordo de 1988 alcançou não foi o reforço do sistema financeiro, mas sim, a ampliação de suas distorções.

Na tentativa de eliminar essa falha, o BIS apresentou, em 1995, uma emenda ao Acordo de 1988, passando ainda aprimorá-lo ao longo dos anos e tendo sua implementação completa em 2007, ficando conhecida como Acordo de Basileia II, o qual visou a incluir uma gama mais ampla de riscos e ativos, como risco de mercado e risco de liquidez - sobre esses tipos de riscos, conforme apresentado no quadro referente a isso que a atividade bancária está sujeita.

A ideia inicial do Acordo de Basileia II era incorporar mais capital próprio do banco, à medida que suas operações envolveriam mais risco. Para tanto, o Acordo foi estruturado em três pilares: a) requerimento de capital mínimo; b) supervisão bancária; c) disciplina de mercado.

Requerimento de capital mínimo

No que se refere ao primeiro pilar, o objetivo era introduzir os ativos que ficaram de fora do Acordo de 1988 e inaugurar novas metodologias de cálculo do risco desses ativos. A novidade é que essas metodologias ficaram sob responsabilidade dos próprios bancos, os quais definiram sua própria estratégia de avaliação e tratamento de riscos, que posteriormente seria submetida ao crivo das autoridades monetárias. Nesse contexto, foram disseminados os modelos matemáticos para cálculo do risco *Value At Risk* (VAR), pelos quais seriam calculadas as perdas, caso ocorresse eventos adversos.

No entanto, Carvalho (2005) entende que há grandes dificuldades de encontrar dados adequados para serem trabalhados pelo VAR, pois eles não captam eventos futuros de grandes dimensões, como ficou evidente na crise de 2008, por exemplo, e o impacto desses eventos sobre cada um dos ativos financeiros existentes.

À medida que os modelos VAR demonstraram-se pouco consistentes, passou-se a incluir outros requisitos para o cálculo de risco, como a inclusão de metodologias internas para avaliar o risco operacional e o legal.

Esses riscos são regulados mediante exigências do Banco Central, com regras prudenciais (*compliance*) que se referem aos controles internos dos bancos em suas operações e das regras prudenciais, como a imposição de auditorias independentes aos bancos, controle da lavagem de dinheiro e de cadastro dos clientes com relação a operações no país e no exterior, como cadastros e documentos de clientes atualizados.

Segundo Mishkin (2000), há quatro elementos considerados na avaliação do risco operacional: a qualidade de supervisão executada pela diretoria e administração superior, a adequação de políticas e limites para todas as atividades que apresentam riscos significativos; a qualidade da medida do risco e dos sistemas de monitoramento; e a adequação de controles internos para evitar fraude ou atividades não autorizadas por parte dos funcionários.

Dessa maneira, os auditores internos podem classificar os empréstimos com *ratings* de 1 a 5, por exemplo, demonstrando que os empréstimos com piores índices precisam ser readequados, ou o banco necessita direcionar maior volume de recursos para reservas contingenciais.

Assim, a partir de 2004 o cálculo dos coeficientes passou a ser feito por três métodos diferentes, cuja utilização dependeria do nível de desenvolvimento que o banco possuísse para adotar tais mecanismos de mensuração de risco. Esses métodos são apresentados a seguir.

- a) Padronizado: é o método mais simples e reproduz a ideia do Acordo de 1988, no entanto, substitui a tabela de fatores de ponderação da época, pelo uso de informações de agências de avaliação de risco.
- b) Abordagem baseada nos *ratings* internos, fundacional: método que utiliza parcialmente insumos dos bancos, realizado por meio de modelos da autoridade reguladora.
- c) Abordagem baseada nos *ratings* internos, avançada: vale-se quase que exclusivamente de informações geradas pelos bancos, dado que a administração mais avançada de risco permite a redução de capital exigido, os bancos se esforçariam para melhorar sua administração de risco.

Supervisão bancária

Esse segundo pilar diz respeito à busca constante de supervisão por parte dos reguladores, como forma de garantir que as instituições financeiras se engajem na realização da avaliação e monitoramento de riscos de suas atividades.

Segundo Fortuna (2005), esse pilar objetiva que os bancos adotem processos internos seguros, para avaliar a suficiência de seu capital, e estabeleçam as metas de capital que sejam compatíveis com seu grau de risco. Esse processo interno estaria sujeito à revisão e intervenção da supervisão constantemente.

Disciplina de mercado

A disciplina de mercado visa a estimular a transparência das informações pelos bancos, via **governança corporativa**, para que o mercado possa auxiliar no monitoramento das instituições. Uma das estratégias desse pilar que é utilizada pela supervisão do Bacen brasileiro é a **marcação a mercado**.

Segundo Fortuna (2005, p. 728), a marcação a mercado é a atualização do preço dos ativos que um determinado banco possui diariamente, conforme a oscilação dos seus preços. Dessa maneira, o princípio dessa estratégia é minimizar o risco de mercado, por meio da atualização dos seus valores e evitar grandes oscilações que possam colocar em dificuldades a instituição financeira.

Sistema que garante o tratamento igualitário entre os acionistas de uma empresa, além de transparência e responsabilidade na divulgação dos seus resultados. Por meio da prática da governança corporativa, os acionistas podem efetivamente monitorar a direção executiva de uma organização.

Em síntese, o Acordo de 1988 cobria apenas risco de crédito, enquanto as inovações contempladas no segundo Acordo foram no sentido de aprimorar o primeiro, por meio da inclusão da cobertura do risco de crédito, de mercado e operacional. Dessa maneira, o segundo Acordo de Basileia buscou reunir ações para resolver esses problemas e se resume em criar mecanismos para que os bancos adotem posturas de cautela e metodologias de cálculo de risco por conta própria.

O grande problema desse conjunto de regras refere-se à complexidade das informações geradas, à intervenção significativa dos reguladores sobre os bancos, o que pode levar ao encarecimento das operações de crédito, e baixa condição de padronizar a forma de regular e de cálculo, tendo em vista as especificidades de cada banco. Essas medidas foram postas em prova na crise de 2008 e apresentaram falhas.

Novas estratégias de regulação pós-crise de 2008

A deflagração da crise financeira de 2008, com seus impactos irradiando-se por todo o mundo, seja na esfera financeira como na esfera produtiva, trouxe uma grande reflexão para as autoridades e organismos internacionais, tanto sobre a forma como a regulação prudencial vinha sendo conduzida até então, na instância que não evitou a crise, quanto referente a necessidade de reformar a regulação para ampliar a segurança do sistema financeiro. Nesse sentido, surge a necessidade de implementar novas políticas/modalidades de regulação.

Como primeiro passo, temos uma nova configuração do Acordo de Basileia, chamado de Basileia III, que começou a ser aplicado em 2010. Esse Acordo foi promovido pelo G20 e pelo Fórum de Estabilidade Financeira, ao longo de 2009. Esse novo Acordo prevê um conjunto de medidas para ampliar a regulação interna dos bancos, em termos de avaliação de risco e obrigação para que eles ampliem suas reservas de capital para se protegerem de crises, triplicando essas reservas, em comparação à exigência até aquele ano.



A principal inovação do Acordo de Basiléia III consiste na criação de dois fundos para serem usados em momentos de crise. Esses fundos, também chamados de “colchões de capital” estão previstos para serem construídos entre os anos de 2016 e 2019.

O primeiro fundo prevê que os bancos poderão em determinadas circunstâncias, fazer retiradas. Porém, caso um banco esteja próximo do percentual mínimo exigido, terá que reduzir a distribuição de lucros e dividendos. Essa medida busca evitar que esses bancos continuem a pagar elevados bônus e dividendos, mesmo quando sofrem deterioração de seu capital. Já o segundo fundo, visa a canalizar o percentual dos empréstimos realizados pelos bancos em momentos de expansão de crédito.

Para Roubini e Mihm (2010), essa proposição do BIS é importante, mas ainda peca em termos de aprimoramento da avaliação dos riscos dos ativos, pois além do aumento de requerimento de capital, que em princípio o Basileia III está assentado, os autores sugerem um conjunto de medidas para reforçar a segurança do sistema financeiro, as quais compreendam:

- a) Retorno ao modelo Glass-Steagal, para evitar as relações entre tipos de bancos diferentes (comercial e de investimento, por exemplo) e reduzir o tamanho das existentes.
- b) Política monetária mais contracionista e atenta às variações da base monetária, e alavancagem dos bancos, para evitar a formação de “bolhas”.
- c) Recrutamento de bons profissionais para realizarem a fiscalização de bancos, os quais disponham de melhores salários e maior independência política e orçamentária do órgão fiscalizador.
- d) Desdobrar/cindir as instituições financeiras de grande porte para evitar a política do “muito grande para falir”. Esse mecanismo seria uma tentativa de limitar o poder dos conglomerados financeiros que atuam em diversos mercados, em diferentes países.

- e) Mudança na legislação da remuneração de executivos e banqueiros, visto que os elevados bônus que os executivos ganham para obter lucros altos e rápidos, inauguraram uma corrida sem limites para aplicações de elevado risco.

Segundo os autores, o problema não é o montante que é pago para os executivos, mas a forma como é pago. Nesse sentido, defendem que o pagamento dos bônus seja realizado em ações restritas, em que o recebimento do bônus pelo atendimento de metas ocorra por meio do pagamento de ações da empresa, com a obrigação de mantê-las por um período determinado de tempo. Assim, todos os executivos pensariam no sucesso da empresa no longo prazo, e quanto maior esse prazo para o executivo manter as ações, melhor.

Defendem ainda que além dessa forma de pagamento, deveria ser cobrado dos executivos uma multa, caso suas negociações não alcançassem as metas estipuladas, visto que na forma de pagamento atual, não há ônus para os executivos, caso não alcancem essas metas, o que acaba incentivando a adoção de um comportamento mais inclinado para a assunção de riscos.

Esse sistema, também conhecido como *bônus-malus*, seria uma espécie de fundo em que as ações dos executivos seria depositada no caso de sucesso, e seria debitado, caso as negociações dessem erradas.

Por fim, outra possibilidade de pagamento aos executivos, de acordo com os referidos autores, seria que ao invés de ações da empresa, o pagamento fosse realizado com os Títulos Garantidos por Hipoteca (CDO), criados pelos executivos, fazendo com que experimentem os produtos que eles mesmos criam.

- f) Alteração das normas da securitização. Elaboração de normas para permitir a maior padronização e transparência desse tipo de ativo, com o objetivo de facilitar o trabalho dos reguladores.

Essa ação seria conjugada com a exigência, por parte das autoridades monetárias, aos agentes econômicos

envolvidos como corretores, bancos comerciais e de investimento, para uma melhor análise de crédito de seus clientes e produtos, sendo que uma possibilidade seria manter os bancos emissores como avalistas (co-responsáveis) desses contratos, para evitar que se emita um contrato com risco elevado.

- g) Mudanças no mercado de derivativos, como tornar mais transparente os derivativos de crédito, estabelecendo uma legislação própria, coibindo transações via balcão. Fazer o registro desses derivativos em câmaras de compensação, isto é, o banco que vende deve ter garantia para honrá-lo, em caso de inadimplência, e ainda proibir determinados derivativos de terem seguros, pois na verdade as companhias de seguro não tem condições de bancar esse volume de recursos, se ficarem inadimplentes.

Seção 3 – As crises financeiras

O estudo das crises financeiras é importante para avaliar suas características, seus efeitos sobre a economia e como a política monetária é utilizada para enfrentá-las, sendo fundamental também para perceber como as inovações financeiras e a desregulamentação do sistema financeiro mundial contribuíram para originar a crise financeira de 2008 e para que ela tomasse proporções próximas a da grande depressão de 1929.

Conceituando crise financeira

Segundo Roubini e Mihm (2010), as crises financeiras são criaturas metódicas, possuem causa e seguem um caminho padrão até sua erupção por todo o sistema econômico. Essas crises geralmente iniciam com uma **bolha especulativa**, na qual o preço de um ativo sobe significativamente, alimentada, sobretudo, pelo aumento de crédito, ou por políticas governamentais expansionistas, por exemplo, aumento dos gastos.

Além do crédito, a geração de bolhas pode se dar em virtude de expectativas positivas dos indivíduos sobre determinado evento e/ou com a euforia de alguma inovação tecnológica.

Todos esses elementos, como crédito, aumento dos gastos governamentais, expectativas e/ou euforia contribuem para aumentar a demanda de um determinado ativo, o qual eleva seu preço.

Geralmente, a criação de uma bolha especulativa não possui uma causa que fundamente a elevação rápida dos preços, e é em virtude dessa situação que há um componente de risco importante, pois como não existe causa para essa elevação, também não existirá uma causa específica que leve a interromper o crescimento da bolha, e os preços caem inesperadamente e na mesma ou maior velocidade que a subida, impondo perdas significativas aos detentores dos ativos.

Existem alguns agravantes na formação de bolhas, como no caso do ativo que está relacionado a essa bolha servir de garantia no mercado financeiro, assim na medida em que o preço do ativo aumenta, o valor da garantia do investidor também aumenta, e ele pode tomar mais dinheiro emprestado, aumentando sua alavancagem.

Outro agravante é quando não há avaliação coerente por parte dos bancos na concessão de empréstimos, somado à falta de fiscalização por parte das autoridades monetárias. Essa situação possibilita que os empréstimos aumentem de forma significativa, no entanto, com baixa segurança, pois há risco de inadimplência por parte dos tomadores de empréstimos.

É importante destacar que o aumento do crédito ou dos gastos governamentais conduz à elevação do consumo agregado, promovendo a geração de emprego e renda, assim, inicia um pequeno ciclo virtuoso na economia. Com a economia em crescimento, há menor preocupação com riscos e surgem novas oportunidades, as quais podem continuar fomentando a bolha ou originando novas bolhas.

O momento em que a bolha estoura, ocorre, sobretudo, quando a oferta ultrapassa a demanda de um determinado ativo, e os preços

começam a cair. Nesse momento, o crédito começa a reduzir e o volume de vendas do ativo começa a aumentar, fazendo com que seu preço caia rapidamente. À medida que os preços vão diminuindo, pode deflagrar um **efeito manada**, no qual todos agentes econômicos tentam vender seus ativos antes que os preços caiam ainda mais, fazendo essa queda acelerar e, dessa forma, as perdas serão concretizadas.

Nesse momento, um círculo vicioso se instala, em que todos os agentes econômicos querem vender, pois alguns necessitam repor mais garantias nos bancos, o que incentiva mais vendas de ativos, e com a queda do preço dos ativos, há destruição de riqueza, que reduz consumo e o ciclo se inverte.

Surge então a queda na renda da economia, iniciando uma onda de falências de empresas e o desemprego aumenta, em seguida, verifica-se maior inadimplência nos bancos, sendo que alguns entram em dificuldades e reduzem o crédito, diminui-se o consumo e a crise na economia se instala, e o que inicialmente era uma crise financeira vira uma crise econômica.

Segundo Mishkin (2000), podemos apontar cinco fatores que contribuem para ativar a crise financeira propriamente dita. O primeiro refere-se à perda da confiança pelo público, que pode desencadear uma corrida bancária. Essa perda ocorre quando o sistema financeiro dá indícios que está passando por alguma dificuldade, por exemplo, que um banco está com problemas para honrar seus compromissos.

Um segundo elemento está relacionado à mudança brusca da política monetária, com aumento da taxa de juros por parte do Banco Central, para tentar contornar uma bolha. Com essa elevação, a economia se retrai e aumenta a probabilidade de inadimplência dos tomadores de crédito, trazendo maiores problemas aos bancos.

A mudança no preço dos ativos e/ou de *commodities* que afetam o rendimento dos negócios seria o terceiro elemento, como exemplo, a variação nas taxas de câmbio que contribuíram para a geração de várias crises financeiras nos anos 1990.

O quarto elemento diz respeito às práticas bancárias ineficientes, como oferta de empréstimos de forma indevida para clientes que detêm alto risco e que podem ampliar a inadimplência no banco e causar problemas em sua estabilidade econômico-financeira. Por fim, temos como último elemento a corrida bancária propriamente dita, que leva a falência de um banco e causa incerteza generalizada no mercado.

Apesar dessa descrição, as crises se apresentam de várias formas e sob vários aspectos, por exemplo, elas podem se originar no mercado de câmbio, no mercado de ações, no mercado imobiliário e até no mercado de tulipas, como aconteceu no século XVII na Holanda.



As crises financeiras envolvem geralmente um elemento homogêneo, que está relacionado à participação de segmentos do sistema financeiro, sobretudo bancos.

A importância de estudar as crises financeiras, avaliando suas causas e características, está no fato de tentar encontrar alternativas para evitá-las, visto que as crises geram efeitos negativos na economia e grandes custos sociais, como gastos públicos para defender os bancos, destruição de riqueza dos indivíduos, moedas desvalorizadas, instabilidade política, e o mais grave, desorganização da economia, como recessão e depressão econômica, ampliando o desemprego e a pobreza.



Síntese

Neste estudo, você analisou três assuntos que são considerados fundamentais para a boa condução da política monetária na atualidade, como as inovações financeiras, a regulação e a supervisão bancária e a formação de bolhas especulativas na economia.

Verificou que as inovações financeiras criaram impactos sobre os mercados financeiros, em termos de definição de preços dos ativos, ampliação do grau de alavancagem dos bancos e a consequente ampliação da liquidez da economia, com a probabilidade de formação de bolhas especulativas. Na sequência, você conheceu as cinco principais inovações financeiras que surgiram após a década de 1970.

Entendeu que a regulação e supervisão bancária são realizadas pelas autoridades monetárias sobre o sistema financeiro, e verificou que a regulação está passando por várias alterações nos últimos anos, em virtude da tentativa de acompanhar a velocidade das inovações financeiras e preservar o sistema financeiro dos impactos da ampliação de crédito e da especulação.

Por fim, você compreendeu como se originam as crises financeiras e quais os problemas que elas causam para a economia como um todo, observou, também, que as crises são resultado, basicamente, da desregulamentação dos mercados financeiros, por esse motivo, a política monetária possui uma grande agenda de pesquisa pela frente.



Atividades de autoavaliação

- 1) A partir de nossos estudos referente às inovações financeiras, apresente os principais benefícios e os principais problemas que elas trouxeram para a sociedade?

- 2) De acordo com o conteúdo estudado, explique os motivos que levam às inovações financeiras de securitização e derivativos de crédito a ampliarem os riscos sistêmicos no setor bancário.

- 3) Diante do conteúdo estudado, explique por que um Banco Central deve tomar medidas precaucionárias sobre o comportamento dos bancos?

4) A partir de nossos estudos, descreva sobre a assimetria de informação, identificando os problemas que contribuem para a geração de risco sistêmico no sistema financeiro?

5) Diante de nossos estudos, identifique e descreva quais os custos e benefícios da política de “muito grande para falir”?

6) O Acordo de Basileia em âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS) é hoje o principal conjunto de normas para o sistema financeiro no mundo. Dada sua importância para a regulação do setor, responda:

a) Quais os objetivos desse Acordo.

b) Apresente suas principais evoluções ao longo do tempo.

c) Em que consiste a sua principal falha em termos de regulação prudencial.



Saiba mais

KRUGMAN, P. **Crises monetárias**. SP: Makron Books, 2001.

MINSKY, H. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco-SP: Novo Século, 2009.



Para concluir o estudo

Caro(a) aluno(a)

Por meio da disciplina de Economia Monetária, você teve a oportunidade de estudar conteúdos muito importantes da Teoria Macroeconômica, os quais compreendem os efeitos da moeda sobre a economia e como o Governo, por meio das autoridades monetárias, pode administrar esses efeitos.

Nesse sentido, a disciplina foi estruturada de forma que você pudesse construir as bases para a boa compreensão do tema trabalhado. Dessa maneira, você iniciou o estudo compreendendo alguns conceitos importantes sobre a moeda, bem como suas funções na economia. Na sequência, analisou a estrutura do sistema financeiro e dos mercados que compõem esse sistema, o qual é o *locus* por onde a moeda transita.

A partir do entendimento quanto a esses dois temas, que são as bases da economia monetária, estudou a teoria monetária, mais especificamente a política monetária e a forma com que as autoridades monetárias, na visão de várias escolas de pensamento econômico, conduzem a referida política.

O estudo dessa teoria teve início pela compreensão de seus elementos básicos, como a demanda e a oferta de moeda, e finalizou com uma análise avançada sobre a operacionalidade dessa política pelo Banco Central no dia a dia, com o intuito de influenciar na taxa básica de juros da economia.

Em seguida, você estudou um dos efeitos mais nefastos em uma economia, que é a inflação, e compreendeu como a política monetária é utilizada para combatê-la. Por fim, teve contato com um dos temas mais pesquisados

de economia monetária na atualidade, que se refere à inovação bancária e aos seus efeitos sobre a economia, como é o caso da crise financeira, e as modalidades de regulação bancária por parte do Banco Central, para evitar esse tipo de crise.

Apesar do desenvolvimento desses conteúdos, não pretendemos esgotar o assunto, pois conforme as dicas de leituras adicionais, você poderá aprofundar seus estudos na área de economia monetária em outras fontes de conhecimento. Dessa forma, espero ter contribuído na construção de seu conhecimento sobre a Teoria Econômica, em especial de Economia Monetária e instigado você a avançar nos estudos da área.

Desejo sucesso em seus estudos e na sua carreira profissional!

Professor Msc Darlan Kroth



Referências

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 10ª ed. SP: Atlas, 2011.

BADER, F. L. C. Derivativos de crédito: uma introdução. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**. N. 20, Brasília-DF, abr/2002.

BADER, F. L. C.; CHU, V. Y. T. Resenha sobre o *spread* bancário. **Notas técnicas do Banco Central**, n. 21, Brasília-DF: Banco Central, mai/2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Índices de preço no Brasil. Jan. 2012. Disponível em: < <http://goo.gl/XSK6F>>. Acesso em: 3 ago. 2012.

_____. **Histórico de Metas para a Inflação no Brasil. 2012**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados>>. Acesso em: 3 ago. 2012.

_____. **Notas metodológicas**: reformulação dos meios de pagamento. Notas técnicas do Banco Central do Brasil. N. 3, Brasília, ago/2001.

_____. **Programação monetária 2012**. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/progmon.asp?Idioma=p> >. Acesso em: 8 abr. 2012.

_____. **Supervisão do sistema financeiro nacional**. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?supervisaosfn>>. Acesso em: 1 ago. 2012.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Monetary and financial stability**. Disponível em: < <http://www.bis.org/stability.htm>>. Acesso em: 12ago2012.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. **NBER Working Papers Series**, n. 5146, jun/1995.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

_____. **Macroeconomia**: teoria e política econômica. RJ: Campus, 2001.

CÂMARA DE DIRIGENTES LOJISTAS DE CARIACICA. Calote em cartão de crédito chega a 27%. Disponível em: <http://www.cdlocariacica.com.br/site/index.php/noticias/44-calote-em-cartao-de-credito-chega-a-27>. Acesso em: 25 out. 2012.

CARVALHO, F.J.C. *et alii*. **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política. 2ª ed. RJ: Elsevier, 2007.

_____. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos de Basileia. IN: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária**. SP: Atlas, 2005.

CEDARO, P. Endosso de cheque. **Finanças pessoais**. 22 abr. 2010. Disponível em: <<http://financaspersonais.blog.br/financas-pessoais/artigos/paulo-cedaro/2010/04/22/endosso-de-cheque/>>. Acesso em: 25 out. 2012.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. SP: Xamã, 1996.

_____. (ORG.) **A mundialização financeira**: gênese, custos e riscos. SP: Xamã, 1998.

DIÁLOGOS POLÍTICOS. Mastercard lança serviço em que chip do celular vira cartão. 1 dez. 2010. Disponível em: <http://dialogospoliticos.wordpress.com/2010/12/01/mastercard-lanca-servico-em-que-chip-do-celular-vira-cartao/> . Acesso em: 25 out. 2012.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. Macroeconomia. 5ª ed. SP: Pearson Makron Books, 1991.

ESCAMBO-NET. Como surgiu o escambo. 24 abr. 2011. Disponível em:<<http://escambo-net.blogspot.com.br/2011/04/como-surgiu-o-escambo.html>>. Acesso em: 18 ago. 2012.

ESPÍRITO DE EMPREENDEDOR (2012). Disponível em: <<http://espiritodeempreendedor.blogspot.com.br/2012/04/paypal-pagseguro-cielo-mobile.html>>. Acesso em: 25 out. 2012.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (Org.). **Globalização financeira**: ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004.

FORTUNA, E. **Sistema financeiro**: produtos e serviços. 16ª Ed. RJ: Qualitymark, 2005.

FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS (FGC). **Normas**. Disponível em: <<http://www.fgc.org.br/>>. Acesso em: 22ago2012.

HERCULES FILHO. Novas cédulas de Real. Befter. Disponível em: <http://www.befter.net/user/herculesfilho/beft/novas-cedulas-de-real/> Acesso em: 25 out. 2012.

HOWELLS, P. **Economia monetária**: moedas e bancos. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

INÁCIO, N. C. A moeda ao longo da história. **Genealogia do algarve**. 15 jan. 2009. Disponível em: <<http://genealogiadoalgarve.blogspot.com/2009/01/moeda-ao-longo-da-histria.html>>. Acesso em: 20 out. 2012.

KRUGMAN, P. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. RJ: Campus, 2009.

- LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 02, p. 688-726, jan/1997.
- LOPES, L.M.; VASCONCELLOS, M.A.S. (org.) **Manual de macroeconomia: básico e intermediário**. 2ª ed., São Paulo, Atlas, 2000.
- LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia monetária**. 8ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- McCALLUM, B. T. **Monetary economics: theory and policy**. New York, Mcmillam Publishing Company, 1989.
- MELTZER, A. H. Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 49-72, fall/1995.
- MENDONÇA, H. F. de. Independência do Banco Central e coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 1 (89), jan/Mar/2003.
- MISHKIN, F. S. **Moeda, Bancos e Mercados Financeiros**. RJ: LTC, 2000.
- PAULA, L. F. de; OREIRO, J. L. (Orgs). **Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. RJ: Campus, 2007.
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- PIZA, E. C. de; DIAS, J. **Novo consenso macroeconômico e política monetária no Brasil: uma avaliação empírica**. Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia. Associação Nacional dos cursos de pós-graduação em Economia. Salvador-BA, 2006.
- ROUBINI, N.; MIHM, S. **A economia das crises: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**. RJ: Intrínseca, 2010.
- SANDRONI, P. **Dicionário de economia do século XXI**. SP: Record, 2005.
- SOBRINHO, N. F. S. **Uma avaliação do canal de crédito no Brasil**. 25º Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro: BNDES, 2003.
- STIGLITZ, J. E.; GREENWALD, B. **Towards a new paradigm in monetary economics**. Cambridge – UK: University Press, 2003.

Sobre o professor conteudista

Graduado em Ciências Econômicas pela Unochapecó (2003). Mestre em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Maringá-PR (2007). Trabalhou no Banco do Brasil de 2000 a 2008, no setor de empresas, e leciona disciplinas de Economia no ensino superior desde o ano 2006. Atualmente, é professor de Teoria Econômica da Universidade Federal da Fronteira Sul (campus Chapecó-SC), e pesquisador da área Macroeconômica de Sistema Financeiro e Finanças Públicas.





Respostas e comentários das atividades de autoavaliação

Unidade 1

1) Caminho de resposta

As funções que a moeda desempenha na economia são basicamente três: intermediário de trocas, unidade padrão de medida (denominador comum monetário) e reserva de valor. Essas três funções promovem maiores ganhos de eficiência na sociedade no que refere à redução dos custos de transação, isto é, agilizam as trocas, possibilitando a especialização da economia.

2) Caminho de resposta

A diferença entre meios de pagamentos e base monetária é que os **Meios de pagamento** consistem na totalidade de ativos possuídos pelo público, que pode ser utilizado a qualquer momento para a liquidação de qualquer compromisso futuro ou à vista, e são compostos por papel-moeda em poder do público e pelos depósitos à vista nos bancos comerciais. Já a **Base monetária** contempla o total de papel-moeda em poder do público e as reservas bancárias dos bancos comerciais. Dessa maneira, a base monetária pode ser caracterizada como a emissão primária de moeda oriunda da oferta de moeda por parte do Banco Central. Sendo assim, a base monetária é um quantitativo muito maior que os meios de pagamento.

3) Caminho de resposta

A criação de moeda corresponde à ampliação dos meios de pagamento na economia, envolvendo uma troca entre um ativo não monetário (que não possui liquidez imediata) do setor não bancário, por um ativo monetário (de liquidez imediata) do setor bancário. Ex: compra de títulos pelo Banco Central. Já a destruição de moeda diz respeito à redução da quantidade de meios de pagamento, e ocorre quando há uma troca de um ativo monetário do setor não bancário por um ativo não monetário do setor bancário. Ex: compra de dólares por um importador.

4) Caminho de resposta

A sequência correta é C-E-B-A-D

5) Caminho de resposta

A alternativa corretas é a Letra E. Como o depósito compulsório é o percentual dos depósitos à vista que devem ser depositados junto ao Banco Central, se aumentar seu percentual, sobrá menos recursos para os bancos realizarem empréstimos e, por sua vez, criarem moeda na economia.

Unidade 2

1) Caminho de resposta:

a) O mercado primário refere-se ao local em que ocorre a primeira emissão de papéis (títulos), e corresponde à primeira operação quando o Governo ou uma empresa buscam recursos para si. Já o mercado secundário é caracterizado pelo ambiente onde os títulos e/ou ações são negociados pelo público em geral. É um mercado organizado, em que ocorre a negociação contínua dos papéis que foram emitidos no mercado primário. A taxa Selic, que é a taxa básica da economia, é formada no mercado secundário.

b) A taxa-meta do Banco Central (Bacen) é a estipulada pelo Bacen, como meta para a taxa Selic. A taxa-meta é definida a cada 45 dias nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom). A Selic é determinada pelo mercado secundário de títulos, mais conhecido como *openmarket*.

2) Caminho de resposta:

Mercado de crédito é o local onde os agentes econômicos obtêm recursos de curto e médio prazo para atender as suas necessidades de consumo, produção e de investimentos em bens de consumo e serviços. É o mercado financeiro mais tradicional, geralmente envolve um banco comercial, em virtude da natureza das transações realizadas (empréstimos e financiamentos) serem individualizadas, isto é, identificam-se as duas partes que realizam o empréstimo. Já o mercado de títulos é o mercado onde os agentes econômicos procuram promover o equilíbrio de caixa de curto e curtíssimo prazo, isto é, negociam-se títulos com prazos de três, seis e doze meses. Os ativos/obrigações transacionados, neste mercado, possuem regras mais genéricas quando comparados ao mercado de crédito, por essa razão podem ser negociáveis e/ou transferíveis.

3) Caminho de resposta:

O Banco Central (Bacen) é o órgão executor da política monetária no país, isto é, o Bacen executa as diretrizes definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Tem como principais funções: emitir papel-moeda, receber recolhimentos de depósitos compulsórios, realizar operações de redesconto, regular serviços de compensação de cheques, comprar e vender de títulos públicos federais, fiscalizar as instituições financeiras, controlar capitais estrangeiros.

4) Caminho de resposta:

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Entre suas atribuições estão: o estabelecimento das diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; a regulação das condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras; disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial. No que se refere às funções do CMN, podemos destacar: adaptar o volume dos meios de pagamentos às necessidades da economia, regular o valor interno da moeda e estabelecer a meta de inflação (em outras palavras, a política anti-inflacionária), regular o valor externo da moeda (política cambial), regular as instituições financeiras, coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal da dívida pública interna e externa.

5) Caminho de resposta:

Os bancos de desenvolvimento são responsáveis pela realização de financiamentos de médio e longo prazo para os setores primário, secundário e terciário. Os financiamentos visam, sobretudo, a reduzir os desequilíbrios regionais, além de promoverem o crescimento e a diversificação de exportações. São instituições que visam a promover o desenvolvimento econômico e social da região onde atuam. Os bancos de desenvolvimento são instituições financeiras públicas, controladas pelo estado, não federais obrigatoriamente. Já os bancos de investimento, são em sua maioria privados, buscam captar recursos por meio de depósitos a prazo, usando os recursos captados para efetuar, principalmente, empréstimos de médio e longo prazo, para suprimento de capital fixo ou de giro das empresas. Outra modalidade de atuação é na subscrição de títulos/ações de empresas, para serem colocados no mercado.

6) Caminho de resposta:

O subsistema normativo é composto pelas instituições que têm funções de regulação e controle sobre as demais instituições e/ou intermediários financeiros. Fazem parte desse subsistema o CMN, o Bacen e a Comissão de Valores Mobiliário (CVM), além das instituições especiais, como Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF). No que se refere ao subsistema de intermediação, ele é constituído pelas instituições financeiras e não financeiras, públicas e privadas, tem como principal atividade a coleta, a intermediação e a custódia ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros. Um representante deste subsistema é o banco comercial.

7) Caminho de resposta:

Taxa de juros reais refere-se à taxa nominal de juros, excluída a de inflação. Essa taxa corresponde ao ganho monetário real (acima da inflação) de um investimento financeiro

8) Caminho de resposta:

Para que uma instituição financeira seja bancária ela precisa ser autorizada a captar depósitos à vista e a realizar empréstimos bancários. Nesse caso, essas instituições conseguem multiplicar moeda na economia. Uma instituição financeira não bancária não é autorizada a abrir contas correntes, por esse motivo não consegue captar depósitos à vista. Utiliza-se de outros instrumentos financeiros para captar recursos, dessa maneira, não consegue multiplicar moeda na economia.

Unidade 3

1) Caminho de resposta

A oferta de moeda é realizada de forma exógena pelo Banco Central, o qual utiliza um dos seus cinco instrumentos de política monetária para manipular o volume de moeda na economia: atuação no *openmarket*, depósito compulsório, redesconto, crédito direcionado e emissão de moeda. A forma convencionalmente utilizada para ampliar a oferta de moeda é a compra de títulos públicos. Os bancos comerciais, por meio do efeito multiplicador bancário, conseguem criar moeda na economia, e os instrumentos depósito compulsório, redesconto e crédito direcionado atuam diretamente sobre os bancos.

2) Caminho de resposta:

A inovação que Keynes incorporou na teoria da demanda por moeda foi a influência da taxa de juros sobre a demanda por moeda, incorporando o fator especulativo dessa demanda. Nesse caso, as expectativas com relação à taxa de juros futura passam a ter importância e influenciam a velocidade da moeda.

3) Caminho de resposta:

As principais diferenças existentes entre as três modalidades da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) é que a TQM Clássica (na versão de Friedman) parte de uma equação de determinação de renda ($MV = PY$) para demonstrar que a demanda por moeda decorre, sobretudo, para a realização de transações, nesse caso, é influenciada somente pela renda. A TQM de Cambridge avalia que o componente $1/V$, o qual está relacionado ao número de transações que cada indivíduo realizava ao longo do mês, e que está influenciado pelo tamanho da taxa de juros. Nesse caso, os indivíduos, ao decidirem o quanto manteriam em moeda e o número de transações que realizariam com essa porção de moeda,

estariam levando em consideração a taxa de juros. Ao considerar a influência da taxa de juros, o número de transações ($1/V$) poderia flutuar no curto prazo. Por fim, a TQM Moderna incorpora maiores microfundamentos para a teoria da demanda por moeda. Considera que a demanda por moeda é influenciada pelos mesmos fatores que influenciam a demanda por qualquer ativo financeiro (conforme teoria da escolha do portfólio), enfatizando a taxa de retorno dos ativos (taxa de juros), por exemplo, sendo que os fatores que influenciam a demanda por moeda são: renda permanente, remuneração dos títulos, remuneração das ações, proporção de riqueza humana e não humana, taxa de inflação esperada.

4) Caminho de resposta:

Tobin e Baumol basicamente inserem fundamentos microeconômicos para a demanda por moeda por transações. Assim, consideram que além da renda, os custos de transação e o risco também influenciam este componente, nesse caso, podemos afirmar que a taxa de juros influencia, mesmo de forma indireta, a demanda por moeda por transações.

5) Caminho de resposta:

As diferenças entre os “velhos” e os “pós-keynesianos” é que os economistas pós-keynesianos defendem a tese que a política monetária consegue afetar variáveis reais da economia no curto e no longo prazo. E a eficácia da política monetária depende da alocação e/ou decisões de portfólio dos agentes. Nesse sentido, essa escola defende o uso da manipulação da taxa de juros por meio do *openmarket*, como o principal instrumento (mais eficaz para afetar a atividade econômica) para realizar a política monetária, tendo em vista que influencia diretamente as decisões de investimento dos empresários (e de consumo dos indivíduos). Ao contrário, os neokeynesianos não acreditam no poder da política monetária, ou melhor, não defendem a utilização da política monetária para afetar variáveis reais na economia, em virtude do baixo potencial de influenciar os investimentos, e, em seu lugar, defendem o uso da política fiscal. Essa visão é amparada pelo entendimento de que a demanda por investimentos possui uma baixa elasticidade (sensibilidade) com a taxa de juros, visto que os investimentos dependem muito mais das expectativas do que dessas taxas. Além do mais, a política monetária demora muito para causar efeitos sobre a atividade econômica, ao contrário da política fiscal, que possui impacto imediato.

6) Caminho de resposta:

Na **esfera industrial** a moeda serve para pagar mão de obra, adquirir bens e serviços, como matérias-primas e bens de consumo, sendo utilizada como meio de troca. Já na **esfera financeira**, a moeda transforma-se em ativos financeiros que possuem diferentes rendimentos e graus de liquidez. As duas esferas são como ilhas de uma economia monetária, onde o dinheiro “habita”, mas há uma “ponte” que faz a moeda ir e voltar dessas ilhas. Para os pós-Keynesianos, a ponte seria os instrumentos de política monetária que fariam o dinheiro migrar da esfera financeira para a industrial.

7) Caminho de resposta:

Os monetaristas defendem que a política monetária é relevante e afeta variáveis reais da economia no curto prazo. Em seu arcabouço teórico assenta sobre três pilares: a taxa natural de desemprego, a curva de Phillips aceleracionista e as expectativas adaptativas. Para os monetaristas, a política monetária deve ser **não ativista** (ou não discricionária). Apesar de defender a utilização de política monetária, entendem que ela não deve ser utilizada para fins acomodatórios, isto é, para reduzir o desemprego. A não intervenção será exercida mediante uma regra de crescimento da oferta de moeda (controle agregados monetários) de 3% a 5% a.a. Para os monetaristas, a política monetária expansionista causará inflação, em virtude da incorporação das expectativas por parte dos trabalhadores que faz deslocar a curva de Phillips.

8) Caminho de resposta:

Expectativas são impressões sobre o futuro, sendo que as expectativas adaptativas são formadas com base nas variáveis determinadas no período anterior e informações passadas. No caso, se considerar expectativa de preços, considerará como preço futuro, o preço determinado no período anterior ($P^E = P_{t-1}$). Já as expectativas racionais são formadas com base em todas as informações disponíveis para os indivíduos, nesse caso, formam suas expectativas “olhando para frente” (*forward-looking*) e não “para trás” (*backward-looking*), como é o caso das expectativas adaptativas. As expectativas racionais trazem inovações importantes para a política monetária, já para a política de cunho expansionista (estimular a renda), ela não consegue causar impacto. Para a política monetária contracionista (controle da inflação), ela consegue reduzir os custos, em termos de desemprego, tornando-se mais eficaz para controlar os preços.

9) Caminho de resposta:

A relação existente entre a atuação dos bancos e os mecanismos de transmissão de política monetária é que dado o comportamento dos bancos na economia, estimulados pela análise da **assimetria de informação**, verificamos a aversão ao risco, o qual força os bancos a tomar uma posição defensiva num ambiente de política monetária restritiva, reduzindo a oferta de crédito, e buscando canalizá-la para empresas com a melhor situação financeira. Essa redução nas operações de crédito pode gerar uma contração no nível de investimentos, resultando numa ampliação dos efeitos recessivos da política monetária. Partindo dessa compreensão, percebeu-se que não é a taxa de juros dos títulos federais (Selic) que afeta os investimentos, e sim a taxa cobrada pelos bancos (*spread*). Este comportamento dos bancos origina os dois canais de crédito, pelos quais amplifica os efeitos da política monetária: a) canal do balanço patrimonial ou acelerador financeiro; e, b) canal de empréstimo bancário.

10) Caminho de resposta:

A regra de Taylor é utilizada como uma fórmula para determinar a taxa de juros de curto prazo para os Bancos Centrais, uma espécie de guia operacional. A regra relaciona taxa de juros a: a) desvios da taxa de inflação de sua meta; b) hiato do produto; e, c) taxa de juros real de equilíbrio.

11) As metas intermediárias são representadas pela taxa de juros de longo prazo e pelos agregados monetários, que são indicadores, ou uma sinalização para o Banco Central. Essas metas demonstram se a condução do Banco Central está no caminho certo para atingir seus objetivos. A dificuldade de utilizar as metas conjuntamente decorre da natureza delas. Caso se defina a **meta de taxa de juros**, um aumento da demanda por moeda (resultado de uma expansão da renda nacional, por exemplo), faz com que as taxas de juros aumentem, para manter a mesma taxa de juros, o Banco Central deve ampliar a oferta de moeda. Dessa maneira, mantendo o controle da taxa de juros, os agregados monetários acabam flutuando para acomodar a fixação da taxa de juros. Se a **meta de agregado monetário** for escolhida, um aumento da demanda por moeda faz com que a taxa de juros flutue, tendo em vista que a quantidade de moeda não muda (dado a meta de controle dos agregados monetário). Em síntese, a variação da demanda por moeda (que se dá via renda, taxa de juros, expectativas e inovações bancárias) acaba gerando a dificuldade de manter as duas metas sob controle.

12) Caminho de resposta:

A análise de Friedman, da curva de Phillips, expõe que se uma economia, a qual parte de uma situação de taxa natural de desemprego, sofresse uma política monetária expansionista, deslocaria a taxa de desemprego abaixo da taxa natural. Nesse ponto, o nível de preço já incorporou o aumento da demanda agregada, causada pela redução do desemprego, e os trabalhadores irão demandar aumento de salário. É nesse momento que ocorre alteração da curva de Phillips, trazendo o desemprego de volta para a taxa natural. Quando os trabalhadores incorporam as novas expectativas de preços sobre salários, ocorre deslocamento da curva de Phillips. A conclusão da curva de Phillips aceleracionista é que para manter a taxa de desemprego (U^*) abaixo da taxa natural de desemprego (U_N), devemos realizar políticas monetárias expansionistas constantemente, isso faz com que ocorra deslocamentos da curva de Phillips, mantendo taxa de desemprego estável (taxa natural), mas agora com aumento de preços.

Unidade 4

1) Caminho de resposta:

Há uma relação muito próxima entre desemprego e inflação, pois quanto maior o número de pessoas empregadas, maior será a renda na economia e, por sua vez, maior o consumo e a demanda agregada, podendo pressionar o nível de preços. Sendo assim, taxas de desemprego abaixo da taxa natural de desemprego denotam um mercado de trabalho muito aquecido, ou muitas pessoas com acesso à renda e contribuindo para aumentar a demanda agregada. Nesse caso, se ocorrer pressão na demanda agregada irá gerar uma inflação de demanda, caso essa pressão ocorrer inicialmente sobre os salários, teremos inflação de custos.

2) Caminho de resposta:

É verdadeira para o curto prazo, pois há outros distúrbios além do aumento na oferta de moeda podem gerar inflação, já no longo prazo a afirmação é falsa, pois há um limite nos gastos dos governos que serão financiados via emissão de moeda. Nesse caso, no longo prazo a causa da inflação se dá pela expansão monetária.

3) Caminho de resposta:

A inflação inercial se origina a partir de longos períodos de inflação, quando os indivíduos passam a buscar formas de se defender da inflação, exigindo correção dos preços da economia, como aluguel, salário, contratos de crédito e preços em geral. Essa correção pode ser feita via reajuste da inflação passada, que também é chamada indexação da economia. Ou em outras palavras, quando os contratos da economia passam a ser indexados na inflação passada, a inflação torna-se inercial.

4) Caminho de resposta:

Essas políticas monetárias são contracionistas. No entanto, na política gradualista, o aperto monetário é mais suave, fazendo com que a Demanda Agregada (D.A.) caia de forma lenta, implicando um impacto recessivo menor. O fato de impactar com mais suavidade a atividade econômica, a inflação também demora mais para cair e a velocidade da queda também é menor. Na política de choque, a política contracionista é mais forte, forçando uma grande queda da D.A., com intuito de forçar uma recessão que impacte imediatamente sobre o nível de preços. Caso o Banco Central possua credibilidade e consiga influenciar as expectativas dos indivíduos, ele pode sinalizar que vai lançar mão de política de combate à inflação, e os indivíduos passam a ajustar suas expectativas de inflação para baixo. Esse ajuste implica em menor acréscimo nos salários, contribuindo para a curva de oferta agregada deslocar-se para a direita, sem necessidade de o Bacen contrair, de forma exagerada, a economia para alcançar a redução do nível de preços.

5) Caminho de resposta:

A política de metas de inflação é um regime de controle da inflação que consiste na divulgação de uma meta explícita de crescimento para um índice de preços, que é anunciado no início de um determinado período. A meta é estabelecida pelo Governo e prevê a atribuição da responsabilidade formal ao Banco Central de perseguir - utilização os instrumentos de política monetária - tal meta. A manipulação da taxa de juros de curto prazo acaba sendo o principal instrumento de política monetária utilizado para alcançar a meta. As principais características operacionais consistem em: a) escolha de uma meta pontual e de uma banda. A banda consiste em um limite/espço em que a meta pode oscilar; b) a escolha de um período de tempo no qual a meta é esperada ser alcançada; c) a definição do índice de preços que será adotado, como referência para a meta. Nesse caso, pode ser utilizado como referência um índice cheio ou o núcleo do índice, também conhecido como *core inflation*. Sua principal função é influenciar as expectativas dos agentes e, dessa forma, reduzir os custos sociais de políticas de estabilização tradicionais.

6) Caminho de resposta:

O Banco Central Independente não possui influência do governo para adotar metas e implementar a política monetária, sendo que sua finalidade é reduzir a interferência do governo e dos políticos na condução da política monetária, mantendo-a focada na redução e controle da inflação. A busca pela independência do Banco Central decorre que os políticos têm outros objetivos, (como a redução da taxa de desemprego), além do controle da inflação e a busca por aqueles objetivos pode comprometer a estabilidade do nível de preços.

7) Caminho de resposta:

A inflação pode gerar aumento na oferta de moeda na medida em que há elevação na demanda por moeda, tendo em vista que é necessário um volume maior de moeda para realizar transações. Outro fator é que o Governo pode necessitar de recursos, em virtude do efeito Oliveira-Tanzi, e utilizar o expediente da emissão de moeda.

8) Caminho de resposta:

Neste caso, a inflação decorre essencialmente pelo fato de que a moeda estrangeira que entra no país deve ser trocada por moeda nacional. Ao se efetuar essa troca, aumenta a quantidade de moeda na economia, levando a um aumento no nível de preços. Uma maneira de evitar essa situação é pela política de esterilização, que consiste na emissão de títulos para retirar essa moeda de circulação. O inconveniente dessa medida é o aumento da dívida pública.

9) Caminho de resposta:

A inflação de custos é causada pelo aumento no preço dos insumos. Sendo assim, esse aumento nos insumos é repassado ao preço final dos produtos. A inflação de custos pode causar uma inflação de demanda, na medida em que um aumento no salário mínimo pode levar a um aumento na demanda agregada.

Unidade 5

1) Caminho de resposta

Entre os benefícios trazidos pelas inovações financeiras estão as novas alternativas de investimento, com melhores rendimentos para os poupadores e os novos mercados para captar recursos com taxas de juros mais baixas, no caso de bancos e empresas; assim como possibilidade de gerenciar riscos, nos derivativos de crédito. No que se referem aos problemas, as referidas inovações trouxeram maior alavancagem dos bancos e maior assunção de riscos, dificuldades para regulação prudencial, em virtude das características muito peculiares dos novos ativos financeiros.

2) Caminho de resposta

Essas inovações financeiras contribuem para o aumento da alavancagem por parte dos bancos, bem como a possibilidade desse aumento de crédito ser direcionado para tomadores de alto risco. Assim, com maior alavancagem, há menor garantia de fazer frente a possíveis aumentos de inadimplência dos tomadores de crédito, os quais podem gerar problemas de liquidez aos bancos.

3) Caminho de resposta

O Banco Central deve tomar as medidas precaucionárias com relação ao comportamento dos bancos por que essas entidades possuem uma característica que não é encontrada em empresas de outros setores da economia, que é o risco sistêmico, em que problemas em um banco podem ser repercutidos nos demais bancos, gerando um efeito dominó e podendo provocar o colapso do sistema financeiro. Outro grave problema, que vem na sequência desse, é o fato de um sistema financeiro inoperante causar distúrbios no setor produtivo, resultando em paralisia da economia. Esses problemas gerados na economia decorrem que o sistema financeiro possui uma função fundamental para a economia, ou seja, fornecer um sistema de pagamentos e propiciar a intermediação de moeda na economia, contribuindo para a formação de poupança e financiamento de investimentos.

4) Caminho de resposta

A assimetria de informações contribui para a geração de risco sistêmico no sistema financeiro, na medida em que gera incentivos para os bancos tomarem medidas mais arriscadas. Os principais problemas advindos da assimetria de informações são: a) seleção adversa; b) risco moral; c) agente-principal.

5) Caminho de resposta

Os principais benefícios da política de “muito grande para falir” são: preservar a estabilidade do sistema financeiro, pois se um grande banco passar por dificuldades, ele afetará todo o sistema, colocando em risco o sistema financeiro, já os custos estão relacionados aos incentivos para os bancos adotarem medidas arriscadas, pois sabem que, caso suas ações não derem certo, o Banco Central irá socorrê-los.

6) Caminho de resposta

a) O principal objetivo do Acordo de Basileia foi reforçar a liquidez e estabilidade do sistema bancário internacional, mediante a criação de exigências mínimas de capital para os bancos, com o intuito de evitar problemas relacionados ao risco de crédito.

b) O primeiro Acordo Basileia foi em 1988 e visou a implementar uma medida de cálculo de risco sobre os ativos do banco e garantir a manutenção de uma quantidade de capital próprio por parte do banco, fixando, assim, um grau de alavancagem para o banco. Dado que a ponderação de risco não contemplava uma gama significativa de ativos, o referido Acordo foi revisto e aprimorado em 1997 (Basileia II), visando a incluir uma gama mais ampla de riscos e ativos, como risco de mercado e de liquidez. Para tanto, o Acordo foi estruturado em três pilares: a) requerimento de capital mínimo; b) supervisão bancária; c) disciplina de mercado. Em 2010, foi criado o Basileia III, composto por um conjunto de medidas para ampliar a regulação interna de cada banco, em termos de avaliação de risco e a obrigação para os bancos ampliarem suas reservas de capital a fim de se protegerem de crises, triplicando essa reserva, comparada com a exigência atual. A principal inovação, porém, consiste na criação de dois fundos para serem usados em momentos de crise. Esses fundos, também chamados de “colchões de capital”, serão construídos entre os anos de 2016 e 2019.

c) O grande problema desse conjunto de regras refere-se à complexidade das informações geradas, intervenção significativa dos reguladores sobre os bancos, o que pode levar ao encarecimento das operações de crédito, e baixa condição de padronizar a forma de regular e de cálculo, tendo em vista as especificidades de cada banco.

Biblioteca Virtual



Veja a seguir os serviços oferecidos pela Biblioteca Virtual aos alunos a distância:

- Pesquisa a publicações on-line
<www.unisul.br/textocompleto>
- Acesso a bases de dados assinadas
<www.unisul.br/bdassinadas>
- Acesso a bases de dados gratuitas selecionadas
<www.unisul.br/bdgratuitas>
- Acesso a jornais e revistas on-line
<www.unisul.br/periodicos>
- Empréstimo de livros
<www.unisul.br/emprestimos>
- Escaneamento de parte de obra*

Acesse a página da Biblioteca Virtual da Unisul, disponível no EVA, e explore seus recursos digitais.

Qualquer dúvida escreva para: bv@unisul.br

* Se você optar por escaneamento de parte do livro, será lhe enviado o sumário da obra para que você possa escolher quais capítulos deseja solicitar a reprodução. Lembrando que para não ferir a Lei dos direitos autorais (Lei 9610/98) pode-se reproduzir até 10% do total de páginas do livro.

UnisulVirtual

A sua universidade a distância



UNISUL

ISBN 9788578174187



9 788578 174187