

Universidade Federal de Santa Catarina
Centro Sócio-Econômico
Departamento de Ciências Econômicas

Curso de graduação em CIÊNCIAS ECONÔMICAS
a distância

Economia Monetária

MAURICIO SIMIANO NUNES

JAYLSON JAIR DA SILVEIRA



N972e Nunes, Maurício Simiano

Economia monetária / Maurício Simiano Nunes, Jaylson Jair da Silveira. -
3. impri. - Florianópolis : UFSC/Depto. de Ciências Econômicas, 2013.

119p. : il., graf., tabs.

Curso de Graduação Ciências Econômicas

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-89032-15-5

1. Política econômica. 2. Política monetária. 3. Capital (Economia). I.
Silveira, Jaylson Jair da. II. Título.

CDU: 336.7

Catálogo na fonte pela Biblioteca Universitária da
Universidade Federal de Santa Catarina

GOVERNO FEDERAL

Presidente da República	Dilma Vana Rousseff
Ministro da Educação	Aloizio Mercadante
Diretor de Educação a Distância da CAPES	João Carlos Teatini de Souza Clímaco

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

Reitora	Roselane Neckel
Vice-Reitora	Lúcia Helena Pacheco
Pró-Reitora de Assuntos Estudantis	Lauro Francisco Mattei
Pró-Reitor de Pesquisa	Jamil Assereuy Filho
Pró-Reitor de Extensão	Edison da Rosa
Pró-Reitora de Pós-Graduação	Joana Maria Pedro
Pró-Reitora de Graduação	Roselane Fátima Campos
Secretária Especial da Secretaria Gestão de Pessoas	Neiva Aparecida Gasparetto Cornélio
Pró-Reitora de Planejamento e Orçamento	Beatriz Augusto de Paiva
Secretário de Cultura	Paulo Ricardo Berton
Coordenadora UAB/UFSC	Sonia Maria Silva Correa de Souza Cruz

CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO

Diretor	Elisete Dahmer Pfitscher
Vice-Diretor	Rolf Hermann Erdman

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Chefe do Departamento	Armando de Melo Lisboa
Subchefe do Departamento	Brena Paula M. Fernandez
Coordenador Geral na modalidade a distância	Marialice de Moraes

EQUIPE DE PRODUÇÃO DE MATERIAL - PRIMEIRA EDIÇÃO

Coordenação de Design Instrucional	Suelen Haidar Ronchi
Design Instrucional	Patrícia Cella Azzolini
Revisão Textual	Júlio César Ramos
Coordenação de Design Gráfico	Giovana Schuelter
Design Gráfico	Ariana Schlösser
Ilustrações	Ariana Schlösser
Design de Capa	Guilherme Dias Simões Felipe Augusto Franke Steven Nicolás Franz Peña
Projeto Editorial	André Rodrigues da Silva Felipe Augusto Franke Max Vartuli Steven Nicolás Franz Pena

EQUIPE DE PRODUÇÃO DE MATERIAL - TERCEIRA EDIÇÃO

Coordenação de Design Instrucional	Andreia Mara Fiala
Coordenação de Design Gráfico	Giovana Schuelter
Design Gráfico	Felipe Augusto Franke
Ilustrações	Ariana Schlösser
Design de Capa	Guilherme Dias Simões Felipe Augusto Franke Steven Nicolás Franz Peña
Projeto Editorial	André Rodrigues da Silva Felipe Augusto Franke Max Vartuli Steven Nicolás Franz Pena

SUMÁRIO

UNIDADE 1

OS CONCEITOS BÁSICOS DA ECONOMIA MONETÁRIA E AS TEORIAS DA DEMANDA POR MOEDA

1.1	Moeda e suas funções	11
1.2	A moeda como uma forma de valor: breves considerações de um ponto de vista marxista	14
1.3	Teoria quantitativa da moeda.....	21
1.4	Demanda por moeda em keynes.....	25
1.5	Demanda por moeda na teoria monetarista	33

UNIDADE 2

POLÍTICA MONETÁRIA

2.1	Conceito	43
2.2	Política monetária: objetivos e metas.....	44
	Objetivos de política monetária	44
	Metas de política monetária	45
2.3	Instrumentos de política monetária.....	47
	Operações de mercado aberto (<i>open market</i>)	47
	Operações de redesconto	49
	Recolhimentos compulsórios	51
2.4	O sistema financeiro monetário: criação e destruição dos meios de pagamentos	54
	O sistema financeiro monetário: instituições e contas.....	55
	O controle da base monetária, o multiplicador e os coeficientes de comportamento.....	57
	O multiplicador e os coeficientes de comportamento.....	60
	O multiplicador e as variáveis de comportamento: transações na prática.....	62
2.5	Mecanismos de transmissão monetária e estrutura financeira.....	64
	O canal do investimento – q de tobin	65
	O canal dos balanços das firmas.....	65
	Os efeitos riqueza e liquidez	68
	Taxa de câmbio	69
	Estrutura financeira	70
	Apêndice A.....	75

UNIDADE 3

SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO, REGULAÇÃO E SUPERVISÃO BANCÁRIA E CRISES FINANCEIRAS

3.1 sistema financeiro brasileiro	79
O Conselho Monetário Nacional.....	81
O Banco Central do Brasil	82
Os bancos comerciais e os bancos múltiplos.....	83
O Banco do Brasil.....	83
Os bancos de desenvolvimento.....	84
Os bancos de investimento	85
As Caixas Econômicas e as Sociedades de Crédito Imobiliário	85
As instituições do mercado de ações.....	86
3.2 Regulação e supervisão bancária: uma análise da reestruturação do sistema financeiro brasileiro ..	87
Custos de transação, risco moral e seleção adversa	89
Regulação e supervisão bancária.....	91
Estudo de caso: reestruturação do sistema financeiro brasileiro pós-Plano Real	92
3.3 Mercados financeiros, assimetria de informação e crises financeiras	99
Assimetria de informação no sistema financeiro.....	100
Assimetria de informação e crises financeiras	101
3.4 O papel da assimetria de informação nas crises financeiras	103
3.5 Arranjos cambiais e o papel das instituições	106
3.6 Estudo de caso: evidência empírica de crises financeiras nos países emergentes	108
REFERÊNCIAS.....	114

PALAVRA DO PROFESSOR

O Curso de Economia Monetária tem como objetivo apresentar a estrutura e as funções do sistema financeiro em economias de mercado, bem como sua evolução recente. Ademais, você estudará, mais detalhadamente do que nas disciplinas de Macroeconomia, a função da política monetária, seus instrumentos e avaliação dos seus resultados. Analisará os fenômenos inflacionários, a instabilidade e as crises financeiras.

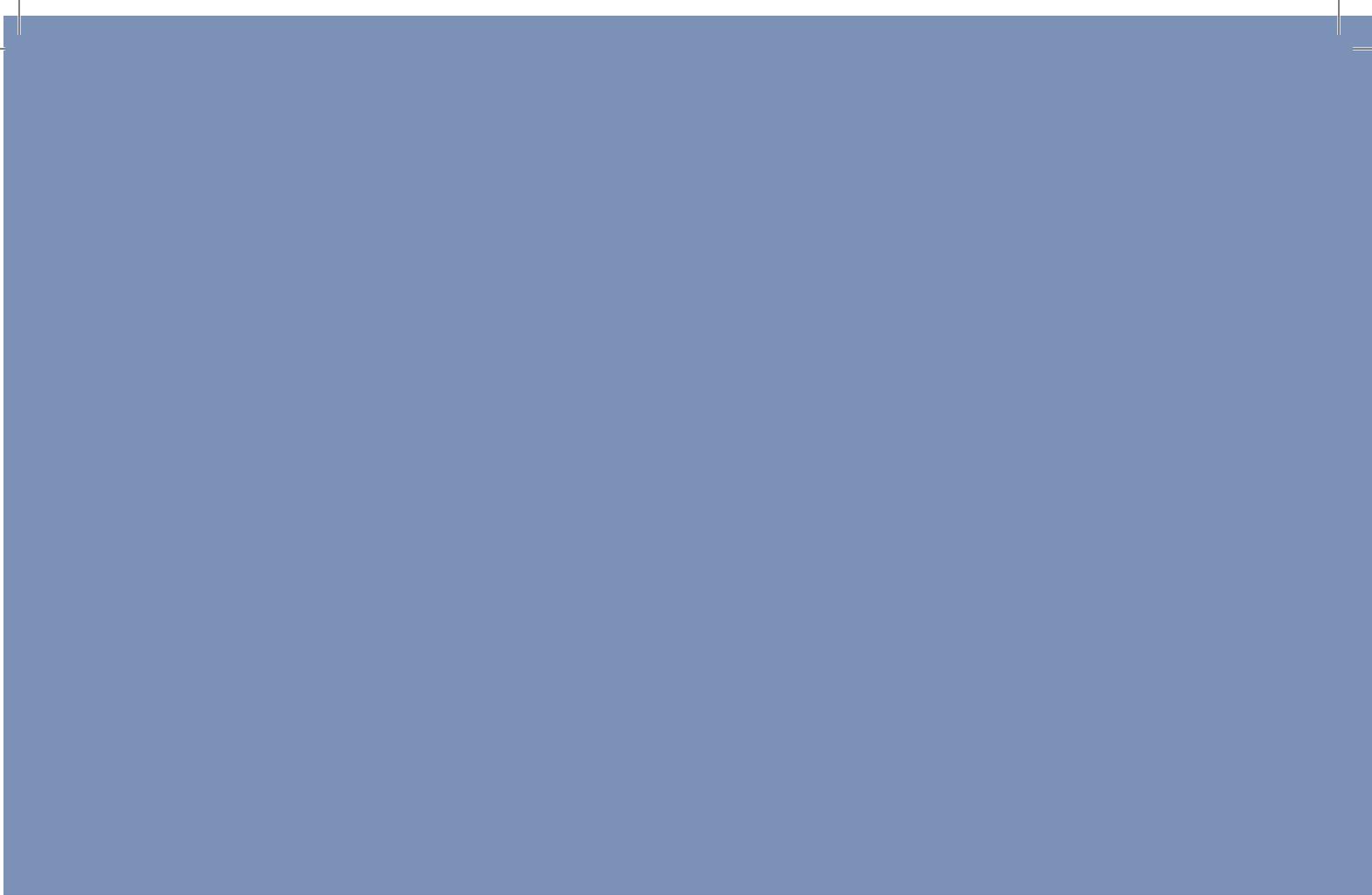
No primeiro capítulo trataremos de conceitos básicos da Economia Monetária e das teorias da demanda por moeda. Inicialmente, você encontrará a definição de moeda convencionalmente adotada pelos economistas, bem como uma exposição das funções que a moeda desempenha em economias de mercado. Faremos, também, uma breve apresentação da interpretação marxista da moeda como uma forma de valor. Em seguida, estudaremos duas versões da teoria quantitativa da moeda (versão de transações de Fisher e versão dos saldos monetários de Cambridge). Fechando o capítulo, trataremos da teoria da demanda por moeda proposta por Keynes e da teoria elaborada por Friedman, que reinterpreta a teoria quantitativa da moeda como uma teoria da demanda por moeda.

Após, veremos como o Banco Central controla a liquidez da economia a partir da política monetária, influenciando a oferta de moeda e a taxa de juros. Mais precisamente, você aprenderá o que são as variáveis de metas e os instrumentos de política monetária; quais são os impactos da política monetária na economia; quais os processos de criação e destruição dos meios de pagamentos e de multiplicação monetária e suas variáveis comportamentais; e, finalmente, quais são os mecanismos pelos quais a política monetária afeta a economia.

Por fim, daremos ênfase à estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro. Nesse capítulo final estudaremos o processo de regulação e de supervisão bancária, com destaque para a reestruturação do sistema bancário brasileiro no período pós-Plano Real, bem como a relação entre a assimetria de informação e as crises nos mercados financeiros de economias emergentes.

Ao final do curso, esperamos que você aprofunde de maneira sistemática sua percepção do papel central que a moeda e os mercados financeiros desempenham no funcionamento das economias capitalistas contemporâneas.

*Prof. Maurício Simiano Nunes
Prof. Jaylson Jair da Silveira*



1

OS CONCEITOS BÁSICOS DA ECONOMIA MONETÁRIA E AS TEORIAS DA DEMANDA POR MOEDA

Ao final desta unidade, você deverá ter conhecimentos sobre:

- o conceito de moeda convencionalmente adotado pelos economistas;
- quais as funções que a moeda desempenha em economias nas quais as trocas de bens e serviços são generalizadas;
- a interpretação marxista da moeda como uma forma de valor;
- duas versões da teoria quantitativa da moeda (versão de transações de Fisher e versão dos saldos monetários de Cambridge);
- a teoria da demanda por moeda propriamente dita, proposta por Keynes;
- a teoria elaborada por Friedman, que reinterpreta a teoria quantitativa da moeda como uma teoria da demanda por moeda.

1.1 MOEDA E SUAS FUNÇÕES

É natural que a disciplina *Economia Monetária* comece por definir o significado de moeda. O que comumente os economistas querem dizer quando usam o termo **moeda**?

A definição de moeda não é algo trivial, e costumamos fazê-la a partir da listagem das propriedades econômicas que um objeto visto como moeda deveria apresentar. Sendo assim, os economistas consideram **moeda** qualquer objeto que seja amplamente aceito como pagamento em compras de bens e serviços ou em pagamentos de dívidas em uma determinada sociedade. Considerando esta definição, percebemos que moeda não é só papel-moeda ou moeda metálica, mas também cheques, depósitos em contas correntes e até mesmo depósitos em poupanças, que podem ser convertidos em dinheiro de maneira relativamente rápida e barata.

A definição feita anteriormente põe ênfase sobre o papel da moeda como **meio de pagamento** (*meio de troca* ou *intermediário de troca*) em uma economia em que a troca de bens e serviços é generalizada. Ao desempenhar a função de meio de pagamento, a moeda proporciona um ganho de eficiência, que surge da redução dos custos de transação envolvidos no processo de trocas de bens e serviços. Nesse contexto, os custos de transação são a soma do tempo que cada





indivíduo gasta, em média, quando tenta trocar certa quantidade de um bem ou serviço que possui e não quer consumir por certa quantidade de outro bem e serviço possuída por outro indivíduo.

Para visualizarmos mais claramente este ganho de eficiência proporcionado pelo uso da moeda como meio de pagamento, suponhamos que, numa economia, as trocas sejam feitas por **escambo**, ou seja, pela troca direta de um bem ou serviço por outro bem ou serviço sem o uso de moeda. Neste caso, um indivíduo qualquer, digamos, um escritor, que tenha em suas mãos 10 exemplares de seu último livro, se quiser comprar certa quantidade de carne, deverá não só encontrar um açougueiro, mas um que esteja interessado no seu livro e, portanto, deseje trocar certa quantidade de carne por, pelo menos, um exemplar do seu livro. Este exemplo deixa claro que, numa economia de escambo, uma condição necessária para que ocorra uma troca de bens e/ou serviços é a chamada **dupla coincidência de desejos**. Em outros termos, numa

economia de escambo, sem a dupla coincidência de desejos entre as duas partes envolvidas em uma troca não existe a possibilidade de se realizar a transação.

Portanto, ao reduzir o custo de transação, a existência de uma moeda torna viável que os indivíduos especializem-se e que a economia como um todo se beneficie da divisão do trabalho.

A moeda, além de servir como meio de pagamento, desempenha duas outras funções: unidade de conta e reserva de valor. Como **unidade de conta**, a moeda serve como medida do valor de troca dos bens e serviços, assim como o quilograma serve como unidade de medida para o peso de um objeto físico qualquer e o metro como unidade de medida da distância entre dois pontos. Novamente, vamos ilustrar como a função de unidade de conta da moeda é importante a partir da análise de um exemplo no qual esta esteja ausente.

Consideremos, então, uma economia de escambo com apenas quatro bens, digamos: laranja, carne, leite e arroz. Neste caso, entre cada par de bens, poderíamos expressar um valor de troca. Por exemplo, o valor de troca entre carne e laranja poderia ser expresso de duas maneiras. A primeira usando a *laranja* como unidade para expressar o valor de troca da *carne*, por exemplo:

$$1 \text{ kg de carne} = 5 \text{ kg de laranja,}$$

ou seja, 1 quilo de carne vale 5 kg de laranja. A segunda maneira seria usando a carne como unidade para expressar o valor de troca da laranja, ou seja,

$$1 \text{ kg de laranja} = 0,2 \text{ kg de carne,}$$

isto é, 1 quilo de laranja vale 0,2 ($=1/5$) kg de carne. Assim, como há, por hipótese, quatro tipos de bens nessa economia, conclui-se que podemos formar seis pares distintos: laranja x carne, laranja x leite, laranja x arroz, carne x leite, carne x arroz e leite x arroz. Portanto, teríamos seis valores de troca. Consequentemente, se houvesse oito tipos de bens, teríamos 28 valores de troca. Ou seja, se dobrássemos o número de bens, o número de valores de troca que teriam que ser memorizados, se não houvesse uma unidade de conta, aumentaria mais do que quatro vezes. Em suma, como existem bens, existe a necessidade de se criar valores de troca, caso não seja feito uso de uma unidade de conta como, por exemplo, a moeda.

Dessa forma, podemos perceber que a introdução de uma unidade de conta simplificaria a situação anteriormente ilustrada, pois todas as mercadorias poderiam ter um valor de troca expresso como preço em unidades monetárias, como euro, dólar ou real. Assim, no exemplo anterior, com quatro tipos de bens, haveria somente quatro preços expressos em unidades monetárias, como por exemplo: R\$ 2,00/kg de laranja; R\$ 10,00/kg de carne; R\$ 1,50/litro de leite; e R\$ 2,50/kg de arroz.

Imagine: numa economia com 100 produtos seria necessária a cotação de apenas 100 preços expressos em unidades monetárias ao invés de 4.950 valores de troca!

Portanto, a função da moeda como unidade de medida contribui para a redução dos custos de transação, pois reduz a quantidade de informação (dada pelo número de preços) que precisa ser considerada.



Finalmente, a moeda desempenha, também, a função de **reserva de valor**. Isso quer dizer que, com a moeda, é possível transferir intertemporalmente o poder de compra. Em termos mais simples, o momento em que um indivíduo recebe um valor monetário pela venda de um bem ou serviço – como, por exemplo, o recebimento do salário mensal pela venda da sua força de trabalho –, não necessariamente coincide com o momento no qual este indivíduo gasta na compra de outros bens e/ou serviços, pois isto poderá ser feito ao longo do mês. Além disso, parte deste salário pode até nem ser gasta durante o mesmo mês, ou seja, pode ser poupada.

A função de reserva de valor é muito importante, já que a maioria de nós não tem planos de gastar a renda imediatamente após recebê-la, preferindo esperar, inclusive, o momento apropriado para comprar bens e serviços. Em suma, como a moeda pode ser utilizada como reserva de valor, o recebimento de uma determinada quantia de moeda por um indivíduo não leva, necessariamente, ao desembolso imediato e de mesmo montante na compra de bens e serviços por este indivíduo.

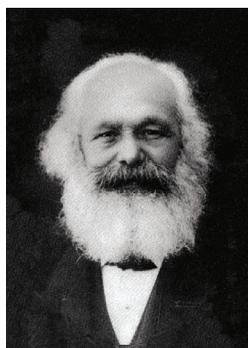
Mas é claro que a moeda não é o único ativo que permite transportar poder de compra de uma data para outra. Outros **ativos financeiros** (como ações e títulos) e **físicos** (como terras, casas e joias) podem também desempenhar a função de reserva de valor. Certos ativos, como títulos, rendem juros; outros, como casas e terras, se valorizam e permitem usufruir de serviços de habitação. A moeda, por sua vez, não rende juros, mas oferece **liquidez** plena, pois não precisa ser convertida em algo a mais para ser utilizada em pagamentos de compras e dívidas, enquanto os demais, na maioria das vezes, precisam ser convertidos em moeda, pois não são aceitos como meio de pagamento.

1.2 A MOEDA COMO UMA FORMA DE VALOR: BREVES CONSIDERAÇÕES DE UM PONTO DE VISTA MARXISTA

Palavra do Professor



Na seção anterior, vimos o conceito convencional de moeda, bem como suas funções. Agora, nesta seção, veremos uma discussão alternativa sobre a moeda, mais precisamente, a concepção marxista da moeda como uma forma de valor. Preparado? Então, vamos lá!



Karl Marx, em 1882.

A obra mais famosa de [Karl Marx](#) (1818-1883), como você já deve saber, é *O Capital*. O livro primeiro desta obra foi publicado em 1867, na Alemanha. Marx trabalhou no segundo e no terceiro livros até 1878, que foram publicados, respectivamente, em 1885 e 1894, após serem editados por Friedrich Engels (1820-1895) com base nos manuscritos deixados por Marx.

Antes de tudo, cabe salientar que, na visão marxista, as relações econômicas são consideradas as forças motrizes fundamentais em qualquer sociedade. Sobre o capitalismo, em particular, Marx o considera um modo de produção historicamente determinado, caracterizado pelo antagonismo de classes (trabalhadores *versus* capitalistas) com interesses econômicos opostos. Além disso, o capitalismo apresenta duas faces: por um lado, gera acumulação de capital e crescimento da riqueza, mas, por outro, apresenta exploração e alienação.

Como destaca Foley (1983), o ponto central da teoria da moeda de Marx é a ideia de que a moeda é uma forma de valor. Para que se compreenda minuciosamente esta afirmação, é necessário entender o que, para Marx, vem a ser o

valor. Assim, antes de tratarmos propriamente da visão marxista sobre moeda como uma forma de valor, cabe uma breve revisão, ainda que rapidamente, de alguns conceitos presentes em *O Capital*.

O ponto de partida da análise marxista do capitalismo é a **teoria do valor-trabalho**, que é construída a partir do conceito de **mercadoria**, que, para Marx, são bens e serviços produzidos para a venda, e não para o consumo direto dos seus produtores. As mercadorias apresentam uma natureza dual, isto é, satisfazem alguma necessidade objetiva ou subjetiva de alguém, sendo, neste sentido, **valor de uso**, e podem ser trocadas por outras mercadorias, apresentando então **valor de troca**.

Os valores de troca estabelecem uma relação de equivalência entre as mercadorias, refletindo algo que elas têm em comum. Assim, para Marx, o valor de troca de uma mercadoria é apenas uma forma de manifestação do valor. Nas palavras do autor:

O que há de comum, que se revela na relação de troca ou **valor de troca** da mercadoria, é, portanto, seu **valor**. O prosseguimento da investigação nos trará de volta ao valor de troca, como maneira necessária de expressão ou **forma de manifestação do valor**, o qual deve ser, por agora, considerado independente dessa forma. (MARX, 1985, p. 47, grifos nossos)

Dessa forma, para Marx, as mercadorias possuem valor porque nelas se encontra trabalho humano materializado, que aparece como valor de uso. Em suas próprias palavras:

Portanto, um valor de uso ou bem possui valor, apenas, porque nele está objetivado ou materializado trabalho humano abstrato. Como medir então a grandeza de seu valor? Por meio do quantum nele contido da **substância constituidora do valor**, o trabalho. (MARX, 1985, p. 47, grifos do autor!)

O valor, como argumenta Foley (1986, cap.2), é a permutabilidade (*exchangeability*) das mercadorias, podendo ser visto como uma substância social que se encontra em cada mercadoria e nela foi inserida, por assim dizer, pelo trabalho gasto em sua produção. O trabalho humano que produz valor é abstrato ao invés de concreto (útil), simples ao invés de complexo (composto) e socialmente necessário ao invés de individual e supérfluo.

O **trabalho concreto** é o trabalho humano que produz valores de uso específicos. Um exemplo disto é o dispêndio de esforços mental e braçal de um marceneiro para produzir um armário. Por sua vez, ao se abstrair das peculiaridades dos diversos tipos de trabalho humano (do caráter útil de cada trabalho), o que resta nas mercadorias é uma característica comum, a saber, são resultantes do dispêndio de força humana de trabalho no sentido fisiológico,

Você pode encontrar uma exposição bastante didática desta teoria em: SAAD FILHO, A. *Teoria marxista do valor: uma introdução*. Análise Econômica, Porto Alegre, n. 40, p. 1-22, 2003.

As ideias expostas nesta seção encontram-se no Capítulo I, da Seção I, do Livro Primeiro, do Volume I de *O Capital* (Marx, 1985).

ou seja, **trabalho abstrato**. O trabalho humano abstrato é o elemento comum nas mercadorias. Nas palavras do próprio Marx (1985, p. 53):

Todo trabalho é, por um lado, dispêndio do homem no sentido fisiológico, e nessa qualidade de trabalho humano igual ou trabalho humano abstrato gera valor da mercadoria. Todo trabalho é, por outro lado, dispêndio de força de trabalho do homem sob a forma especificamente adequada a um fim, e nessa qualidade de trabalho concreto útil produz valores de uso.

O **trabalho simples** é dispêndio da força de trabalho sem vantagens de qualificação e experiência, que, em média, toda pessoa comum possui em uma dada região e em uma determinada época histórica. Uma, embora não a única, maneira de obter uma aproximação empírica do trabalho simples seria considerar como referência a capacidade de trabalho de um indivíduo que acabou de terminar o ensino fundamental e que não recebeu qualquer treinamento adicional e, portanto, não tem vantagens de qualificação e experiência. Assim, se, em média, um indivíduo deste tipo obtém uma renda de, por exemplo, R\$ 400,00/mês, então um indivíduo que receba R\$1.200,00/mês teria uma força de trabalho igual a três unidades de trabalho simples. Marx argumenta que o **trabalho complexo** – desempenhado por indivíduos qualificados e/ou com experiência – pode ser visto como um múltiplo de uma unidade de trabalho simples.

O **trabalho individual**, ou seja, aquele trabalho despendido privadamente para gerar valor de uso sem objetivar a troca não gera valor. Segundo Marx, o que gera valor é o **trabalho social**, ou seja, aquele devotado à produção de mercadorias. Assim, o trabalho doméstico de limpar e cozinhar, realizado por uma pessoa para si e sua família, embora gere valores de uso de extrema importância, não gera valor, pois não é devotado para gerar serviços para a venda no mercado.

O trabalho social aplicado de maneira supérflua, ou seja, de maneira ineficiente na produção de uma mercadoria, também não acrescenta valor a esta. O valor de uma mercadoria, de fato, depende da quantidade de **trabalho socialmente necessário** despendida na sua produção, ou seja, do tempo de trabalho requerido para produzir uma mercadoria “[...] nas condições dadas de produção socialmente normais, e com o grau social médio de habilidade e de intensidade de trabalho” (MARX, 1985, p. 48). Por exemplo: se um determinado produtor de arroz utiliza técnicas de plantio, de combate às pragas e colheita ineficientes, que o levam a gastar o dobro de tempo de trabalho por saca colhida em uma dada região do que, em média, os demais produtores desta mesma região gastam, não significa que o valor contido por saca de arroz colhida pelo produtor ineficiente será o dobro do valor contido por saca de arroz colhida pelo conjunto de produtores dessa região que apresentam um grau médio de habilidade e de intensidade de trabalho em condições de produção socialmente normais.

Em suma, quando Marx afirma que as mercadorias possuem valor porque nelas se encontra trabalho humano materializado, ele está se referindo ao trabalho humano abstrato, simples e socialmente necessário. Portanto, no restante desta seção, quando usarmos o termo **trabalho**, estaremos nos referindo precisamente ao trabalho humano abstrato, simples e socialmente necessário, que é o determinante do valor das mercadorias.

Relembrado o significado de valor, e que o determinante deste é o trabalho, voltemos ao caráter dual da mercadoria, sobre o qual Marx escreve:

As mercadorias vêm ao mundo sob a forma de valores de uso ou de corpos de mercadorias, como ferro, linho, trigo etc. Essa é a sua **forma natural** com que estamos habituados. Elas são só mercadorias, entretanto, devido à sua duplicidade, objetos de uso e simultaneamente portadores de valor. Elas aparecem, por isso, como mercadoria ou possuem a forma de mercadoria apenas na medida em que possuem forma dupla, **forma natural** e **forma de valor**. (MARX, 1985, p. 53, grifos nossos)

Como a forma natural é a forma que as mercadorias “vêm ao mundo”, não há necessidade de analisá-la. Assim, é a outra forma, a saber, a forma de valor (ou valor de troca) que deve ser minuciosamente analisada. Como veremos adiante, a forma de valor apresenta-se de diferentes maneiras, sendo a moeda uma dessas formas de manifestação do valor de uma mercadoria. Passemos, então, à exposição dos tipos de forma de valor listados por Marx (1985, p. 53-70), que, segundo esse autor, esclarecem a gênese da **forma moeda** (ou **forma dinheiro**).

A expressão mais simples da equivalência entre duas mercadorias A e B quaisquer é, para Marx (1985, p. 54-55), a chamada **forma simples de valor**, representada como vemos a seguir:

$$x \text{ de mercadoria } A = y \text{ de mercadoria } B, \quad (1.1)$$

sendo x uma determinada quantidade da mercadoria A e y uma determinada quantidade da mercadoria B .

Embora a forma simples de valor ponha em evidência que duas mercadorias distintas apresentam algo em comum, que é o fato de serem portadoras de valor, Marx salienta que os lados da identidade (1.1) têm funções distintas. Ou seja, as mercadorias nesta identidade têm papéis diferenciados. O lado esquerdo da identidade é denominado por Marx de **forma relativa** e o lado direito de **forma equivalente**.

A mercadoria A encontra-se na forma relativa quando seu valor é expresso na forma natural (valor de uso) da mercadoria B , ou seja, “[...] ao relacionar-se com a mercadoria B como corpo de valor, como materialização de trabalho humano, a mercadoria A torna o valor de uso de B material de sua própria expressão de

valor” (MARX, 1985, p. 57). Por sua vez, a mercadoria B encontra-se na forma equivalente porque é a forma natural (valor de uso) na qual se expressa o valor da mercadoria A . Em outros termos, o “[...] corpo da mercadoria que serve de equivalente figura sempre como corporificação do trabalho humano abstrato e é sempre o produto de determinado trabalho concreto, útil” (MARX, 1985, p. 61).

Ao analisar a forma simples de valor (1.1), Marx (1985, p. 60) argumenta que esta identidade é análoga à identidade em termos de peso, que se pode estabelecer entre dois objetos materiais distintos, como pães e pedaços de ferro. Embora o pão e cada pedaço de ferro sejam objetos materiais distintos, ambos apresentam peso; portanto, podem ser comparados com respeito a esta propriedade comum. Convencionalmente, adotamos o quilograma como unidade de medida de massa. Assim, se cada pedaço de ferro do exemplo dado por Marx representasse 0,1 kg (100 gramas) e fosse escolhido como unidade de referência, e cada pão apresentasse metade do peso do pedaço de ferro, então cada dois pães equivaleriam a um pedaço de ferro ou 100 gramas. O peso é expresso quantitativamente em termos de uma medida relativa (1 pedaço de ferro ou 100 gramas). Analogamente, na relação de equivalência (1.1), a grandeza *valor* da mercadoria A é expressa quantitativamente em unidades da mercadoria B , que, por também conter valor, é tomada, neste caso particular, como uma medida relativa do valor da mercadoria A .

A outra forma de valor analisada por Marx é a **forma desdobrada de valor**, a qual é expressa da seguinte maneira:

$$w \text{ de mercadoria } A = \begin{cases} x \text{ de mercadoria } B, \\ y \text{ de mercadoria } C, \\ \vdots \\ z \text{ de mercadoria } D. \end{cases} \quad (1.2)$$

Nesta forma de valor, a mercadoria A tem seu valor expresso nas mercadorias B , C , ..., D , que são uma **forma equivalente particular**. Diferentemente da forma simples de valor (1.1), a forma desdobrada de valor (1.2) traz à tona o fato de que o trabalho que gerou o valor contido na mercadoria A faz com que esta mercadoria seja parte de um sistema de trocas de mercadorias. Ou seja, a mercadoria pode ser trocada não somente com uma mercadoria B em particular, mas sim com uma variedade de outras mercadorias, que também contêm valor.

Estamos utilizando, aqui, o termo peso no sentido usual, utilizado no dia a dia, que equivale à massa no sentido preciso utilizado em Física.

Em suma, o valor contido na mercadoria *A* pode se manifestar numa série interminável de diferentes valores de uso presentes nas demais mercadorias.

No entanto, é importante lembrar que Marx argumenta que a forma desdobrada de valor é incompleta, já que ela gera uma série praticamente infinita de representações. Isto porque, cada mercadoria que aparece torna-se automaticamente uma nova possibilidade de expressão de valor da mercadoria *A*, ou seja, torna-se automaticamente uma forma equivalente particular. Assim, a forma (1.2) apresenta-se como uma coleção enorme de expressões de valor distintas e desconectadas.



Invertendo, porém, a forma desdobrada de valor (1.2), Marx obtém a **forma geral de valor**:

$$\left. \begin{array}{l} x \text{ de mercadoria } B \\ y \text{ de mercadoria } C \\ \vdots \\ z \text{ de mercadoria } D \end{array} \right\} = w \text{ de mercadoria } A. \quad (1.3)$$

Nesta forma de valor, as mercadorias *B*, *C*, ..., *D* têm seus valores expressos na mesma mercadoria *A*, a qual assume o papel de **equivalente geral**. Cabe notar que, em (1.3), qualquer mercadoria no lado esquerdo da igualdade pode tomar o lugar da mercadoria *A* como equivalente geral. Além disso, quando uma mercadoria assume o papel de equivalente geral ela não pode assumir a forma relativa.

Até o momento, em síntese, vimos que, para Marx:

- na **forma simples de valor**, ambas as mercadorias podem assumir a forma relativa;
- na **forma desdobrada de valor**, só uma mercadoria por vez pode assumir a forma relativa; e
- na **forma geral de valor**, o equivalente geral não pode ser expresso na forma relativa.

Finalmente, Marx (1985, p. 69) destaca que o ouro conquistou historicamente a posição socialmente aceita de equivalente geral e, portanto, tornou-se a expressão da **forma moeda do valor** (ou **forma dinheiro**), representada por:

$$\left. \begin{array}{l} x \text{ de mercadoria } B \\ y \text{ de mercadoria } C \\ \vdots \\ z \text{ de mercadoria } D \end{array} \right\} = w \text{ de ouro.} \quad (1.4)$$

No entanto, no século XX, o padrão-ouro foi substituído como forma monetária dominante, de maneira que o equivalente geral passou a ser uma unidade abstrata de conta, como o dólar, o euro, o real, etc.

Enfim, podemos afirmar que, de uma perspectiva marxista, a moeda é uma mercadoria cuja função social é desempenhar o papel de equivalente geral dentro de uma economia, cuja produção de mercadorias é a forma social de produção predominante.

O preço de uma mercadoria *A*, ou seja, o valor monetário expresso em uma unidade abstrata de conta (como o dólar, o euro, o real, etc.) na qual esta mercadoria pode ser comprada ou vendida, é considerado por Marx (1985, p. 69) “[...] a expressão relativa simples de valor de uma mercadoria [...]”.

Como propõe Foley (1986, p. 20), a teoria do equivalente geral de Marx destaca que a moeda (dinheiro) surge como a expressão do valor das mercadorias, ou seja, da propriedade de permutabilidade das mercadorias. Esta forma de expressão, que é a moeda, independe de qualquer mercadoria específica. Foley (1986, p. 20) destaca, ainda, que a teoria da moeda de Marx é uma crítica não desprezível aos argumentos teóricos que introduzem a moeda em uma economia de “escambo” pré-construída. Numa economia de “escambo” já há produção de mercadorias e, conseqüentemente, todos os determinantes da forma moeda de valor já estão postos. Mesmo a troca direta de uma mercadoria por outra pode não ser uma troca por escambo como definida na seção anterior. Pode, simplesmente, ser o caso em que os agentes envolvidos na troca avaliaram as quantidades trocadas das mercadorias envolvidas como tendo o mesmo valor monetário e, portanto, não houve a necessidade de um fluxo monetário propriamente dito para um lado ou para o outro.

Saiba Mais

Você pode encontrar material de leitura adicional sobre o conceito de moeda e suas funções:

- no Capítulo 1 de CARVALHO, F. J. C.; DE SOUZA, F. E. P. SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- na Seção 15.1 do Capítulo 15 de FROYEN, R. T. *Macroeconomia*. São Paulo: Saraiva, 1999.; e
- no Capítulo 3 de MISHKIN, F. S. *Moedas, bancos e mercados financeiros*. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

Para um aprofundamento sobre a teoria marxista da moeda – além, é claro, da leitura de pelo menos o Capítulo I, da Seção I, do Livro Primeiro, do Volume I de *O Capital* de Marx (1985) –, recomenda-se a leitura da primeira parte de BRUNHOF, S. *A moeda em Marx*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

Palavra do Professor

Acabamos de ver alguns conceitos básicos da economia monetária. Agora, vamos conhecer as teorias da demanda por moeda. Acompanhe!

1.3 TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

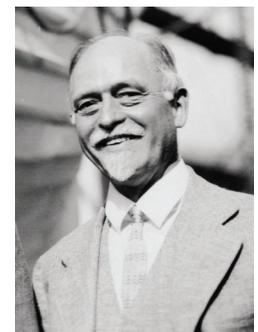
A teoria quantitativa da moeda (TQM) costuma ser apresentada em duas versões, a saber: a *de transações de Fisher* e a *dos saldos monetários de Cambridge*.

A versão de transações proposta pelo economista norte-americano **Irving Fisher** (1867-1947) é construída a partir da constatação de que cada transação comercial é uma troca em que um agente econômico (tipicamente uma firma, uma família ou o governo) transfere bens e/ou serviços para outro agente econômico e, em contrapartida, recebe certa quantidade de moeda como meio de pagamento.

A ênfase sobre a função da moeda como meio de pagamento permite estabelecer a famosa **equação de trocas** de Fisher:

$$MV = PT, \quad (1.5)$$

na qual M é o estoque de moeda da economia, V a velocidade de circulação da moeda no período de tempo tomado como referência (um ano, por exemplo),



Irving Fisher (1867-1947) foi um economista norte-americano. Seu trabalho sobre a teoria quantitativa da moeda foi uma das maiores influências no desenvolvimento da teoria monetarista de Milton Friedman.

P o preço médio dos bens e serviços e T o número de transações comerciais no mesmo período de tempo de referência.

Palavra do Professor

Vamos, agora, analisar mais cuidadosamente a equação anterior.

Se, em um dado período de tempo, ocorreram $T = 10.000$ transações comerciais e o valor monetário médio de cada uma dessas transações foi de $P = 600$ unidades monetárias, então o valor monetário total dessas transações foi de $PT = 600 \times 10.000 = 6.000.000$, ou seja, de 6 milhões de unidades monetárias. Se, na economia, houvesse 3.000.000 de unidades monetárias, então cada uma destas 3 milhões de unidades monetárias passou, em média, duas vezes das mãos de um agente para as de outro. Em outros termos, a velocidade de circulação da moeda foi igual a $V = \frac{PT}{M} = \frac{6.000.000}{3.000.000} = 2$ unidades monetárias no período de tempo de referência.

A equação de trocas (1.5) pode ser reescrita alternativamente como:

$$MV = PY, \quad (1.6)$$

sendo Y o produto nacional bruto. Na equação (1.6), a variável P passa a ser definida como o **índice geral de preços**, ao invés de uma média simples dos preços, e V como velocidade-renda da moeda.

A teoria quantitativa da moeda assenta-se em duas suposições fundamentais.

- A primeira é a de que a velocidade de circulação da moeda V é constante. Esta premissa é justificada pelo argumento de que o número médio de vezes que uma unidade monetária troca de mãos em um determinado período é determinado por fatores de caráter institucional, como frequência, regularidade e correspondência entre gastos e recebimentos, os quais mudam muito lentamente ao longo do tempo.
- A segunda suposição é de que o volume de transações T é determinado pelo produto real Y , que representa a produção a plena capacidade da economia (produção de pleno emprego). O produto de pleno emprego é, por sua vez, determinado pelo chamado lado real da economia, ou seja, por variáveis como os estoques dos fatores de produção (capital, trabalho e recursos naturais), a tecnologia de produção, bem como pelas preferências das famílias (principalmente, entre consumo presente e consumo futuro e entre lazer e consumo).

O nível geral de preços é também uma espécie de média, embora não seja simplesmente uma média aritmética. Para maiores informações sobre índices de preços e números índices em geral, consulte o Anexo 3.1 de Paulani e Braga (2007, p. 92).

Com base nas duas suposições apresentadas anteriormente, a partir da equação de trocas (seja na versão (1.5) ou (1.6)), a teoria quantitativa da moeda chega à sua proposição central, a saber: uma dada variação da quantidade de moeda em circulação leva a uma variação na mesma direção e na mesma proporção do nível geral de preços. Imagine, por exemplo, que o estoque de moeda aumentasse em 5%. Neste caso, a teoria quantitativa da moeda preveria que os preços, após certo lapso de tempo, aumentariam em média 5%. Isto ocorreria porque os agentes econômicos, após a expansão do estoque de moeda, teriam excesso de meio de pagamentos em seu poder. Dada a velocidade de circulação da moeda, este excesso levaria a uma maior demanda por bens e serviços, o que pressionaria os preços desses últimos para cima, pois a oferta dos bens e serviços já estaria fixada em seu nível de pleno emprego.

A versão dos **saldos monetários de Cambridge** chega à mesma conclusão central apresentada no parágrafo anterior, porém usando um enfoque diferente. O aspecto enfatizado por esta versão é a função da moeda como reserva de valor. Por desempenhar esta função, a moeda permite que um ato de venda de um agente econômico – que por isso recebe um determinado montante de moeda – não leve instantaneamente a um ato de compra. Em outros termos, pagamentos e recebimentos podem ocorrer em momentos distintos, já que a moeda permite que o poder de compra gerado por um recebimento seja transportado para uma data futura, na qual seja necessário realizar um ou mais pagamentos.

Esse desatrelamento entre recebimentos e pagamentos, possibilitado pela moeda enquanto reserva de valor, nos leva à seguinte pergunta: quais serão os saldos monetários que os agentes econômicos desejarão manter em média em um dado período de referência para realizarem seus pagamentos nesse mesmo período?



Supondo-se que o volume de compras em uma economia, em um dado período de referência, esteja relacionado com a renda nominal PY neste mesmo período, pode-se estabelecer que a quantidade de moeda M desejada pelos agentes econômicos é diretamente proporcional à renda nominal da economia, ou seja:

$$M = kPY, \quad (1.7)$$

sendo k a constante de proporcionalidade, conhecida como **constante marshalliana**.

Isolando M na equação de trocas modificada (1.6) e igualando a expressão obtida com (1.7), chegaremos a $M = \frac{1}{V}PY = kPY$, tal que:

$$k = \frac{1}{V}. \quad (1.8)$$

Ou seja, a constante marshalliana é igual ao inverso da velocidade-renda da moeda. Assim, quanto maior for esta última, menor será a proporção dos saldos monetários que os agentes deverão reter para realizar seus pagamentos em um dado período de referência.

Da premissa de que a velocidade-renda da moeda é invariável ao longo do tempo, segue que a constante marshalliana não se altera ao longo do tempo. Dessa forma, a proporção entre o estoque de moeda M de uma economia e sua renda nominal PY , dada pela constante marshalliana, mantém-se relativamente constante ao longo do tempo. Portanto, dado que o produto Y encontra-se em seu nível de pleno emprego, mais uma vez, tem-se o resultado de que um aumento (redução) do estoque de moeda leva a um aumento (diminuição) do nível geral de preços P na mesma proporção do aumento do estoque de moeda.

A equiproporcionalidade entre moeda e preços, defendida pela TQM, é conhecida como **neutralidade da moeda**. Para esta teoria, no longo prazo, uma variação do estoque de moeda não impacta o produto real (e nem a velocidade-renda da moeda), de maneira que se reflete integralmente numa variação percentual de mesma magnitude dos preços.

O princípio da neutralidade da moeda traz em seu bojo a ideia de que a causalidade vai da moeda para os preços. Ou seja, é a variação do estoque de moeda que afeta a evolução do nível geral de preços e não o contrário. Além disso, o estoque de meios de pagamento é considerado independente da demanda por saldos monetários (demanda por moeda). Dito de outra forma, o estoque de moeda M é considerado pela TQM como uma variável exógena. Ainda no bojo do princípio da neutralidade da moeda, encontra-se a ideia de que variações no estoque de moeda não afetam os preços relativos dos bens e serviços (o que geraria efeitos reais sobre as decisões de produção e consumo), mas apenas os preços absolutos.

Dada a equação de trocas (1.5), Fisher vê a relação entre estoque de moeda e nível geral de preços como a essência da teoria quantitativa da moeda. Em suas próprias palavras:

Nós achamos que, nas condições assumidas, o nível de preços varia (1) diretamente de acordo com a quantidade de moeda em circulação (M), (2) diretamente com sua velocidade de circulação (V), (3) inversamente ao volume de transações realizadas (T). A primeira dessas três relações merece ênfase. Ela constitui a “teoria quantitativa da moeda”. (FISHER apud FROYEN, 1999, p. 67)

Para finalizar esta breve exposição da teoria quantitativa da moeda, cabe salientar que, segundo esta teoria, uma economia experimentará inflação (um aumento de P) se o estoque de moeda M da economia crescer a uma taxa maior do que o crescimento do produto Y . Analogamente, uma economia experimentará uma deflação (uma redução de P) se o estoque de moeda da economia M crescer a uma taxa menor do que o crescimento do produto Y .

1.4 DEMANDA POR MOEDA EM KEYNES

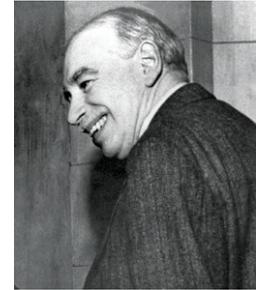
Palavra do Professor

Nesta seção, veremos a teoria da preferência pela liquidez do economista inglês John Maynard Keynes, ou seja, os motivos pelos quais os agentes econômicos detêm moeda em detrimento de outras formas de riqueza como títulos, ações, imóveis, etc. Acompanhe!

Segundo Keynes, os indivíduos retêm moeda como uma forma de riqueza por três motivos básicos: *transação*, *precaução* e *especulação*. Na maior parte da sua obra mais famosa – a *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, publicada em 1936 –, Keynes (1985) trabalha sob a premissa de que os indivíduos têm à sua disposição duas classes de ativos: moeda e títulos. Os títulos representam todos os ativos com baixa liquidez e rendem algum tipo de juros ao seu detentor. A moeda, por sua vez, não rende juros, mas oferece liquidez plena.

A teoria da preferência pela liquidez de Keynes se posiciona como uma alternativa crítica à teoria clássica da taxa de juros ou, também, à teoria clássica dos fundos de empréstimos. Nesta última, a taxa de juros aparece como o preço que equilibra a demanda por fundos de empréstimos (o investimento) com a oferta destes fundos (a poupança), enquanto que, na teoria da preferência pela liquidez, como veremos mais detalhadamente adiante, a taxa de juros é vista como a recompensa que os agentes econômicos recebem por abrir mão da liquidez. Assim, a taxa de juros passa a ser o preço que equilibra o desejo de manter a riqueza na forma de moeda (preferência pela liquidez) com a quantidade de moeda disponível na economia (estoque de moeda). Nas palavras do próprio Keynes (1985, p. 122):

A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível.



John Maynard Keynes (1883 – 1946) foi um economista britânico cujas ideias afetaram substancialmente a teoria e a prática da macroeconomia moderna, bem como as políticas econômicas.

Uma exceção é o Capítulo 17 da *Teoria geral*, no qual Keynes trabalha com uma estrutura mais diversificada de ativos.

Teoria da preferência pela liquidez: Para conhecer esta teoria de forma mais detalhada, consulte o Capítulo 15 da *Teoria geral*.

Teoria clássica da taxa de juros: Para maiores informações, você pode consultar o Capítulo 14 da *Teoria geral*, no qual Keynes expõe sua versão da teoria clássica da taxa de juros.



Passemos, agora, à análise dos três motivos citados anteriormente para que haja demanda por moeda pelos indivíduos.

O **motivo transação** diz respeito à retenção de moeda para a realização de pagamentos rotineiros em datas futuras, ou seja, para efetivar transações comerciais e/ou quitar dívidas rotineiras em datas específicas. Por exemplo, considere que uma firma necessita de certa quantidade de moeda todo mês para pagar a folha de salários de seus empregados. Neste caso, o pagamento tem uma regularidade fixada contratualmente. O mesmo acontece com uma família que mora em um imóvel alugado e, conseqüentemente, deve desembolsar certa quantia de moeda por mês para pagar o aluguel. Outros padrões costumeiros de pagamentos surgem da própria natureza dos bens e serviços comprados, como é o caso de alimentos, material de higiene pessoal e produtos de limpeza domésticos. Nestes casos, embora não haja uma obrigação contratual, existe a necessidade de comprar esses tipos de bens com uma frequência semanal ou, no mínimo, mensal.

Dados os hábitos de pagamentos dos agentes de uma economia, Keynes supôs que a quantidade de moeda necessária para realizar transações dependia, fundamentalmente, do nível de renda desta economia. Mais precisamente, a demanda por moeda para transações de uma economia manteria uma relação positiva com respeito à renda agregada corrente da mesma, já que esta última manteria certo grau de proporcionalidade com o fluxo de pagamentos em um dado período.

Passemos, agora, ao segundo motivo levantado por Keynes para reter moeda: o **motivo precaução**. Um indivíduo retém moeda por precaução para se prevenir de contingências inesperadas, como gastos imprevistos devido a problemas de saúde, bem como oportunidades imprevistas de negócios lucrativos, como alguma promoção repentina de bens de consumo duráveis (como televisores e automóveis, por exemplo).

O mais importante com relação a esse motivo é atentar para o fato de que a demanda precaucionária por moeda está diretamente ligada à existência de um futuro incerto, que não pode ser previsto pelos agentes e, portanto, a retenção de saldos monetários para se precaver de dificuldades e/ou aproveitar oportunidades vantajosas traz algum grau de segurança diante de um futuro irredutivelmente incerto. Sobre a impossibilidade de conhecimento probabilístico do futuro, ou seja, sobre o futuro intrinsecamente incerto, Keynes explica que:

[...] por “conhecimento” incerto, deixe-me explicar, não pretendo meramente distinguir o que é conhecido como certo, do que apenas é provável. O jogo da roleta

não está sujeito, nesse sentido, à incerteza; nem sequer a possibilidade de se ganhar na loteria. [...] O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra europeia é incerta. [...] Sobre estes problemas não existe base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente nada sabemos a respeito. (KEYNES apud PRADO, 2005, p. 6).

Em suma, a demanda precaucionária está relacionada à imprevisibilidade que inclui vários períodos de recebimentos de renda futuros, enquanto a demanda por moeda para transação está relacionada ao padrão de gastos efetuados no mesmo período de recebimento da renda. Assim, os saldos monetários retidos por precaução não estão comumente ligados aos gastos que serão realizados no mesmo período de recebimento da renda, no qual os referidos saldos serão acumulados.

Em síntese, enquanto a demanda por moeda para transação está associada a gastos correntes, a demanda por moeda para precaução está relacionada à necessidade de transferir poder de compra entre períodos de recebimento de renda consecutivos devido à incerteza com relação ao futuro. Portanto, este tipo de demanda se aproxima mais da ideia de poupança na forma de moeda, para que as pessoas possam se resguardar de eventos ruins ou aproveitar eventos bons, ambos inerentemente imprevisíveis.

Embora Keynes reconheça as diferenças entre as demandas por moeda para transação e para precaução, expostas anteriormente, acaba adotando a premissa simplificadora de que o montante total M_1 de saldos monetários retidos para satisfazer tanto o motivo-transação quanto o motivo-precaução pode ser considerado uma função L_1 crescente da renda agregada Y , ou seja:

$$M_1 = L_1(Y), \text{ com } L_1'(Y) > 0 \text{ para todo } Y > 0. \quad (1.9)$$

Palavra do Professor

Finalmente, vamos tratar do último motivo para manter parte da riqueza na forma de moeda: o **motivo especulação**. Este motivo destaca o papel da taxa de juros como um determinante da demanda por moeda. Vejamos!

Como a moeda, ao contrário dos títulos, não rende juros, podemos nos perguntar: por que alguém reteria mais moeda (saldos monetários inativos) do que aquela quantidade necessária para transação e para precaução (saldos monetários ativos)? O cerne da resposta dada por Keynes a esta indagação está na relação entre os preços dos títulos e a taxa de juros, bem como na incerteza intrínseca sobre as taxas de juros futuras.

Uma resposta mais detalhada a essa questão pode ser dada em um cenário no qual os agentes podem manter suas riquezas na forma de dois tipos básicos de ativos: moeda e títulos (bônus). Como você já sabe, a moeda não rende juros, mas oferece liquidez plena, enquanto os títulos, por sua vez, representam todos os ativos com baixa liquidez e que rendem algum tipo de juros ao seu detentor, mas trazem consigo a possibilidade de perdas de capital.

Um exemplo deste tipo de título é o consol, emitido pelo governo britânico. Os consols são perpetuidades. O Governo britânico emite obrigações que, quando adquiridas por um investidor, dão a ele o direito de receber juros anualmente, para sempre, deste governo.

Vamos adotar a hipótese simplificadora de que os títulos sejam perpetuidades, ou seja, títulos de renda fixa que prometem um fluxo infinito de pagamentos periódicos (a cada ano, por exemplo). Sob tal premissa, caso um agente compre um título em um período t , digamos por $B_t = 1200$ reais, que dá o direito de receber um **pagamento do cupom** de $C = 60$ reais a cada período a partir de $t+1$, a taxa de juros envolvida na operação seria igual a $r_t = 60/1200 = 0,05$ ou 5%. Em $t+1$, caso o agente decida vender o título e a taxa de juros vigente no mercado tenha caído para $r_{t+1} = 0,04$ ou 4%, então o preço do título em $t+1$ aumentaria para $B_{t+1} = 60/0,04 = 1500$ reais. Neste caso, o agente que carregou o título de t para $t+1$ ganhou não só o pagamento do cupom de 60 reais, mas obteve, devido à queda da taxa de juros, um ganho de capital de $300 = 1500 - 1200$ reais, obtendo uma taxa de retorno de $0,3 = (60 + 300)/1200$ ou 30%.

No entanto, o oposto também pode ocorrer. Digamos que em $t+1$, caso o agente decida vender o título em análise e a taxa de juros vigente no mercado seja de $r_{t+1} = 0,06$ ou 6%, o preço do título cairia para $B_{t+1} = 60/0,06 = 1000$. Neste caso, o agente detentor do título durante o período t , embora tenha ganhado o pagamento do cupom de 60 reais, incorreu em um “ganho” de capital negativo de $-200 = 1000 - 1200$ reais, ou seja, em uma perda de capital de 200 reais. A taxa de retorno nesta situação seria negativa, aproximadamente igual a $-0,1167 \cong (60 - 200)/1200$ ou -11,67%.

Em suma, em um período t , dado o pagamento do cupom C , o preço do título B_t e a taxa de juros de mercado r_t mantêm entre si a seguinte relação inversa:

$$B_t = \frac{C}{r_t} . \quad (1.10)$$

Logo, uma queda (elevação) da taxa de juros de mercado entre t e $t+1$ gera um ganho (uma perda) de capital para os possuidores de títulos.

Tendo em mente a relação inversa entre a taxa de juros e o preço dos títulos, voltemos à questão proposta inicialmente, relativa ao desejo de manter saldos monetários inativos, isto é, além daqueles necessários para satisfazer os motivos *transação* e *precaução*. É justamente o valor agregado desses saldos monetários inativos, que surge devido à incerteza com relação à taxa de juros futura, que Keynes denomina de **demanda especulativa por moeda**.

Como já vimos, Keynes considerou que a demanda especulativa por moeda existe porque há incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. Se tal incerteza não existisse, não haveria risco dos agentes incorrerem em perdas de capital que gerassem taxas de retorno negativas e, assim, seria sempre vantajoso possuir títulos em vez de moeda, que não rende juros.

Numa situação de incerteza com respeito à taxa de juros futura, surge, naturalmente, a pergunta: **como são formadas as expectativas em relação à taxa de juros futura?**

Para respondê-la, Keynes recorreu a nada menos que o comportamento convencional. Em suas próprias palavras:

Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. *Qualquer* taxa de juros aceita com suficiente convicção como *provavelmente* duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado. (KEYNES, 1985, p. 144, grifos do autor)

Keynes argumenta que cada indivíduo, denominado por ele de **especulador**, tem uma avaliação subjetiva do que espera ser a **taxa de juros normal**, isto é, aquele nível da taxa de juros r_n^i no qual o especulador i considera que a taxa de juros de mercado tende a convergir no futuro.

Os agentes que acham que a taxa de juros de mercado está acima da taxa de juros normal preveem que a primeira irá cair e, portanto, que haverá um ganho de capital. Dessa forma, pode ser vantajoso, no presente, manter os saldos monetários inativos na forma de títulos, o que faz com que a demanda especulativa por moeda seja nula, conforme podemos ver na Figura 1.1.



Agente econômico que compra e vende títulos com o objetivo de capturar ganhos de capital de curto prazo e evitar perdas.

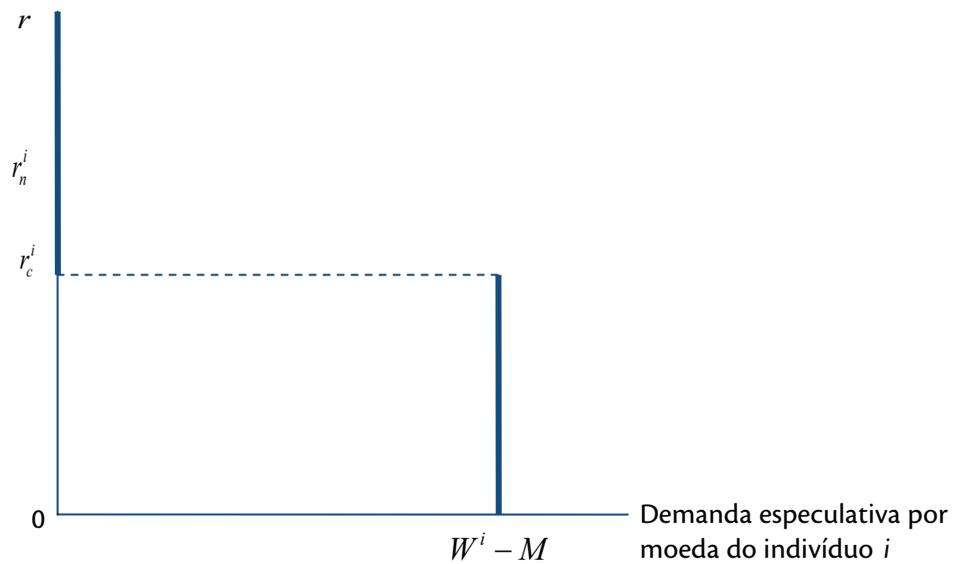


Figura 1.1 – Demanda especulativa por moeda de um indivíduo.

Fonte: Adaptada de Froyen (1999, p. 134).

Por outro lado, mesmo que a taxa de juros de mercado esteja abaixo da taxa de juros considerada normal pelo indivíduo i , a demanda especulativa ainda poderá ser nula, desde que a taxa de juros de mercado não esteja abaixo da **taxa de juros crítica** do agente i , que passaremos a denotar por r_c^i . Esta última é aquela taxa a partir da qual uma elevação da taxa de juros para o seu nível considerado normal tornaria a taxa de retorno da carteira de títulos do indivíduo i nula.

No exemplo desenvolvido anteriormente, a carteira era composta por um único tipo de título, cujo preço em t era de R\$ 1.200,00 e o pagamento do cupom era de R\$ 60,00. Com uma carteira de títulos deste tipo, um agente i que previsse que a taxa de juros normal fosse igual a $r_n^i = 0,0325$ ou 3,25%, ainda manteria seus saldos monetários inativos na forma de títulos se a taxa de juros, embora menor do que 3,25%, fosse superior à sua taxa de juros crítica, igual a $r_c^i = 0,031477$ ou 3,1477%. Por exemplo, se a taxa de juros de mercado em t fosse igual $r_t = 0,0315$ ou 3,15%, então a perda esperada de capital seria de $-58,6081 = (60/0,0325) - (60/0,0315)$ reais, menor do que o pagamento do cupom de 60 reais. Como vimos na Figura 1.1, qualquer taxa de juros de mercado que esteja acima da taxa de juros crítica do agente i leva esse indivíduo a apresentar uma demanda especulativa por moeda nula.

Por fim, caso a taxa de juros de mercado esteja abaixo da taxa de juros crítica do agente, então este preferirá manter seus saldos monetários ociosos para

se defender de uma perda de capital esperada. Em outros termos, conforme vimos também na Figura 1.1, caso a taxa de juros de mercado esteja abaixo da taxa de juros crítica do agente i , a demanda especulativa por moeda desse indivíduo será igual ao seu saldo monetário ocioso $W^i - M_1^i$, sendo W^i a riqueza do indivíduo i e M_1^i a demanda por moeda por transação e precaução desse mesmo indivíduo.

Em síntese, dada a taxa de juros considerada normal pelo indivíduo i , segue que há uma taxa de juros crítica para este mesmo agente. Se a taxa de juros de mercado estiver acima desse valor, o agente manterá seu saldo monetário ocioso na forma de títulos, pois espera uma taxa de retorno positiva sobre os títulos. Todavia, caso a taxa de juros de mercado esteja abaixo da taxa de juros crítica, o indivíduo demandará moeda pelo motivo especulação em um montante igual ao seu saldo ocioso. Em termos matemáticos, a demanda especulativa do indivíduo i pode ser assim representada:

$$M_2^i = \begin{cases} 0 & , \text{ se } r_t \geq r_i^c, \\ W^i - M_1^i & , \text{ se } r_t < r_i^c. \end{cases} \quad (1.11)$$

Keynes supõe que os indivíduos têm opiniões diferentes sobre qual é a taxa de juros normal. Esta heterogeneidade de opiniões leva à diversidade das taxas de juros críticas. Podemos imaginar uma lista dos indivíduos em ordem decrescente das taxas de juros críticas. Assim, caso a taxa de juros de mercado se encontre em um patamar baixo r_0 , vários indivíduos apresentarão taxas de juros críticas superiores, de maneira que a demanda especulativa por moeda será relativamente alta. Se, por outro lado, a taxa de juros subir para um patamar $r_1 > r_0$, o número de indivíduos com taxas de juros críticas inferiores à taxa de juros de mercado diminuirá e, conseqüentemente, a demanda especulativa por moeda diminuirá também.

Dessa forma, podemos ver que, no agregado, quando a taxa de juros de mercado no período t aumenta, a demanda especulativa por moeda neste mesmo período diminuirá, já que uma fração maior de especuladores passa a alocar seus saldos monetários ociosos na forma de títulos, esperando que a taxa de retorno futura dos títulos seja estritamente positiva.

Com base no argumento em destaque, acima, podemos afirmar que a demanda especulativa por moeda M_2 , resultante da agregação dos saldos monetários inativos dos indivíduos cujas taxas de juros críticas estão acima da taxa de juros de mercado, é uma função L_2 decrescente da taxa de juros de mercado r , isto é:

$$M_2 = L_2(r), \text{ com } L_2'(r) < 0 \text{ para todo } r > 0. \quad (1.12)$$

Esta relação inversa entre a demanda especulativa por moeda e a taxa de juros de mercado encontra-se representada na Figura 1.2.

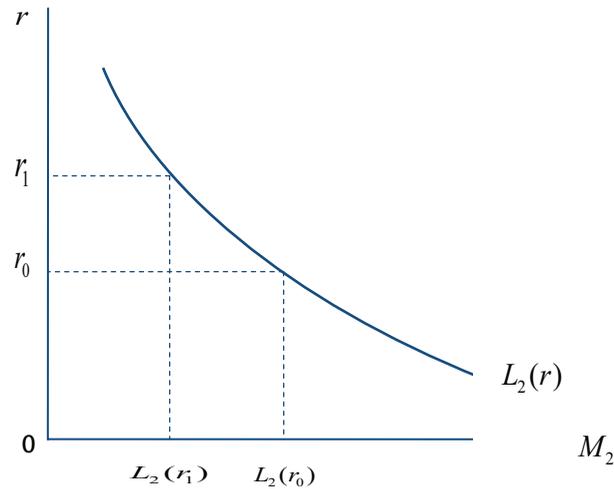


Figura 1.2 – Demanda especulativa por moeda da economia.

Fonte: Adaptada de Froyen (1999, p. 134).

A partir da função demanda por moeda, pelos motivos transação e precaução, em (1.9) e da função demanda por moeda pelo motivo especulação em (1.12), a demanda total por moeda M^d – ou seja, a preferência pela liquidez da economia – será simplesmente uma função da renda agregada e da taxa de juros de mercado:

$$M^d = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r) \equiv L(Y, r). \quad (1.13)$$

Em síntese, a demanda por moeda em uma economia será tanto maior quanto maior for a renda agregada dessa economia, *ceteris paribus*. Isto acontece porque um aumento da renda agregada eleva a quantidade necessária de moeda para transação e para precaução. Por sua vez, a demanda por moeda diminui quando a taxa de juros de mercado aumenta, *ceteris paribus*. Isto acontece porque cresce a fração de indivíduos que espera uma redução da taxa de juros futura e, portanto, espera ganhos futuros de capital advindos da posse de títulos no presente.

1.5 DEMANDA POR MOEDA NA TEORIA MONETARISTA

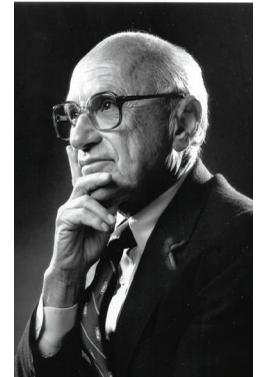
O economista norte-americano [Milton Friedman](#) é considerado um dos grandes nomes, se não o maior, da escola monetarista. Em seu clássico artigo *A teoria quantitativa da moeda: uma reafirmação*, Friedman (1956) argumenta, inicialmente, que esta teoria, cujos grandes traços foram explanados na Seção 1.3, não podia ser vista como uma teoria da renda agregada (seja real ou nominal) nem do nível geral de preços, mas sim como uma teoria da demanda por moeda.

Friedman propõe um tratamento da moeda como um ativo, ou seja, uma forma de riqueza, assim como são os títulos, as ações, os bens de capital, imóveis, etc. Como exemplifica o próprio autor, para uma empresa, a moeda pode ser considerada um bem de capital, um insumo que fornece serviços produtivos que, ao ser combinado com outros insumos, gera bens que a empresa vende. Sob este enfoque, a teoria da demanda por moeda torna-se uma subárea da teoria do capital (*teoria do portfólio*).

Ao ver a moeda como um ativo que fornece um fluxo de serviços não diretamente observáveis (como comodidade e segurança), e supondo que este fluxo cresce com o aumento do estoque de moeda, Friedman utiliza o arcabouço da teoria da escolha, análogo ao que você conhece de seu estudo da [teoria do consumidor](#), para deduzir uma função de demanda por moeda. Mais precisamente, o autor analisa a demanda por moeda como resultante das escolhas ótimas dos agentes detentores de riqueza, dadas as suas preferências, suas riquezas e os preços e retornos relativos das demais formas de mantê-las. Em outros termos, Friedman vê a demanda por moeda como o resultado agregado de escolhas dos detentores de riqueza relativas à sua distribuição entre as formas existentes de mantê-la. Cada detentor faz sua escolha de modo a maximizar sua utilidade, dada a sua riqueza total e os preços e retornos relativos das formas existentes de mantê-la.

As possibilidades de escolha dos detentores de riqueza são sintetizadas em cinco formas básicas de manter a riqueza, a saber:

- **moeda (M)** – conjunto de meios de pagamento amplamente aceitos;
- **títulos (T)** – direito a um fluxo de renda nominal constante e perpétuo;
- **ações (A)** – direito a participações proporcionais sobre os lucros das empresas;
- **bens físicos não humanos (Rnh)** – conjunto heterogêneo de bens físicos (bens de capital, imóveis, etc.); e
- **capital humano (H)** – conjunto de habilidades das pessoas.



Milton Friedman
(1912-2006)

Para saber mais sobre a [teoria do portfólio](#), leia o Capítulo 19 – *Teorias de Alocação de Portfólio* de Carvalho et al. (2000).

Para saber mais sobre a [teoria do consumidor](#), consulte o Capítulo 3 – *Comportamento do Consumidor* de PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. *Microeconomia*. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

Quanto à restrição orçamentária, Friedman toma como *proxy* da riqueza o valor presente de um fluxo de renda permanente real da economia Y_p , que exclui variações conjunturais e é comumente estimada como uma média ponderada entre renda real corrente e rendas reais passadas da economia. Explicando melhor, o autor argumenta que a renda permanente real de uma economia pode ser vista como o retorno que se obtém da riqueza real acumulada W desta economia. Assim, $Y_p = rW$, sendo r a taxa de juros. Logo, a riqueza real agregada pode ser estimada como:

$$W = \frac{Y_p}{r}. \quad (1.14)$$

Como destacam Carvalho et al. (2000, p. 89), a renda real corrente da economia Y , na teoria quantitativa da moeda tradicional, era um indicador do volume de transações comerciais, enquanto, na versão friedmaniana, torna-se apenas uma variável necessária para se estimar a riqueza agregada.

Quanto às preferências dos detentores de riqueza, Friedman adota a premissa padrão da teoria microeconômica convencional de que os gostos dos agentes são relativamente estáveis e representáveis por uma função utilidade bem definida. Mas, apesar da citada hipótese de estabilidade das preferências dos detentores de riqueza com relação às formas de mantê-la, o referido autor leva em consideração possíveis choques sobre as preferências, incorporando em sua análise uma variável u que representa aumentos consideráveis da utilidade marginal da moeda em períodos de viagens ou de instabilidade econômica.

Após especificar as possibilidades de escolha dos detentores de riqueza no que concerne às formas de mantê-la – tratar da restrição orçamentária, ou seja, da riqueza agregada, e caracterizar a função utilidade dos agentes –, Friedman chega à seguinte função demanda por moeda:

$$M^d = f(Y_p, r_a, r_b, \pi^e, w, u), \quad (1.15)$$

sendo M^d a demanda real por moeda, Y_p a renda permanente real da economia, r_a a taxa esperada de retorno dos títulos (T), r_b a taxa esperada de retorno das ações (A), $w = H / R_{nh}$ a razão entre a riqueza humana e a não humana, π^e a taxa de inflação esperada e u choques sobre as preferências dos detentores de riqueza.

Vejamos, agora, como cada um destes determinantes afeta a demanda real por moeda. Acompanhe!

Considerando (1.15), um aumento da renda permanente real da economia Y_p , *ceteris paribus*, implica um aumento da riqueza real da economia w . Desse afrouxamento da restrição orçamentária, segue que a demanda real por moeda cresce, ou seja, a demanda real por moeda é um bem normal com relação à renda permanente real e à riqueza real da economia. Em termos formais, $\frac{\partial M^d}{\partial Y_p} > 0$.



Palavra do Professor

Podemos ver que as taxas de retorno sobre os títulos e as ações, além da taxa de inflação esperada, determinam os custos de oportunidade de manter saldos monetários. Vejamos o porquê disto.

Com preços estáveis ao longo do tempo, quando a taxa de retorno esperada dos títulos ou a taxa esperada de retorno das ações aumenta, o montante esperado de rendimentos perdidos por manter certo estoque de moeda cresce. Assim, quando r_a ou r_b aumenta, *ceteris paribus*, a demanda real por moeda diminui, ou seja, $\frac{\partial M^d}{\partial r_a} < 0$ e $\frac{\partial M^d}{\partial r_b} < 0$.

Analogamente, a taxa esperada de inflação afeta o custo de oportunidade de reter saldos monetários, pois uma taxa esperada de inflação positiva implica um aumento esperado do preço dos bens físicos não humanos. Assim, manter saldos monetários implica perder esta valorização nominal, ou seja, os saldos monetários perdem poder aquisitivo. Logo, a demanda real por moeda, *ceteris paribus*, cai quando a inflação esperada sobe, isto é, $\frac{\partial M^d}{\partial \pi^e} < 0$.

Quando a razão entre a riqueza humana e a não humana aumenta, significa que os indivíduos têm mais renda permanente real oriunda do trabalho gerado pelo capital humano do que de rendimentos provenientes de ativos financeiros (títulos e ações). Portanto, quando w cresce há menos liquidez e, portanto, ocorre um aumento da demanda real por moeda para aumentar a liquidez dos *portfolios* dos detentores de riqueza. Em suma, $\frac{\partial M^d}{\partial w} > 0$.

Finalmente, a direção do impacto do parâmetro u dependerá do tipo de choque sobre as preferências que este parâmetro está representando. Como já sabemos, o parâmetro u poderia representar o número de viagens em um dado intervalo de tempo ou o grau de instabilidade econômica de uma sociedade, de maneira que um aumento desse parâmetro levaria, *ceteris paribus*, a um aumento da demanda real por moeda. Neste caso, teríamos $\frac{\partial M^d}{\partial u} > 0$.

Friedman argumenta que, embora a demanda real por moeda dependa de vários determinantes, o principal entre eles é a renda permanente real da economia. Como destaca Mishkin (1999, p. 329), Friedman acreditava que a demanda real por moeda era relativamente insensível às taxas de juros, porque as elevações destas acarretavam pouca mudança no retorno relativo da moeda em comparação aos retornos relativos das demais formas de manter a riqueza. Além disso, como também destaca Mishkin (1999, p. 329), a função demanda por moeda (1.15) é estável, no sentido de que a demanda por moeda pode ser razoavelmente prevista por meio desta função.

Lembre-se que, a partir de (1.6), a velocidade-renda da moeda V pode ser expressa como a razão entre a renda real corrente Y e a quantidade real de moeda M/P , ou seja, $V = \frac{Y}{M/P}$. Supondo que $\frac{M}{P} = M^d$ e usando (1.15) obtemos:

$$V = \frac{Y}{f(Y_p, r_a, r_b, \pi^e, w, u)} . \quad (1.16)$$

Assim, dada a estabilidade da função demanda real por moeda (1.15) e a razoável previsibilidade da relação entre Y e Y_p , segue que a velocidade-renda da moeda V , embora não possa ser considerada constante ao longo do tempo, é razoavelmente previsível. Dessa forma, a teoria monetarista restabelece a proposição central da teoria quantitativa da moeda, segundo a qual a oferta nominal de moeda M continua sendo o principal determinante do nível geral de preços.

Saiba Mais



Para saber mais sobre a teoria quantitativa da moeda, você pode consultar:

- o Capítulo 2 de CARVALHO, F. J. C.; DE SOUZA, F. E. P. SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- a Seção 4.1 do Capítulo 4 de FROYEN, R. T. *Macroeconomia*. São Paulo: Saraiva, 1999.; e
- o Capítulo 21 de MISHKIN, F. S. *Moedas, bancos e mercados financeiros*. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

Para aprofundar seus conhecimentos sobre a teoria da demanda por moeda em Keynes, consulte:

- o Capítulo 6 de Carvalho et al. (2000, p. 129-135);
- a Seção 4.1 do Capítulo 4 de Froyen (1999);
- o Capítulo 21 de Mishkin (1999).

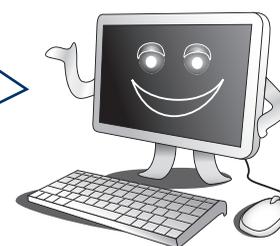
Além disso, é claro, você pode consultar o Capítulo 15 da própria *Teoria geral* de Keynes (1985).

Finalmente, para saber mais sobre a teoria monetarista da demanda por moeda, leia:

- o Capítulo 5 de Carvalho et al. (2000);
- a Seção 9.2 do Capítulo 9 de Froyen (1999);
- o Capítulo 21 de Mishkin (1999); e
- o artigo clássico de FRIEDMAN, M. A teoria quantitativa da moeda: uma reafirmação, 1956. In: CARNEIRO, R. (Org.). *Os clássicos da economia*. São Paulo: Editora Ática, 1997, vol. II.

Encerramos a Unidade 1! Agora você deve ler o resumo do conteúdo que trabalhamos até este momento e, em seguida, responder às questões das Atividades de aprendizagem. Leia e releia a unidade antes de processar as respostas. Recorra aos tutores sempre que tiver dúvidas e não se esqueça de assistir à Videoaula 1, no AVEA.

Bom trabalho!



Resumo da unidade:

Os economistas consideram moeda qualquer objeto que seja amplamente aceito como pagamento nas compras de bens e serviços ou nos pagamentos de dívidas em uma determinada sociedade. A moeda desempenha três funções básicas nas economias em que a troca de bens e serviços é generalizada, a saber: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.

De uma perspectiva marxista, a moeda é uma mercadoria cuja função social é desempenhar o papel de equivalente geral dentro de uma economia cuja produção de mercadorias é a forma social de produção predominante. Historicamente, o ouro conquistou a posição socialmente aceita de equivalente geral e, portanto, tornou-se a expressão da forma moeda do valor (ou forma dinheiro). Todavia, no século XX o padrão-ouro foi substituído como forma monetária dominante, de maneira que o equivalente geral passou a ser uma unidade abstrata de conta, como o dólar, o euro, o real, etc.

A teoria quantitativa da moeda (TQM) costuma ser apresentada em duas versões, a saber, a versão de transações de Fisher e a versão dos saldos monetários de Cambridge. A TQM assenta-se em duas suposições fundamentais. A primeira é a de que a velocidade de circulação da moeda (na versão de transações de Fisher) ou a constante marshalliana (na versão dos saldos monetários de Cambridge) é constante. A segunda suposição é a de que o volume de transações é determinado pelo produto real, que representa a produção de pleno emprego. Com bases nessas duas premissas, a TQM chega à sua proposição central, a saber: uma dada variação da quantidade de moeda em circulação leva a uma variação na mesma direção e na mesma proporção do nível geral de preços.

Segundo Keynes, os indivíduos retêm moeda, como uma forma de riqueza, por três motivos básicos: transação, precaução e especulação. O motivo **transação** diz respeito à retenção de moeda para realização de pagamentos rotineiros em datas futuras. Um indivíduo retém moeda por **precaução** para se prevenir de contingências inesperadas. A demanda **especulativa** por moeda existe porque há incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. Se tal incerteza não existisse, não haveria risco dos agentes incorrerem em perdas de capital que gerassem taxas de retorno negativas e, assim, seria sempre vantajoso possuir títulos em vez de moeda, que não rende juros. Sintetizando, a demanda por moeda em uma economia será tanto maior quanto maior for a renda agregada dessa economia, *ceteris paribus*. Isso acontece porque um aumento da renda agregada eleva a quantidade necessária de moeda para transação e para precaução. Por sua vez, a demanda por moeda diminui quando a taxa de juros de mercado aumenta, *ceteris paribus*. Isso acontece porque cresce a fração de indivíduos que espera uma redução da taxa de juros futura e, portanto, que espera ganhos futuros de capital advindos da posse de títulos no presente.

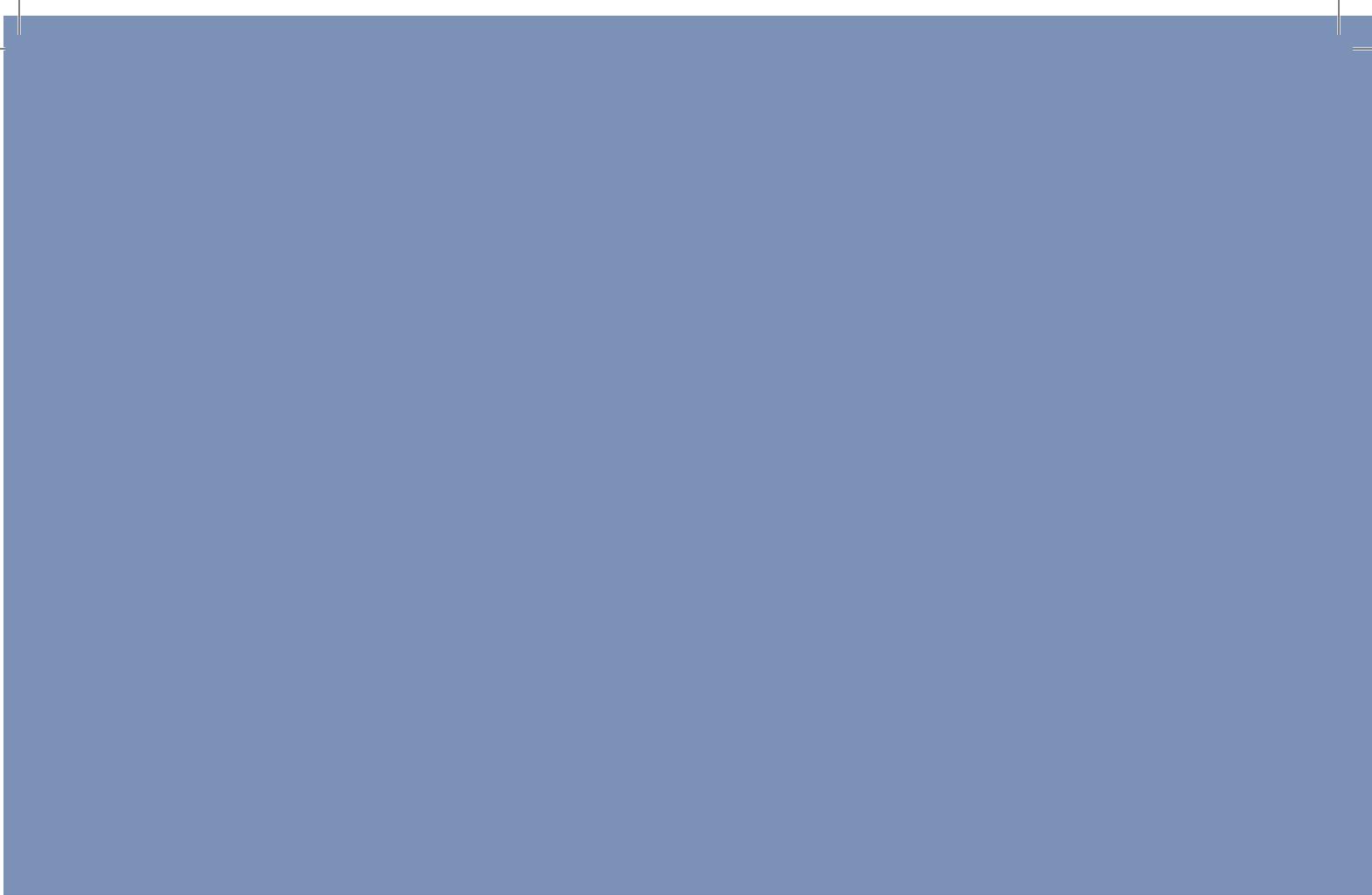
Friedman propõe um tratamento da moeda como um ativo, ou seja, uma forma de riqueza, como são os títulos, as ações, os bens de capital, imóveis, etc. Friedman argumenta que a demanda real por moeda depende da renda permanente real da economia, da taxa esperada de retorno dos títulos, da taxa esperada de retorno das ações, da proporção entre a riqueza humana e a não humana, da taxa de inflação esperada e de choques sobre as preferências dos detentores de riqueza. O principal entre esses determinantes é a renda permanente real da economia. A teoria monetarista proposta por Friedman restabelece a proposição central da TQM, a saber, a oferta nominal de moeda continua sendo o principal determinante do nível geral de preços.

Atividade de Aprendizagem - 1



- 1) Para Marx, quais as diferenças entre valor de uso, valor e valor de troca?
- 2) Tomando como referência a teoria marxista da moeda como uma forma de valor: qual seria o impacto desencadeado por uma emissão desenfreada de papel moeda pelo governo, sem qualquer garantia de convertibilidade em ouro, a uma taxa fixa, sobre os preços de uma economia na qual o ouro é o equivalente geral?
- 3) Obtenha a fórmula da taxa de retorno de uma perpetuidade entre períodos consecutivos.
- 4) Obtenha a fórmula que associa a taxa de juros crítica de um indivíduo i com sua taxa de juros normal. Tome uma perpetuidade como referência.
- 5) Tomando a teoria quantitativa da moeda como referência, calcule o que acontecerá com o PIB nominal se: a oferta nominal de moeda aumentar em 10%; a velocidade-renda da moeda cair em 20%; e o PIB real se mantiver constante.





2

POLÍTICA MONETÁRIA

A partir da política monetária, o Banco Central controla a liquidez da economia, influenciando a oferta de moeda e na taxa de juros. Portanto, ao final desta unidade, você deverá ter conhecimentos sobre:

- o que são as variáveis de metas e os instrumentos de política monetária;
- quais são os impactos da política monetária na economia;
- quais os processos de criação e destruição dos meios de pagamentos e de multiplicação monetária e suas variáveis comportamentais; e
- quais são os mecanismos pelos quais a política monetária pode ser transmitida à economia.

2.1 CONCEITO

A política monetária é um instrumento governamental que, em consonância com as demais políticas – cambial e fiscal –, tem a finalidade de promover a estabilidade econômica do país.

A flexibilidade na aplicação e uma menor exigência burocrática fazem da política monetária um recurso rápido e eficaz para atender aos objetivos da política econômica global do governo, pois dispõe de metas e instrumentos que impactam de maneira significativa e rápida a economia como um todo.

Desse modo, é importante entender como é conduzida a política monetária, porque é a partir dela que o Banco Central controla a liquidez da economia – oferta de moeda, taxa de juros, etc. –, influenciando, de maneira indireta, o nível de atividades. Portanto, nesta unidade, estudaremos a política monetária e seus impactos na economia, através de suas variáveis de metas e de seus instrumentos, destacando os processos de criação e destruição dos meios de pagamentos e de multiplicação monetária e suas variáveis comportamentais. Além disso, destacaremos o mecanismo de transmissão monetária à economia.

2.2 POLÍTICA MONETÁRIA: OBJETIVOS E METAS

Assim como qualquer política econômica, a política monetária, seja direta ou indiretamente, tem como objetivo propiciar uma melhoria de bem-estar da população de um país. Para tanto, dispõe de variáveis de metas e de instrumentos operacionais para atingir seus objetivos.



Palavra do Professor



E é justamente isto o que vamos ver a seguir. Acompanhe!

2.2.1 OBJETIVOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

O objetivo, como a própria palavra já diz, é a finalidade a que se propõe um indivíduo ao tomar alguma ação. No caso da política monetária, assim como nas demais políticas econômicas, não poderia ser diferente: o objetivo consiste na finalidade a qual as autoridades pretendem atingir quando fazem o seu planejamento econômico.

Sendo assim, os objetivos de política monetária podem ser descritos como:

- promoção de um alto nível de emprego;
- promoção do crescimento ou do desenvolvimento econômico;
- estabilidade de preços; e
- estabilidade nos mercados de câmbio e estrangeiro.

É importante destacar que esses objetivos não são exclusividade da política monetária, mas sim de qualquer política que vise o bem-estar da população de seu país.



2.2.2 METAS DE POLÍTICA MONETÁRIA

As metas de política monetária consistem nas medidas intermediárias das quais as autoridades monetárias se utilizam no intuito de atingir os objetivos propostos. Existem dois tipos distintos de variáveis de metas de políticas monetárias: as taxas de juros e os agregados monetários. É importante destacar que essas metas são mutuamente excludentes. Ou seja, a autoridade monetária não pode fixar exogenamente as duas metas, pois, ao fixar uma, a outra terá uma variação endógena.

A **taxa de juros** consiste no prêmio pela renúncia à liquidez, ou, em outras palavras, no prêmio por deixar de utilizar, durante um determinado período, os recursos financeiros de liquidez imediata. Ao escolher como meta a taxa de juros, o Banco Central (Bacen) fixará esta taxa num determinado nível e se utilizará dos instrumentos de política monetária para alcançar o objetivo proposto.

Os **agregados monetários** constituem-se da base monetária (BM), que consiste no total das exigibilidades monetárias líquidas da autoridade monetária nas mãos dos bancos comerciais e do público e; dos meios de pagamentos que representam os haveres com liquidez imediata possuídos pelo público, exceto setor bancário. São, portanto, uma medida do nível de liquidez do sistema econômico.

A classificação dos agregados monetários no Brasil é:

- **Base Monetária (BM)** – composta pelo papel-moeda emitido e pelas reservas bancárias, e é controlada unicamente pelo Banco Central;
- **M1** – consiste no papel-moeda em poder público (moeda manual ou corrente) e nos depósitos à vista efetuados nos bancos (moeda bancária ou escritural);
- **M2** – M1 + depósitos em poupança + títulos privados (Certificado de Depósito Bancário (CDB), Recibo de Depósito Bancário (RDB), etc.);
- **M3** – M2 + fundos de investimento + operações compromissadas;
- **M4** – M3 + títulos públicos federais, estaduais e municipais.

Assim como no caso das taxas de juros, ao escolher como meta os agregados monetários, o Banco Central ofertará um determinado nível à moeda e se

utilizará dos instrumentos de política monetária para alcançar seu objetivo. Nesse caso, porém, o Banco Central não pode controlar o estoque de moeda, pois só pode obter o controle total sobre a base monetária.

É importante ressaltar, também, que só é possível controlar os agregados monetários quando a economia do país encontra-se estabilizada ou incorrendo em taxas de inflação moderada. Isto porque, em períodos de inflação crônica, a relação entre taxa de crescimento de moeda como determinante da taxa de inflação (como proposta pela Teoria Quantitativa da Moeda) se inverte. O motivo para que isso ocorra se deve ao fato de que, sob inflação alta, a moeda passa a ser endogenamente controlada pelo nível de inflação.

Nesse sentido, se, sob inflações moderadas, a política monetária já é, em parte, endógena, em períodos de inflações altas, torna-se estritamente endógena. A política monetária é, por definição, passiva nesses casos. O máximo que o governo pode fazer é estabelecer uma política de juros, não sendo possível, porém, determinar a oferta nominal de moeda que deve crescer com a inflação. Ou seja, o governo tem que “se acomodar à inflação” para que a quantidade real de moeda seja minimamente mantida e a recessão não se aprofunde grave e inutilmente.

Na verdade, em momentos de alta inflação – seja ela inercial ou hiperinflação –, a oferta nominal de moeda cresce menos do que a inflação, já que há um inevitável processo de desmonetização à medida que os agentes econômicos procuram reter o mínimo de moeda em seu poder (PEREIRA, 1996, p. 26).

Portanto, uma inflação elevada exige um aumento na quantidade de moeda e, de posse dessa informação, os governantes fazem uma política fiscal incorrendo em déficits e o financiam através da emissão de moeda, pois a existência de inflação inercial incentiva o déficit público e o financiamento inflacionário de suas despesas. Esse processo de geração de receita para o financiamento do déficit público é chamado de **senhoriagem**.

A emissão de moeda período após período, decorrente do processo inflacionário, faz com que a população adicione essa taxa ao seu estoque de moeda, de modo a manter os seus encaixes em termos reais. Dessa forma, as pessoas utilizarão parte de suas rendas para compensar as perdas em relação aos seus ativos nominais, transferindo, assim, parte da renda do público para o financiamento da dívida do governo. Esse processo de transferência de renda do setor privado para o governo através da emissão contínua de moeda é chamado do **imposto inflacionário**.

2.3 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Os instrumentos de política monetária destinam-se, basicamente, a influenciar variáveis de meta monetária. Ou seja, são as ferramentas que possuem os planejadores de política monetária para influenciar a taxa de juros ou os agregados monetários, cuja finalidade é atingir os objetivos a que se propõem.

Os **instrumentos** dos quais dispõem os planejadores de política monetária são:

- as operações no mercado aberto (*open market*);
- a assistência financeira de liquidez ou redesconto; e
- os recolhimentos compulsórios.

Alguns autores consideram também como instrumentos de política monetária: o controle e seleção de crédito; e a persuasão moral. Porém, consideraremos aqui somente os instrumentos clássicos citados.

2.3.1 OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO (*open market*)

As operações de mercado aberto constituem um importante instrumento de política monetária, haja vista a sua eficácia e flexibilidade na regulação das taxas de juros e dos agregados monetários.

Através de sua influência sobre a base monetária, as operações de mercado aberto possibilitam que a autoridade monetária exerça um efetivo controle sobre o mercado monetário. Sua flexibilidade permite ao Banco Central (Bacen) regular, no dia a dia, a oferta monetária e as taxas de juros de curto prazo. Seu funcionamento consiste na compra e venda de títulos públicos emitidos pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional.

Quando o Banco Central efetua uma compra via operações de *open market*, ocorre uma redução na base monetária, diminuindo, por conseguinte, a oferta de moeda e reduzindo as taxas de juros. Por outro lado, se o Bacen efetuar uma venda no mercado aberto, o processo se inverte; ou seja, há uma contração da base monetária e uma elevação nas taxas de juros. A Figura 2.1, a seguir, exemplifica o mecanismo através do qual a venda de títulos públicos afeta a taxa de juros.

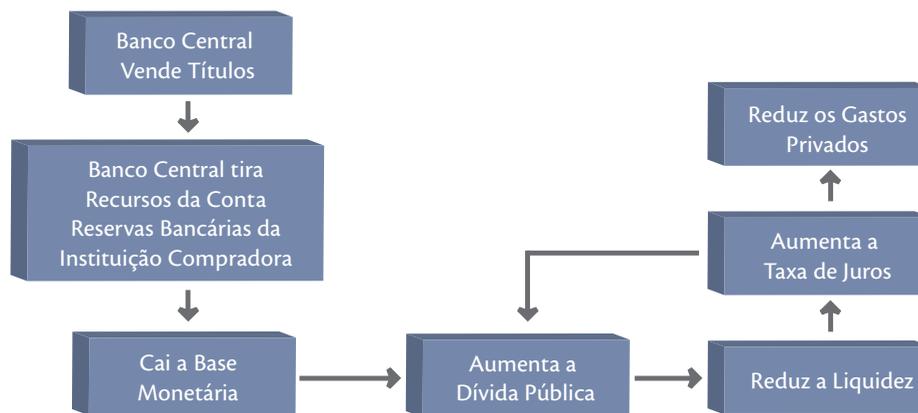


Figura 2.1 – Impacto da venda de títulos públicos sobre a taxa de juros.

Fonte: Elaborada pelo autor.

De acordo com Lopes e Rossetti (1998), as operações de mercado aberto possibilitam:

1. o controle diário do volume de oferta de moeda;
2. a manipulação das taxas de juros no curto prazo (não só em decorrência do volume da oferta de moeda, como também das taxas pagas pelas autoridades monetárias em suas operações com os títulos do Tesouro Nacional negociados);
3. que as instituições financeiras (bancárias e não bancárias) e o público em geral realizem aplicações, a curto e a curtíssimo prazo, das suas disponibilidades monetárias ociosas;
4. a criação de liquidez para os títulos públicos.



Não deixe de dar uma olhadinha no Apêndice A, que está no final desta unidade e apresenta os títulos públicos negociados no mercado brasileiro.

Os itens 1 e 2 são alcançados no mercado primário, no qual o Banco Central negocia diretamente com as instituições financeiras, afetando a posição de reservas dos bancos comerciais, bem como o volume e o preço do crédito. Já os itens 3 e 4 são alcançados no mercado secundário, onde o governo intervém por intermédio dos *dealers*, que são instituições financeiras especializadas na negociação com títulos públicos, e credenciadas pelo Banco Central para agir em seu nome no mercado aberto, de forma a afetar as condições de liquidez da economia.

De maneira semelhante, Marinho (1996) expõe que todo sistema econômico é beneficiado com o desenvolvimento do mercado aberto, de acordo com sua atuação. Pelo lado das instituições financeiras, o mercado possibilita aos bancos comerciais ajustamento de sua liquidez, bem como remunerar a disponibilidade de recursos ociosos. Em relação às empresas, permite que elas apliquem seus recursos ociosos de curtíssimo prazo de pessoas jurídicas, possibilitando minimizar os custos através da melhor utilização de tais recursos. Já pelo lado da autoridade monetária, o governo dispõe de um instrumento de controle desses recursos existentes na economia, resgatando-os e lançando-os de acordo com as disponibilidades e/ou necessidades de adequação à capacidade de expansão ou contração da oferta de moeda.

2.3.2 OPERAÇÕES DE REDESCONTO

As operações de redesconto consistem em um instrumento de política monetária pelo qual os bancos comerciais levantam recursos junto ao Bacen para cobrir eventuais problemas de liquidez, que podem ser originados por uma saída temporária de depósitos. Por esse motivo, o Bacen, é chamado de banco dos bancos.

Em termos gerais, o controle dos meios de pagamento por intermédio do redesconto resulta da alteração das taxas de juros cobrada pelo Banco Central, chamada **taxa de redesconto**. Esse controle também pode ser feito por meio da mudança dos prazos concedidos aos bancos comerciais para resgate dos títulos descontados, pela fixação dos limites de operação ou, ainda, pela restrição dos tipos de títulos redescotáveis.

Além de influenciar a capacidade de expansão dos meios de pagamentos, o redesconto influencia a taxa de juros do mercado monetário e, até mesmo, as taxas cobradas pelos bancos comerciais no mercado interbancário, através dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI).

Os CDI são empréstimos semelhantes ao redesconto de liquidez, porém são feitos de um banco comercial para outro, utilizando certificados dos próprios bancos mediante a cobrança de uma taxa, a taxa CDI.

Atenção:

- Um **aumento** nos empréstimos de redesconto **umenta** a base monetária e **expande** a oferta de moeda.
- Uma **queda** nos empréstimos de redesconto **reduz** a base monetária e **encolhe** a oferta de moeda.

A Figura 2.2 demonstra, esquematicamente, as formas de manejo da política monetária e seus impactos sobre os meios de pagamentos.

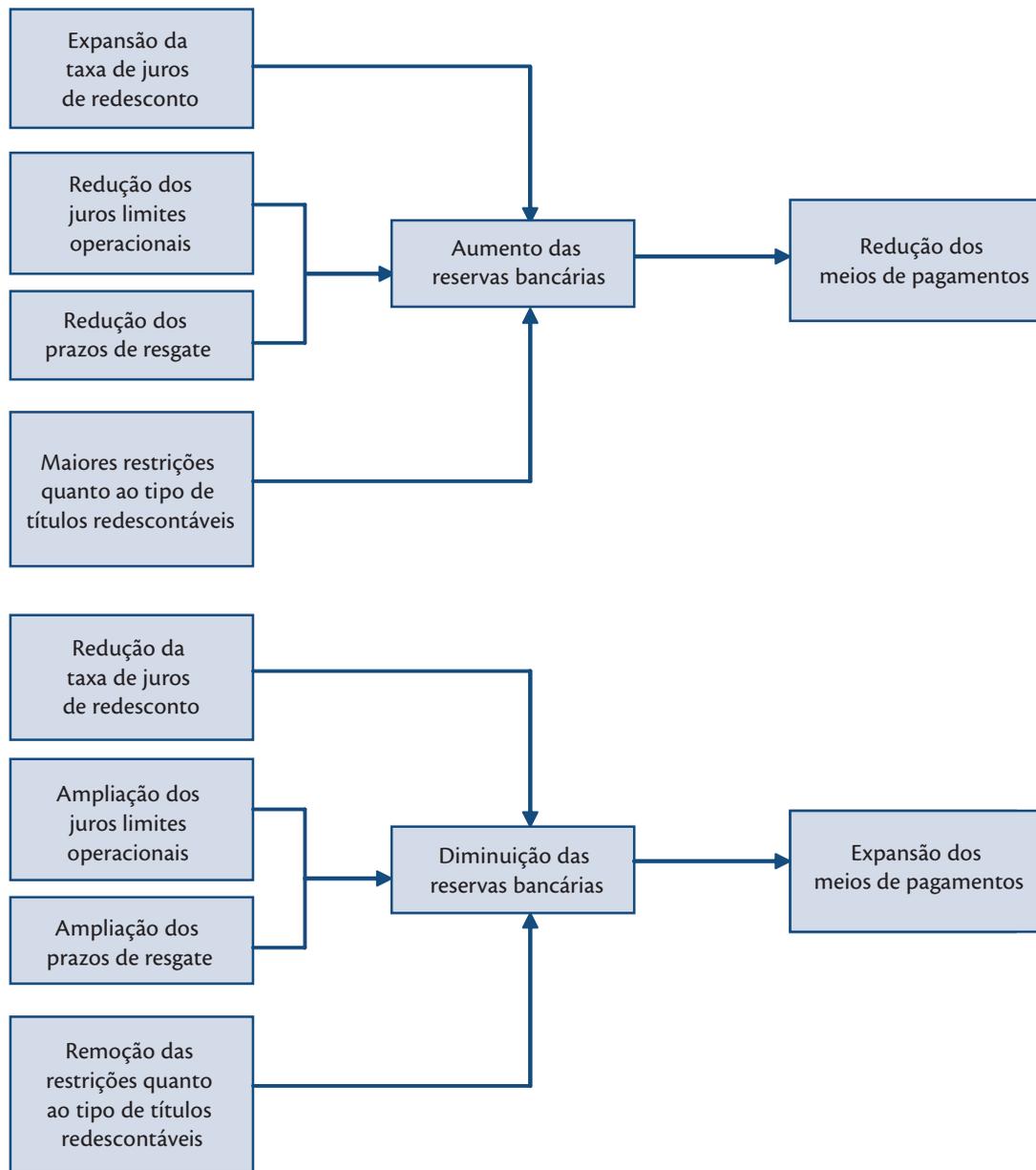


Figura 2.2 – Redesconto e meios de pagamentos.

Fonte: Lopes; Rossetti (1998, p. 261).

Em um conceito mais amplo, podemos, ainda, inserir um outro conceito de redesconto ao redesconto tradicional (Assistência Financeira de Liquidez), o **redesconto seletivo**. Esse novo tipo de redesconto é utilizado para o refinanciamento de operações de longo prazo, através de operações de repasse, pelas

quais as autoridades monetárias autorizam o sistema financeiro a conceder empréstimos para atividades que visem promover o desenvolvimento de alguns setores ou regiões específicas.

A **vantagem** mais importante das operações de redesconto é que o Bacen pode utilizá-las para desempenhar o papel de prestador de última instância, podendo evitar a desconfiança por parte do público em relação a um determinado banco ou até do sistema bancário como um todo no que tange à sua solvência, por acharem que estes se encontram altamente alavancados, apresentando insuficiência de liquidez. Isso poderia acarretar uma retirada em massa de recursos por parte dos credores (público), podendo até vir a se transformar em um problema efetivo.

No entanto, três **desvantagens** fazem com que alguns economistas acreditem que o Bacen não deva se utilizar da política de redesconto como um instrumento de controle monetário. Uma das justificativas seria a confusão criada sobre as intenções do Bacen, quando declara mudanças nas taxas de redesconto. Outra, consiste no diferencial entre as taxas de juros – como entre a taxa de redesconto fixada pelo Bacen e as taxas de juros de mercado – o que pode ocasionar grandes flutuações não intencionais no volume de empréstimos de redesconto, dificultando o controle da oferta de moeda. Adiciona-se a isso, o problema de que o Banco Central pode fixar a taxa de redesconto, mas não pode obrigar os bancos a pedir empréstimos, além do que, as políticas de redesconto não podem ser facilmente revertidas, como as operações de mercado aberto.

2.3.3 RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS

Os recolhimentos compulsórios consistem em reservas obrigatórias que os bancos têm que depositar no Banco Central como medida de prevenção, funcionando como um “colchão de segurança” de ativos para pagar quando os credores desejarem receber. Esses recolhimentos variam de acordo com os tipos de depósito, sendo maiores as obrigações sobre os depósitos à vista e menores sobre os depósitos a prazo. Como é o Bacen quem controla a taxa de recolhimento, o compulsório torna-se um meio de controlar a oferta monetária, pois age diretamente sobre o multiplicador.

Nesse sentido, os recolhimentos compulsórios representam um instrumento ativo, já que atuam diretamente sobre o nível de reservas dos bancos comerciais, sendo, portanto, bastante eficientes, pois qualquer alteração nessa variável influi diretamente no multiplicador.

Os bancos optam, também, por outro tipo de reserva, as **voluntárias**, que são depositadas no Bacen e retiradas quando eles necessitarem delas. Porém, esse tipo de reserva – como se percebe por sua denominação – não é obrigatória.

Veremos maiores informações sobre a influência dos depósitos compulsórios sobre o multiplicador e, conseqüentemente, sobre o nível de oferta de moeda mais adiante, nesta mesma unidade.

O mecanismo de atuação do compulsório consiste nas mudanças sobre as exigências de reservas que afetam a oferta de moeda, através da modificação do **multiplicador monetário**. Uma **elevação nas exigências das reservas compulsórias** reduz a quantidade de depósitos que podem ser criados por um dado nível de base monetária, levando à **contração da oferta de moeda**. Por outro lado, uma **queda nas reservas compulsórias** leva a uma **expansão da oferta monetária**, já que ocorre uma criação múltipla de depósitos.

Segundo Mishkin (1999), a principal vantagem em utilizar as reservas compulsórias é o forte impacto que elas possuem sobre a oferta de moeda, e porque afetam todos os bancos igualmente. Porém, não se podem efetuar pequenas mudanças sobre a oferta de moeda apenas variando as exigências de reservas, pois isto poderá causar problemas imediatos de liquidez para os bancos com poucas reservas excedentes.

Em suma, verifica-se que os instrumentos de política monetária afetam o volume dos meios de pagamento da seguinte maneira:

- as operações de **mercado aberto** e o **redesconto** atuam de forma direta sobre a **base monetária**;
- enquanto que o **compulsório** atua através do **multiplicador** dos meios de pagamentos.

A influência dos instrumentos de política monetária sobre os meios de pagamentos está representada na Figura 2.3. Observe:

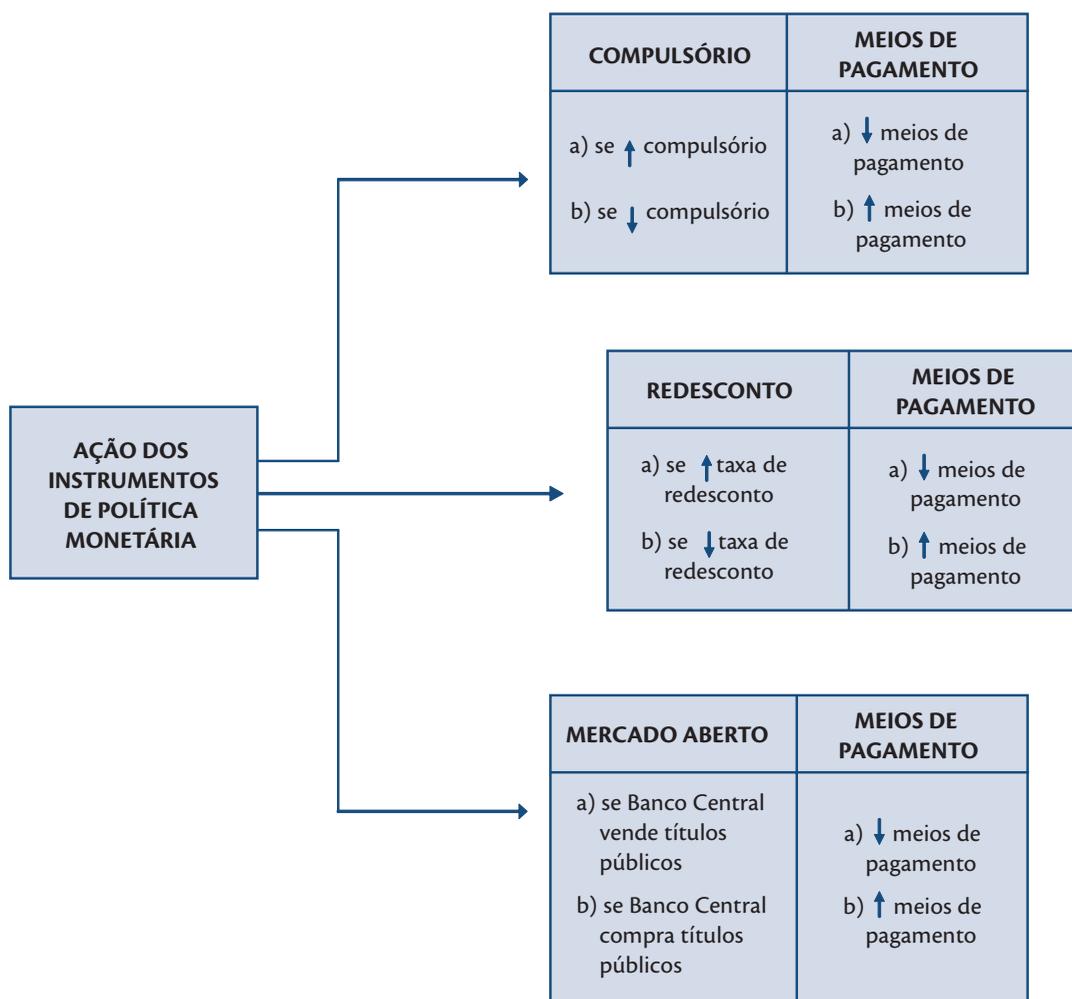


Figura 2.3 – Instrumentos de política monetária e meios de pagamentos.

Fonte: Marinho (1996, p. 54).

Além dos instrumentos básicos de política monetária, as operações *com o setor externo* também influenciam no comportamento da base monetária e, conseqüentemente, nos agregados monetários. Isso porque, se ocorre uma variação nas reservas internacionais devido ao superávit ou déficit no balanço de pagamentos, haverá uma variação na base monetária. O Bacen influi na oferta de moeda quando compra ou vende moeda estrangeira em troca da nacional, obtendo efeito direto em sua quantidade de circulação, influenciado pela variação da base monetária. Portanto, se o Bacen **compra** moeda estrangeira, há um **aumento** na base monetária, assim como ocorre uma **diminuição** quando o Bacen **vende** moeda estrangeira.

Da mesma forma, como os saldos de caixa do Tesouro Nacional ficam depositados no Bacen, ao modificá-los há uma alteração na base monetária. Quando o governo incorre em um déficit, levanta recursos para pagar suas contas (do governo) através da emissão de títulos e pode negociá-los com o Banco Central, com os bancos criadores de moeda e com o público em geral (fora dos bancos criadores de moeda). Quando o Tesouro vende títulos ao Bacen, há uma expansão monetária, porque se trata somente de um direito de um órgão do governo sobre o outro, sem, no entanto, gerar dívida. Esse déficit orçamentário é pago pelo aumento da oferta de moeda. No caso de o banco negociar seus títulos fora do Bacen, haverá uma contração da base monetária, visto que ao recolher recursos no pagamento de títulos, reduzir-se-á a quantidade de moeda em circulação.

2.4 O SISTEMA FINANCEIRO MONETÁRIO: CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTOS

O sistema monetário ou bancário consiste na parte do sistema financeiro responsável pela criação dos meios de pagamentos. De acordo com essa definição e dos agregados monetários, verificamos que os meios de pagamentos só podem ser criados pelo Banco Central, que tem o poder legal de emitir moeda (através da base monetária), e os bancos comerciais que, através do multiplicador monetário, expandem os meios de pagamentos até seu conceito mais amplo, o M4.

As instituições que compõem o sistema bancário e o sistema financeiro nacional serão descritas na Unidade 3, que estudaremos a seguir.

A moeda manual ou escritural, segundo Simonsen e Cysne (1995, p. 18), “[...] é representada pelos depósitos bancários à vista, os quais possuem liquidez equivalente à moeda legal”.

O sistema bancário é formado pelas instituições financeiras autorizadas a receber depósitos à vista do público (setor não bancário e o resto do mundo). Já o sistema financeiro não bancário é formado pelo restante das instituições componentes do **sistema financeiro nacional**, as quais não estão autorizadas a receber os depósitos à vista do público em geral. O público em geral, por sua vez, é formado pelas instituições e indivíduos, os quais não pertencem ao sistema financeiro.

Dessa forma, podemos afirmar que há uma “monetização”, por parte do setor bancário, dos haveres não bancários da economia. Ou seja, há uma criação de meios de pagamentos quando o setor bancário adquire um haver não bancário do setor não bancário da economia, pagando em **moeda manual ou escritural**.

Ou seja, há criação de meios de pagamentos quando ocorre uma operação entre o público em geral e o setor bancário que resulte em um aumento no saldo do papel-moeda em poder do público e/ou em depósitos à vista nos bancos. Em contrapartida, dizemos que há destruição dos meios de pagamentos quando o processo flui de maneira inversa: quando o setor bancário entrega haveres não monetários ao público em troca do recebimento de moeda.

2.4.1 O SISTEMA FINANCEIRO MONETÁRIO: INSTITUIÇÕES E CONTAS

Agora que já vimos o processo de criação e destruição de moeda, vamos estudar os “personagens” importantes no processo de oferta de moeda. Acompanhe!



Segundo Mishkin (1999, p. 250):

O “elenco de personagens” na história de oferta de moeda é o seguinte:

1. O banco central – o órgão governamental que fiscaliza o sistema bancário e é responsável pela realização de política monetária;
2. Os bancos (instituições depositárias) – intermediários financeiros que aceitam depósitos dos indivíduos e de instituições e concedem empréstimos;
3. Os depositantes – indivíduos e instituições que mantêm depósitos nos bancos;
4. Os tomadores de empréstimos dos bancos – indivíduos e instituições que pedem empréstimos às instituições depositárias e instituições que emitem títulos da dívida (bônus) que são adquiridos pelas instituições depositárias.

Desses “personagens”, nos preocuparemos somente com as demonstrações contábeis referentes aos dois primeiros.

O Banco Central, no atendimento às suas funções clássicas – além de outras atribuições especiais na determinação de política econômica –, possui um demonstrativo de contas, chamado de Balancete Consolidado Sintético, que contém os ativos e passivos, conforme podemos ver na Tabela 2.1:

Tabela 2.1 – Balancete consolidado sintético do Banco Central.

ATIVO	PASSIVO
a) Reservas internacionais	Base monetária
b) Empréstimos ao Tesouro Nacional	h) Papel-moeda em poder do público
c) Títulos Públicos Federais	i) Encaixes totais dos bancos comerciais
d) Empréstimo ao setor privado	i.1 – Em moeda corrente
e) Empréstimos aos governos estaduais municipais, autarquias e outras entidades públicas	i.2 – Em depósitos no Banco Central:
f) Aplicações especiais	i.2.1 – Voluntários
	i.2.2 – Compulsórios
g) Redescontos e outros empréstimos aos bancos comerciais	Recursos não monetários
	j) Depósitos do Tesouro Nacional
	k) Empréstimos externos
	l) Recursos especiais
	m) Saldo líquido das demais contas

Fonte: Simonsen; Cysne (1995, p. 31).

Os bancos criadores de moeda, na representação de seu papel, levantam recursos e os aplicam na forma de empréstimos ao governo e ao público em geral. Como **fontes desses recursos**, podemos destacar os:

- recursos próprios ou patrimônio líquido;
- recebimentos de depósitos à vista e a prazo;
- recebimentos de empréstimos do exterior;
- redescontos, refinanciamentos e demais empréstimos recebidos do Banco Central;
- demais recursos recebidos dos agentes econômicos.

De posse desses recursos, os bancos os **aplicam** da seguinte maneira:

- em empréstimos a entidades públicas e privadas;
- em encaixes bancários;
- em carteiras de títulos públicos e privados;
- em seu imobilizado;
- em outras aplicações.

Essas fontes e usos de recursos estão dispostos no balancete sintético dos bancos comerciais, conforme podemos ver na Tabela 2.2:

Tabela 2.2 – Balancete consolidado dos bancos comerciais.

ATIVO	PASSIVO
a) Encaixes	Recursos monetários
a.1 – Em moeda corrente	d) Depósitos à vista
a.2 – Em depósitos	
a.2.1 – Voluntários	Recursos não monetários
a.2.2 – Compulsórios	e) Depósitos a prazo
b) Empréstimos ao setor privado	f) Redesconto
c) Títulos públicos e particulares	g) Saldo líquido das demais contas

Fonte: Simonsen; Cysne (1995, p. 28).

Ao efetuarmos a soma algébrica dos balancetes do Banco Central e dos bancos comerciais, e após eliminarmos as contas casadas, obtemos o balancete consolidado do sistema monetário. Este representa o volume de recursos não monetários recebidos pelo sistema monetário, bem como as aplicações deste junto à economia, conforme podemos observar na Tabela 2.3.

Palavra do Professor



Preste atenção! Na tabela, as fontes e aplicações de recursos referentes ao Banco Central estão em itálico, enquanto as demais representam as fontes e aplicações de recursos do setor bancário.

Tabela 2.3 – Balancete consolidado do sistema monetário.

ATIVO	PASSIVO
<i>Aplicações dos bancos comerciais</i>	<i>Meios de pagamentos</i>
<i>a) Empréstimos ao setor privado</i>	<i>g) Papel-moeda em poder público</i>
<i>b) Títulos públicos e particulares</i>	<i>c) Depósitos à vista nos bancos comerciais</i>
<i>Aplicações do Banco Central</i>	<i>Recursos não-monetários dos bancos comerciais</i>
<i>a) Reservas internacionais</i>	<i>h) Depósitos a prazo</i>
<i>b) Empréstimos ao Tesouro Nacional</i>	<i>d) Saldo líquido das demais contas</i>
<i>c) Títulos públicos federais</i>	<i>Do Banco Central</i>
<i>d) Empréstimos ao setor privado</i>	<i>i) Depósitos do Tesouro Nacional</i>
<i>e) Empréstimos aos governos estaduais, municipais, autarquias e outras entidades públicas</i>	<i>j) Empréstimos externos</i>
<i>f) Aplicações especiais</i>	<i>k) Recursos especiais</i>
	<i>l) Saldo líquido das demais contas</i>

Fonte: Simonsen; Cysne (1995, p. 32).

2.4.2 O CONTROLE DA BASE MONETÁRIA, O MULTIPLICADOR E OS COEFICIENTES DE COMPORTAMENTO

Após analisarmos a composição e as contas do sistema financeiro, destacaremos como o Bacen controla a base monetária e como ocorre o processo de multiplicação de moeda.

Como já verificamos, o Banco Central exerce controle sobre a base monetária basicamente através de dois instrumentos: as operações de mercado aberto e os empréstimos de redesconto. Veremos, agora, como esses instrumentos influenciam a base monetária, através da aplicação das contas “T”, que relacionam as mudanças ocorridas no balanço a partir de uma posição inicial do balanço patrimonial.



Palavra do Professor



A seguir, você verá alguns casos que exemplificam como o Bacen exerce o controle sobre a base monetária. Acompanhe!

CASO I: Uma operação de compra no mercado aberto efetuada pelo Bacen – títulos em posse de um banco

Vamos supor que o Bacen compre títulos no mercado aberto pagando R\$ 1.000,00 em cheque. O banco, de posse do cheque, pode depositá-lo no Bacen ou descontá-lo. Em ambos os casos, teremos um aumento na conta reserva e um débito na conta títulos, ambos do ativo.

BANCO	
Ativo	Passivo
Títulos - R\$ 1.000,00	
Reservas + R\$ 1.000,00	

Observe, a seguir, que no Bacen há um depósito de R\$ 1.000,00 na conta reservas do passivo e uma dedução do mesmo montante, na conta títulos do ativo.

BANCO CENTRAL	
Ativo	Passivo
Títulos + R\$ 1.000,00	Reservas + R\$ 1.000,00

A consequência do aumento das reservas do Bacen – sem que haja uma mudança na moeda em circulação – será uma elevação da base monetária no mesmo valor da compra dos títulos no mercado aberto, ou seja, R\$ 1.000,00.

CASO II: Uma operação de compra no mercado aberto efetuada pelo Bacen – títulos em posse do público

Uma empresa que vende títulos ao Bacen pode depositar o cheque recebido deste em uma conta de banco ou pode descontar esse cheque. No primeiro caso (a), há uma redução na conta títulos e um depósito em conta corrente, ambos do ativo. No segundo caso (b), há uma redução na conta títulos do ativo em troca de um recebimento no mesmo valor, também no ativo.

(a) PÚBLICO – EMPRESA	
Ativo	Passivo
Títulos - R\$ 1.000,00	
Conta corrente + R\$ 1.000,00	

(b) PÚBLICO – EMPRESA	
Ativo	Passivo
Títulos - R\$ 1.000,00	
Papel-moeda + R\$ 1.000,00	

Como podemos observar a seguir, no caso de a empresa optar por depositar esse dinheiro no banco, este credita o valor na conta da empresa e deposita o cheque na sua conta no Bacen, aumentando a sua reserva.

BANCO	
Ativo	Passivo
Reservas + R\$ 1.000,00	Depósitos em CC + R\$ 1.000,00

Assim como a conta da empresa vendedora do título, a conta do Bacen também tem demonstrações distintas para o caso de a empresa depositar o cheque ou descontá-lo. No primeiro caso (a), o resultado líquido é o mesmo da compra no sistema bancário. Já no segundo (b), não há mudança nas reservas, mas um aumento de dinheiro em circulação e, conseqüentemente, na base monetária.

(a) BANCO CENTRAL	
Ativo	Passivo
Títulos + R\$ 1.000,00	Reservas + R\$ 1.000,00

(b) BANCO CENTRAL	
Ativo	Passivo
Títulos + R\$ 1.000,00	Papel-moeda em circulação + R\$ 1.000,00

O resultado final de uma compra de títulos públicos pelo Bacen é um aumento na base monetária, seja em forma de depósitos seja em forma de dinheiro. No caso de venda, o processo é o inverso, tanto nas transações operacionais, quanto no impacto sobre a base monetária.

CASO III: Empréstimo de desconto feito pelo Bacen a um banco

No caso de um empréstimo de R\$ 1.000,00, feito pelo Bacen a um banco, isto será creditado na conta empréstimos de desconto no passivo, bem como na conta reservas no ativo do mesmo banco. No Bacen, haverá créditos de R\$ 1.000,00 na conta empréstimos de desconto no ativo e na conta reservas do passivo.

BANCO	
Ativo	Passivo
Reservas + R\$ 1.000,00	Empréstimos de redesconto + R\$ 1.000,00

BANCO CENTRAL	
Ativo	Passivo
Empréstimos de redesconto + R\$ 1.000,00	Reservas + R\$ 1.000,00

O efeito líquido sobre a base monetária será uma redução de R\$ 1.000,00, ou seja, o mesmo valor da variação dos empréstimos adicionais feitos pelo Bacen.

2.4.3 O MULTIPLICADOR E OS COEFICIENTES DE COMPORTAMENTO

O controle de oferta de moeda é uma das variáveis meta que o Banco Central tem para alcançar os objetivos propostos, quando toma a decisão de realizar uma política monetária. Porém, o Banco Central só tem o poder de controlar a base monetária, não podendo, no entanto, controlar os meios de pagamentos por completo, haja vista que possui somente controle parcial sobre o multiplicador. Dessa forma, o multiplicador e as variáveis comportamentais que o afetam são instrumentos importantíssimos para o controle da expansão ou contração dos meios de pagamentos, considerando o notável impacto destas sobre o multiplicador e, por conseguinte, sobre a oferta de moeda.

Como já vimos, o conceito mais restrito de meios de pagamentos, o M_1 , é composto pelo papel-moeda em poder público mais os depósitos à vista nos bancos. Portanto, a razão entre o papel-moeda em poder público ($PMPP$) e os meios de pagamentos (M), pode ser expressa pela equação:

$$C = \frac{PMPP}{M} \quad (2.1)$$

De maneira análoga, podemos escrever a equação dos depósitos (D), através da razão entre os depósitos à vista (DV) e os meios de pagamentos (M), conforme abaixo:

$$D = \frac{DV}{M} \quad (2.2)$$

Ao dividirmos as equações (2.1) e (2.2) por M obtemos:

$$1 = C + D \quad (2.3)$$

Os bancos, por sua vez, repassam uma parte dos depósitos à economia através de empréstimos e reservam uma parte no Banco Central por meio das reservas compulsórias R_{comp} (depósito compulsório) e em caixa R_{vol} (voluntárias), obtendo um total de reservas R_t igual a: $R_t = R_{comp} + R_{vol}$.

Como ambas as reservas são parcelas dos depósitos à vista, obtemos as equações (2.4) e (2.5):

$$R_1 = \frac{R_{comp}}{DV} \dots \rightarrow \dots R_{comp} = \frac{R_1}{DV} \dots \text{ ou } \dots R_{comp} = R_1 \times (D \times M) \quad (2.4)$$

$$R_2 = \frac{R_{vol}}{DV} \dots \rightarrow \dots R_{vol} = \frac{R_2}{DV} \dots \text{ ou } \dots R_{vol} = R_2 \times (D \times M) \quad (2.5)$$

Colocando essas equações na equação da base monetária temos:

$$BM = PMPP + R_t \quad (2.6)$$

ou

$$BM = PMPP + R_{comp} + R_{vol} \dots \rightarrow \dots BM = (C \times M) + R_1 \times (D \times M) + R_2 \times (D \times M)$$

Ou seja:

$$BM = (C + R_1 \times D + R_2 \times D) \times M \quad (2.7)$$

Invertendo a equação (2.7) e colocando M em função de BM , e D em evidência, obtemos:

$$M = \left[\frac{1}{C + D(R_1 + R_2)} \right] \times BM \quad (2.8)$$

ou

$$M = m \times BM \quad \text{com} \quad m = \left[\frac{1}{C + D(R_1 + R_2)} \right] \quad (2.9)$$

Temos, portanto, a equação do multiplicador (m) que, por sua vez, depende das seguintes variáveis de comportamento:

- M = volume de meios de pagamentos;
- BM = base monetária;
- D = depósitos à vista nos bancos comerciais/meios de pagamentos;

- C = papel-moeda em poder público/meios de pagamentos;
- R_1 e R_2 = reservas compulsórias e voluntárias dos bancos comerciais / depósitos à vista nos bancos comerciais.

Pela fórmula do multiplicador, podemos concluir que uma expansão monetária pode se originar:

- a) de um aumento das operações do Bacen ou de uma queda dos recursos não monetários recebidos pelos bancos (aumento na base monetária);
- b) de uma diminuição da relação encaixe total/depósitos à vista nos bancos comerciais;
- c) de um aumento dos meios de pagamentos retidos pelo público sob a forma de depósitos à vista nos bancos comerciais.

2.4.4 O MULTIPLICADOR E AS VARIÁVEIS DE COMPORTAMENTO: TRANSAÇÕES NA PRÁTICA

A partir do Caso I, que vimos anteriormente, em que o Bacen compra títulos públicos que estavam em poder de um banco (*Banco 1*) e, supondo que este banco resolva depositar esse dinheiro em outro banco, teremos um débito na conta *títulos* e crédito na conta reservas e empréstimos do ativo, bem como na conta depósitos em conta corrente do passivo do *Banco 1*.

BANCO 1		
Ativo		Passivo
Títulos	- R\$ 1.000,00	Depósitos em conta corrente + R\$ 1.000,00
Reservas	+ R\$ 1.000,00	
Empréstimos	+ R\$ 1.000,00	

Assim, o *Banco 1* criou depósitos em conta corrente ao emprestar o dinheiro. Como esses depósitos são parte integrante da oferta de moeda, o banco criou dinheiro, haja vista que estamos supondo que o público não deseja pegar dinheiro emprestado.

Supondo que os bancos não desejam reter dinheiro sob a forma de reservas voluntárias, e que a taxa de reservas compulsórias seja de 10%, o *Banco 1* depositou R\$ 1.000,00 no *Banco 2*. Porém, a partir do momento em que haja a incidência de uma reserva compulsória, se o *Banco 2* não desejar reter esse dinheiro, mas sim depositá-lo em um outro banco (*Banco 3*), ele só poderá depositar um montante de R\$ 900,00, pois R\$ 100,00 deverão ser retidos sob a forma de reservas compulsórias, conforme podemos ver a seguir.

BANCO 2		
Ativo		Passivo
Reservas	+ R\$ 100,00	Depósitos em conta corrente + R\$ 1.000,00
Empréstimos	+ R\$ 900,00	

Já no *Banco 3* haverá um crédito na conta reservas do ativo e um crédito na conta depósitos em conta corrente do passivo. O montante em posse deste banco, sob a forma de reservas, agora será de somente R\$ 900,00, pois R\$ 100,00, ficaram como reservas no *Banco 2*, como demonstra a conta “T” a seguir.

BANCO 3		
Ativo		Passivo
Reservas	+ R\$ 900,00	Depósitos em conta corrente + R\$ 900,00

Suponha que o *Banco 2* também não deseja reter esse montante de dinheiro na forma de reservas voluntárias, mas prefere efetuar um empréstimo ao público, que irá gastá-lo. Neste caso, ele poderá emprestar somente R\$ 810,00, pois 10% do valor de suas reservas devem ser retidos sob a forma de reservas compulsórias.

Ao final, uma operação de compra de títulos públicos de R\$ 1.000,00 efetuada pelo Bacen junto a um banco comercial, criando uma expansão da base monetário nesse mesmo valor, resultará numa expansão dos meios de pagamentos num valor de R\$ 2.710,00. Destes, R\$ 1.000,00 representam o total de empréstimos efetuados pelo *Banco 1*; R\$ 900,00, os efetuados pelo *Banco 2*; e R\$ 810,00, aqueles efetuados pelo *Banco 3*. Assim, um aumento na base monetária de R\$ 1,00 gerará um aumento de R\$ 2,71 vezes nos meios de pagamentos, graças ao efeito do multiplicador bancário.

Caso o banco não deseje emprestar/depositar o valor recebido pelo Bacen, mas sim comprar títulos públicos, o resultado será o mesmo, alterando somente as contas do ativo. Ou seja, ao invés de modificar a conta empréstimos, será modificada a conta títulos. O processo se inverte se o Bacen, ao invés de comprar títulos públicos de um determinado banco, resolve vendê-los. Assim, se o Bacen vende títulos públicos no valor de R\$ 2.710,00, ao final da operação ter-se-á um montante de R\$ 1.000,00. Portanto, verifica-se que o processo de contração dos depósitos é proporcional ao processo de multiplicação.

O Banco Central, portanto, pode controlar a base monetária, porém não consegue controlar facilmente o multiplicador, já que este é influenciado pelo público e pelos bancos comerciais. Para controlar o impacto desses serviços quanto aos meios de pagamentos, o Bacen utiliza, geralmente, como válvula de escape, as operações de mercado aberto, provocando uma contração nos meios de pagamentos.

A criação de liquidez não é um privilégio do sistema bancário (como o caso da criação dos meios de pagamentos), pois o sistema não bancário pode retirar da economia ativos de menor liquidez do que aqueles que introduz, aumentando a liquidez à disposição da economia. É levando em conta a transformação da liquidez efetuada pelo restante dos agentes econômicos, excetuando o sistema bancário, que se ressalta a importância de acompanhamentos estatísticos de outros agregados monetários que não o M_1 .

2.5 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA E ESTRUTURA FINANCEIRA

Os *policymakers* são as pessoas responsáveis pelas diretrizes políticas ou, em outras palavras, os formuladores de políticas.

Nos últimos vinte anos, o desempenho macroeconômico da maioria dos países desenvolvidos e emergentes tem melhorado substancialmente. Em ambos os casos, a inflação e a taxa de crescimento real apresentam-se mais estáveis e mais baixas do que no início dos anos 1980. Tal acontecimento pode decorrer do fato de que os *policymakers* tenham se tornado mais eficientes na execução de seus objetivos de estabilizar a economia (CECCHETTI; KRAUSE, 2001).

Entretanto, a habilidade dos *policymakers* para executar a política monetária depende, crucialmente, de o Banco Central possuir ou não as “ferramentas” necessárias para conduzi-la, bem como da estrutura financeira da economia. Na grande maioria dos países, a política monetária tem sido executada por intermédio do controle da taxa de juros de curto prazo. A transmissão dos movimentos das taxas de juros para a produção e para os preços domésticos depende, por sua vez, da estrutura financeira do país. As alterações da política monetária, realizadas por meio de variações nas taxas de juros, serão efetivas somente quando influenciarem o nível de financiamento disponível para as firmas e indivíduos, na medida em que estes desejarem empreender algum projeto de investimento ou variar o seu nível de consumo intertemporal, afetando assim, os níveis de oferta e/ou demanda agregada.

A teoria q de Tobin é definida como o valor de mercado das firmas, dividido pelo custo de reposição de capital.

As decisões de política monetária têm importantes impactos na economia agregada. Os mecanismos de transmissão podem ser expressos tanto pelos efeitos do mercado de ações e imobiliário sobre as decisões de investimento – via q de Tobin – e dos balancetes das firmas, como pelos efeitos riqueza e liquidez no consumo das famílias.

Palavra do Professor



A seguir, você verá a descrição desses mecanismos.

2.5.1 O CANAL DO INVESTIMENTO – q DE TOBIN

Um importante mecanismo para verificar como os movimentos nos preços dos ativos afetam a economia através das decisões de investimento das firmas é a teoria q de [Tobin \(1969\)](#).

Segundo essa teoria, uma política monetária expansionista que reduz a taxa de juros torna os títulos do governo menos atrativos se comparados às ações, o que resulta num aumento da demanda pelas ações que são ofertadas a esse preço. Dessa forma, uma elevação dos preços das ações reduz os custos de capital, elevando os níveis de investimento e de produção. Esta situação estimula as empresas a subscrever novas ações a preços mais altos, utilizando seus ganhos de capital na compra de mais bens de capital.

Modelos teóricos sobre as imperfeições no mercado de capitais implicam que o custo de financiamento externo seja mais oneroso que o financiamento interno. Conseqüentemente, para determinados níveis de oportunidades de investimentos, de custos informacionais e de taxas de juros de mercado, as firmas com maior valor líquido tendem a investir mais, através da emissão de novas ações.

Dessa forma, se o fluxo de caixa for correlacionado com a lucratividade futura, a ligação entre o fluxo de caixa e o nível de investimento para uma determinada firma no tempo deve confirmar os resultados do modelo neoclássico. Ou seja, firmas com altos fluxos de caixa devem ter maior prosperidade em seus investimentos.

2.5.2 O CANAL DOS BALANÇOS DAS FIRMAS

A presença de problemas referentes a [informações assimétricas](#) no mercado de crédito provê um mecanismo de transmissão monetária que opera através dos preços dos ativos. Esse mecanismo é comumente referido na literatura como o [canal do crédito](#), sendo transmitido através dos balanços das firmas.

De acordo com essa visão, um declínio no valor líquido dos negócios da firma, eleva os problemas de seleção adversa e de risco moral na concessão de empréstimos para ela, o que reduziria a sua capacidade de conseguir novos empréstimos para financiar seus gastos com investimentos.



James Tobin (1918-2002) foi um economista norte-americano. Participou do Conselho de Consultores Econômicos (*Council of Economic Advisors*) do governo dos Estados Unidos e foi professor nas universidades de Harvard e Yale. Recebeu o Prêmio Nobel de Ciências Econômicas, em 1981.

Os problemas relacionados à [informação assimétrica](#) serão descritos na Unidade 3.

Para ter uma visão mais detalhada sobre o [canal do crédito](#), você pode consultar Bernanke e Gertler (1995), Cecchetti (1995) e Hubbard (1995, 2001).

Nesse caso, a ligação entre os preços dos ativos e o investimento está relacionada aos efeitos na estrutura financeira das empresas. Em um mundo onde o mercado de capitais é caracterizado por informação imperfeita e por problemas de coação e incentivo, o custo de emprestar depende da posição financeira dos agentes e, conseqüentemente, uma elevação (redução) nos preços dos ativos, eleva (reduz) o valor de mercado da garantia dos devedores e sua habilidade de emprestar e investir.

Bernanke e Gertler (1995) destacam que, de acordo com a teoria do canal do crédito, o efeito direto da política monetária através da taxa de juros é amplificado por variações endógenas no **prêmio pelo financiamento externo**.

A magnitude desse prêmio reflete as imperfeições no mercado de crédito, formando uma “cunha” entre os retornos esperados recebidos pelos credores e os custos enfrentados pelos potenciais devedores. Portanto, de acordo com a visão do canal do crédito, uma variação na política monetária que aumenta ou reduz as taxas de juros de mercado aberto tende a alterar o prêmio pelo financiamento externo na mesma direção. Devido a esse efeito adicional da política monetária sobre esse prêmio, os custos dos empréstimos para as empresas e, conseqüentemente seus gastos reais, são amplificados.

Os autores citados acima destacam que essa relação entre as ações do Banco Central e seu impacto sobre o prêmio pelo financiamento externo no mercado de crédito pode ser descrita por meio de duas possíveis ligações:

- **o canal dos balanços das firmas** – que destaca o potencial impacto das variações da política monetária nos balanços dos devedores e em suas demonstrações de resultados, incluindo variáveis como lucro líquido, fluxo de caixa e liquidez dos ativos; e
- **o canal dos empréstimos bancários** – que foca mais estreitamente nos possíveis efeitos das ações de política monetária sobre a oferta de empréstimos das instituições depositárias.

No setor bancário, por exemplo, a literatura tem postulado diferentes formas referentes à sensibilidade da oferta de crédito à política monetária. Uma parte dos autores, como Peek e Rosengren (1995), analisa se os bancos menos capitalizados realmente têm acesso limitado aos financiamentos. Já Kashyap e Stein (1994), enfatizam os efeitos tamanho e liquidez. Segundo eles, pequenos bancos e/ou bancos com menor liquidez enfrentam maiores problemas de informação assimétrica do que os bancos maiores/mais líquidos, o que os torna mais vulneráveis a uma restrição monetária.

O prêmio pelo financiamento externo é caracterizado pela diferença nos custos, entre os fundos alcançados externamente (capital de terceiros conseguidos via endividamento e/ou emissão de ações) e os fundos gerados internamente (lucros retidos).

Da mesma forma, Ehrmann et al. (2001), ao estudarem a importância do setor bancário na condução da política monetária do Banco Central Europeu (ECB), argumentam que os efeitos de longo prazo da política monetária na média dos empréstimos bancários foram negativos para todos os países que compõem a Área do Euro, indicando que uma política monetária contracionista reduz a oferta de crédito no longo prazo.

Bernanke e Gertler (1995; 2000) destacam, por sua vez, que o balancete das famílias e firmas é a conexão quantitativa mais importante entre os preços dos ativos e a economia real. De acordo com eles, a implicação-chave da existência de fricções no mercado de crédito decorre do fato de que os fluxos de caixas e as condições de seus balancetes são importantes determinantes da habilidade dos agentes em solicitar um empréstimo e/ou emprestar. Dessa forma, a deterioração dos balancetes dos agentes e o reduzido fluxo de crédito operam sobre os gastos e sobre a demanda, em termos agregados, no curto prazo, embora, no longo prazo possam afetar a oferta agregada na medida em que inibem a formação de capital e a redução na demanda por trabalho. Cabe destacar, ainda, um provável *feedback* e a propagação dos efeitos, na medida em que um declínio nas vendas e no nível de emprego implica no enfraquecimento dos fluxos de caixa e, conseqüentemente, em adicionais declínios nos gastos.

Bernanke, Gertler e Gilchrist (1996; 1998) referem-se a esse efeito propagação como um “acelerador financeiro”, no qual desenvolvimentos endógenos no mercado de crédito propagam e amplificam choques macroeconômicos. O mecanismo-chave envolve a ligação entre o prêmio pelo financiamento externo e os lucros líquidos dos potenciais devedores. Com a presença de fricção no mercado de crédito, e com uma quantia total de financiamento requerido constante, modelos padrões de empréstimo com assimetria de informação implicam que o prêmio pelo financiamento externo deva depender inversamente dos lucros líquidos dos devedores. Esta relação inversa surge porque, quando os investidores têm pouca riqueza para investir em um novo projeto, a potencial divergência de interesses entre demandantes e ofertantes de fundos externos torna-se maior, implicando em crescentes custos de agência. Em equilíbrio, os credores devem ser compensados pelos elevados custos de agência, recebendo prêmios maiores. Como os lucros líquidos dos potenciais devedores são pró-cíclicos e o prêmio pelo financiamento externo é contracíclico, pode haver um aumento na oscilação dos níveis de empréstimos e, conseqüentemente, nos níveis de investimentos, gastos e produção.

Além disso, pode haver também um *feedback* aos preços dos ativos, já que um declínio nos gastos e na renda, juntamente com uma venda forçada dos ativos, conduz a decréscimos adicionais no valor destes. Esse mecanismo de “deflação da dívida”, primeiramente descrito por Irving Fisher em 1933, foi modelado formalmente por Bernanke e Gertler em 1989 e por Kyotaki e Moore em 1997.

2.5.3 OS EFEITOS RIQUEZA E LIQUIDEZ

No que tange à política monetária e ao seu impacto sobre os efeitos liquidez e riqueza das famílias, considera-se como elemento principal os gastos com consumo. No efeito liquidez, os consumidores são caracterizados pelo desejo de consumir ao invés de investir ou emprestar. Ou seja, o efeito liquidez está relacionado à preferência dos consumidores em gastar suas riquezas em bens de consumo (intertemporalmente), de acordo com suas expectativas sobre o futuro da economia. Por exemplo, gastos em bens de consumo de longo prazo também são influenciados pelo mercado de ações.

O argumento desse efeito liquidez está focado na essência ilíquida dos bens de consumo de longo prazo – isto é, dos bens imóveis. No caso de crescimento esperado nos lucros, a probabilidade de dificuldades financeiras é reduzida e, por isso, os consumidores aumentam seus gastos em bens de consumo de longo prazo, que resultam novamente em um crescimento do produto. A situação oposta ocorre quando há expectativa de dificuldades financeiras, considerando que o declínio esperado nos lucros tende a priorizar ativos financeiros líquidos em relação aos bens de consumo de longo prazo que apresentam menor liquidez.

Tarhan (1995) destacou o **efeito liquidez** no mercado americano, examinando a conexão entre as operações de mercado aberto, as taxas de juros e os preços dos ativos. Segundo o autor, se a crença dos investidores de que as negociações correntes do *Federal Reserve* (Fed) implicam num fluxo das futuras transações deste, essas negociações provavelmente terão um significativo impacto nos preços dos títulos do governo. Ou seja, se os investidores observam que o Fed está conduzindo uma compra no mercado aberto e interpretam essa compra como um futuro alívio monetário, provavelmente haverá um aumento dos preços dos títulos do governo.

Sobre o **efeito riqueza**, o modelo de ciclo da vida de Modigliani (1971) determina que um indivíduo aloca o seu nível de consumo durante a sua vida. Assim, uma política monetária expansionista tende a aumentar o valor da riqueza das famílias que, por sua vez, elevam os recursos para consumo du-

rante a vida do consumidor. Em contrapartida, um *crash* no mercado de ações, por exemplo, deixa as pessoas muito incertas quanto ao futuro da economia, levando-as a pouparem mais, bem como a reduzir o seu nível de consumo. De acordo com a função sugerida por Modigliani (1971):

$$C_0 = \xi W_0, \quad (2.10)$$

a qual implica num consumo corrente (C_0) positivamente relacionado ao seu ganho líquido (W_0). Isto porque a propensão a consumir é positiva ($\xi \geq 0$), ou seja, o valor presente da renda durante a vida será maior, quanto maior for o ganho líquido.

Portanto, sob uma suposição de elasticidade unitária da substituição intertemporal – que é frequentemente adotada para facilitar a análise do consumo agregado durante o ciclo da vida (BLANCHARD, 1985) –, uma queda na taxa de juros devida a uma expansão monetária não tem efeito sobre ξ , mas aumenta W_0 . Consequentemente, de acordo com a equação (2.10), uma elevação em W_0 aumentará proporcionalmente o consumo.

Neste caso, *crash* deve ser entendido como um choque negativo nos preços dos ativos.

Se você estiver precisando refrescar a memória a respeito desta expressão, consulte o seu livro de *Teoria Microeconômica I*, na seção 3.3, *A validade da lei da demanda: efeito-substituição e efeito-renda* (p. 58).

2.5.4 TAXA DE CÂMBIO

A taxa de câmbio é parte do mecanismo de transmissão em muitos dos modelos para avaliação de política monetária. Ela está presente tanto na determinação das exportações líquidas como nas equações que descrevem como os preços dos bens externos são passados aos preços domésticos (o chamado efeito *pass-through*). Há também uma ligação entre a taxa de câmbio e a taxa de juros por meio do mercado de capitais.

A relação da taxa de câmbio com as taxas de juros pode ser verificada em modelos de pequenas economias abertas (BALL, 1999; SVENSSON, 1999). Nesses modelos, o efeito da taxa de câmbio sobre a taxa de juros seria direto, através da sua inclusão na regra de Taylor (1993). Assim, uma apreciação da taxa de câmbio conduziria a um corte na taxa de juros, seguido, no próximo período, por uma elevação compensatória desta. Essa resposta negativa da taxa de juros ocorre pois uma apreciação do câmbio tende a ser contracionista, e um corte na taxa de juros compensaria essa contração.

O efeito indireto da taxa de câmbio na taxa de juros pode ser destacado pela sua influência nas exportações líquidas. A taxa de câmbio afeta as exportações líquidas através das taxas de juros domésticas, que, por sua vez, impactam a relação entre as moedas doméstica e estrangeira. Como resultado, o valor dos depósitos

Nesta situação, considera-se que a taxa de câmbio seja flutuante, pois, caso seja fixa, esse canal torna-se inoperável. Adicionalmente, quanto mais aberta for a economia, mais forte será a operacionalidade desse canal.

Este mecanismo foi muito importante nas crises recentes ocorridas no México e no Leste da Ásia. Para saber maiores detalhes, você pode consultar Mishkin (1999).

domésticos sofre uma variação em relação às moedas externas, afetando a taxa de câmbio e, por conseguinte, as exportações líquidas e a produção agregada.

As flutuações na taxa de câmbio podem, também, ter importantes efeitos sobre a demanda agregada, afetando os balancetes das firmas financeiras e não financeiras quando uma quantia significativa da dívida doméstica está determinada em moeda externa, como é o caso da maioria dos países emergentes. Uma expansão monetária nesses países pode ter um impacto na demanda agregada, caso ela acarrete uma depreciação da taxa de câmbio. Ou seja, quando as dívidas forem contratadas em moeda externa, uma política monetária expansionista conduz à desvalorização da moeda nacional, elevando, assim, o peso da dívida das firmas domésticas não financeiras. Como os ativos são denominados em moeda nacional, há uma redução no seu valor líquido. Essa deterioração dos balancetes das firmas eleva os problemas relacionados à seleção adversa e ao risco moral, o que reduz os empréstimos e provoca um declínio no nível de investimentos e atividades econômicas.

Uma forma indireta de operação desse mecanismo diz respeito à deterioração dos balanços das instituições financeiras que possuem algumas responsabilidades em moeda externa, que se elevam rapidamente quando a depreciação ocorre. O resultado é que tanto os balanços dos bancos como os das demais instituições financeiras sofrem contrações de seus ativos. Além disso, muitas das instituições com dívidas denominadas em moeda externa sofrem uma elevação abrupta do valor de suas dívidas, acarretando problemas de liquidez que, de forma generalizada, podem gerar um risco sistêmico em todo o setor, o que afetaria a economia como um todo.

2.5.5 ESTRUTURA FINANCEIRA

Ao analisarmos a estabilidade financeira de uma economia, é de suma importância focar também na identificação da sua estrutura financeira – isto é, determinar em qual setor o volume prevalecente de recursos financeiros é alocado (economias baseadas no funcionamento do mercado de capitais *versus* economias baseadas no funcionamento do sistema financeiro). Ao se identificar a estrutura financeira, a orientação da economia pode ser analisada com base em indicadores selecionados, ou índices. A estrutura financeira, em um sistema financeiro orientado pelos bancos, pode ser caracterizada por variáveis financeiras quantitativas, tais como agregados econômicos e níveis de empréstimos bancários. Do contrário, em economias apoiadas no mercado de capitais, o indicador importante é o preço dos ativos (ações, fundos mútuos, imóveis e demais títulos).

Em economias com mercados de capitais menos desenvolvidos – como é o caso da maioria dos países em desenvolvimento –, as finanças do país fluem através do setor bancário. Para economias com esse tipo de funcionamento, a estabilidade financeira está estreitamente vinculada à estabilidade do setor bancário, no qual os empréstimos representam o principal instrumento de alocação dos recursos financeiros da economia.

Em sistemas bancários mais estáveis, há uma provisão de tipos selecionados de garantias que visam mitigar o risco de *default* nos empréstimos. Na provisão de empréstimos para imóveis (hipotecas), a função da garantia fica a cargo dos *real estate* (em particular, apartamentos, *flats* e casas). Por exemplo, se os preços desses ativos caírem, o valor da garantia também cairá, reduzindo o potencial de crédito do setor bancário, e podendo, inclusive, criar o chamado *credit crunch*, com impacto negativo na atividade econômica e no produto (GANTNEROVÁ, 2004).

Há uma grande importância das imperfeições no mercado de ações e a estrutura financeira do setor bancário como elementos cruciais no financiamento do setor produtivo. Em um país no qual o sistema financeiro esteja livremente reagindo às forças de mercado, a política monetária poderá, inclusive, ser transmitida através de seus intermediários. Isso implicará que a habilidade da política monetária, engajada num processo de estabilização, dependerá do ambiente regulatório imposto ao sistema financeiro. Segundo Cechetti e Krause (2001), quando as taxas cobradas pelos empréstimos não são determinadas pelo mercado, o impacto da política monetária é enfraquecido. As consequências de uma variação nas taxas de juros de curto prazo, controlada pelo Banco Central, terão um impacto reduzido nos empréstimos dos bancos que operam num ambiente competitivo. Assim, se o comportamento dos bancos não for afetado pelas políticas do Bacen, o canal do crédito será inoperante na condução da política monetária, reduzindo o escopo dos *policymakers* para alcançar seus objetivos.

Portanto, deve estar claro que um sistema regulatório bem estruturado deve moldar o sistema de intermediação financeira de forma a garantir a eficácia na transmissão da política monetária.

Em economias com mercados de capitais mais desenvolvidos, um importante meio para identificar estabilidade financeira, ou risco de possível instabilidade, é o monitoramento dos preços dos ativos. Em sistemas com essa característica, a provisão de crédito aos agentes econômicos (empresas, famílias e governo), a função de garantia é realizada pela própria comercialização desses ativos (DETKEN; SMETS, 2003).

Credit crunch é uma situação econômica na qual é difícil obter capital para investimento. Isso porque os bancos e os investidores tornam-se desconfiados com relação à realização de empréstimos de fundos para corporações, o que eleva o preço dos produtos de dívida para os mutuários.

No escopo de trabalhos que avaliaram a importância da estrutura financeira no processo de identificação de estabilidade financeira, há alegações em prol da importância dos preços dos ativos, principalmente os daqueles negociados através do mercado de capitais (ações e títulos). Os argumentos estão fundamentados na suposição de que esse tipo de mercado é mais eficiente e efetivo, se comparado às instituições bancárias, tanto na determinação da precificação dos ativos quanto na alocação de crédito (SELODY; WILLKENS, 2004).

Existe, ainda, a discussão sobre qual indicador é mais importante na investigação a respeito da formação de bolhas nos preços dos ativos – os preços do mercado imobiliário ou o preço dos ativos negociados nos mercados de capitais. Helbling (2005), por exemplo, argumenta que a análise histórica dos dados indica que os preços dos bens imóveis são mais propensos a ciclos de *boom* (expansão) e *bust* (recessão), além de que, numa média de 70% dos casos nos quais ocorreram aumentos severos nos preços dos imóveis, houve uma queda repentina nos dois anos seguintes. Portanto, os preços no mercado imobiliário parecem ser indicadores mais confiáveis de bolhas nos preços dos bens e serviços do que os preços dos títulos.

Pode-se destacar, também, que a redução na atividade econômica em conexão com o “estouro” das bolhas nos preços dos imóveis, geralmente tem um impacto mais negativo que o estouro nas bolhas dos preços dos títulos. Trata-se daqueles preços que engatilham elevados custos nos preços dos títulos, cuja consequência é caracterizada por severos declínios no crescimento econômico real no período seguinte (DETKEN; SMETS, 2003).

Saiba Mais

Para aprofundar o seu conhecimento sobre os assuntos tratados nesta unidade, você pode consultar algumas leituras complementares. Você perceberá que as indicações são textos em inglês, porque infelizmente não dispomos de publicações tão completas sobre estes assuntos em português. Como a linguagem desses materiais possui termos já conhecidos na área de economia e muitas palavras possuem uma grafia próxima do português, não custa nada você arriscar uma leitura. Não acha?

MISHKIN, F. S. The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy. Cambridge: *NBER – Working Papers n. 8617*, 2001. 21 p.

GAUTHIER, C., LI, F. Linking real activity and financial markets: BEAM Model. *BIS – Meeting of central Bank Economists*, Autumn, 2004.

CLARIDA, R., GALI, J., GERTLER, M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v.37, n.4, p. 1661-1707 1999.

Além disso, confira os seguintes endereços, muito interessantes para a busca de dados e informações:

www.bacen.gov.br (site do Banco Central do Brasil)

www.ipea.com.br (site do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada)

www.ibge.gov.br (site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística)

Encerramos aqui a Unidade 2. O próximo passo será a avaliação do seu aprendizado. Para isso, responda às questões das Atividades de aprendizagem. Se for necessário, leia e releia o conteúdo antes de processar as respostas e, em caso de dúvidas, peça ajuda ao seu tutor. Mãos (e cabeça) à obra!

Não se esqueça de assistir à Videoaula 2, no AVEA.



Resumo da unidade:

Neste capítulo, estudamos a política monetária e seus impactos na economia, através das variáveis de metas e dos instrumentos de política monetária. Vimos que o Banco Central controla a liquidez da economia, influenciando a oferta de moeda e na taxa de juros. Destacamos os processos de criação e de destruição dos meios de pagamentos, além do processo de multiplicação monetária e suas variáveis comportamentais. Os mecanismos por meio dos quais a política monetária pode ser transmitida à economia também foram aspectos analisados.

Atividade de Aprendizagem - 2



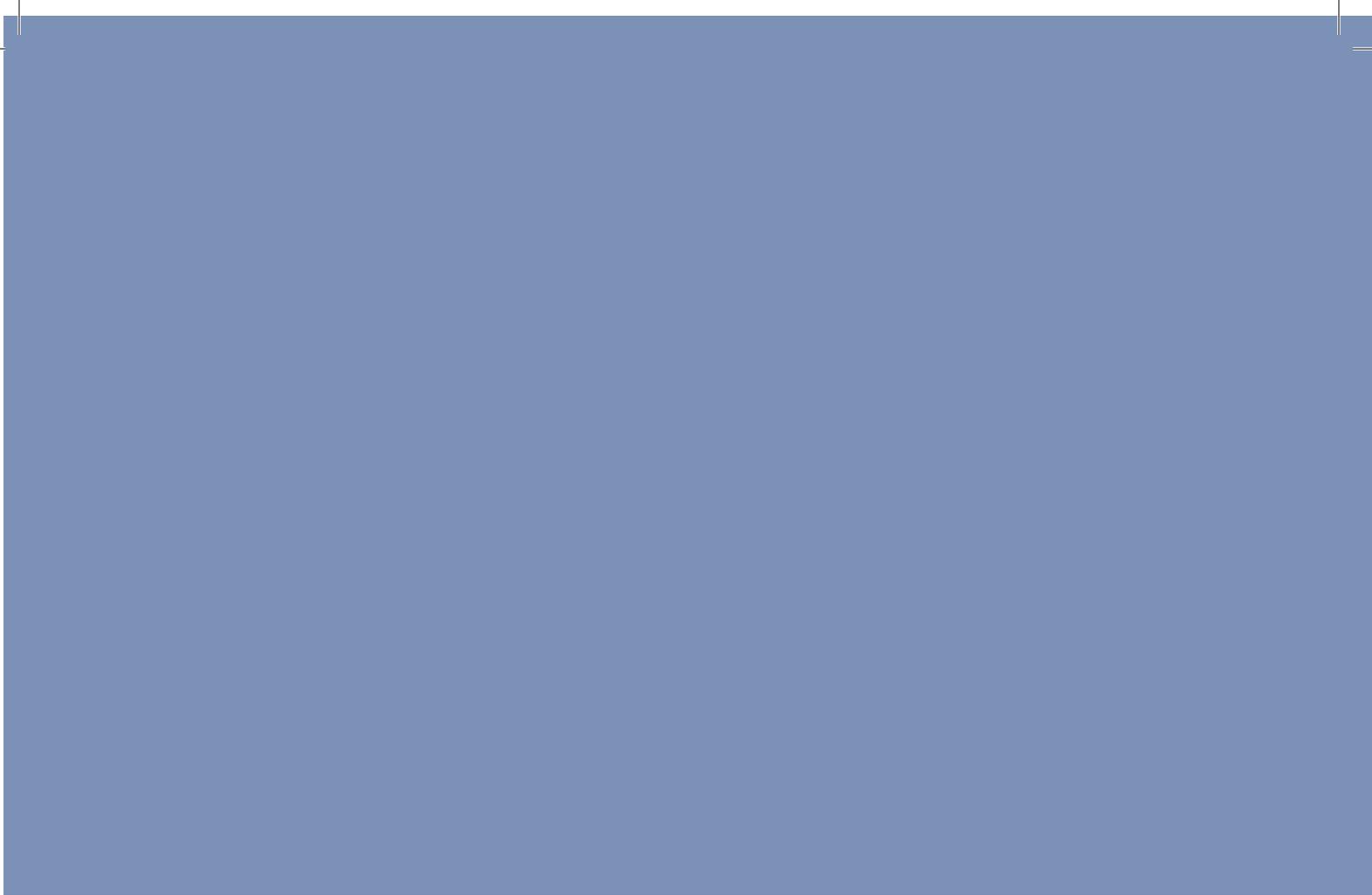
- 1) Analise detalhadamente os efeitos de cada um dos instrumentos de política monetária sobre os meios de pagamentos e a taxa de juros.
- 2) Numa determinada economia, os encaixes (reservas) totais mantidos pelo sistema bancário representam $\frac{4}{10}$ do total de seus depósitos à vista em conta corrente. Se a população mantiver $\frac{1}{5}$ dos meios de pagamento na forma manual, de quanto será o aumento nos meios de pagamento para um aumento de 1.000 na base monetária?
- 3) Descreva, resumidamente, os mecanismos de transmissão monetária.



APÊNDICE A

Os títulos públicos existentes no mercado nacional e suas características são:

- **LTN – Letras do Tesouro Nacional:** títulos com rentabilidade definida (taxa fixa) no momento da compra. Você sabe antes quantos reais vai ganhar. Forma de pagamento: no vencimento;
- **LFT – Letras Financeiras do Tesouro:** títulos com rentabilidade diária vinculada à taxa de juros básica da economia (taxa média das operações diárias com títulos públicos registrados no sistema SELIC, ou, simplesmente, taxa Selic) Forma de pagamento: no vencimento;
- **NTN-C – Notas do Tesouro Nacional – série C:** títulos com rentabilidade vinculada à variação do IGP-M, acrescida de juros definidos no momento da compra. Ideal para formar poupança de médio e longo prazo, garantindo seu poder de compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal);
- **NTN-B – Nota do Tesouro Nacional – série B:** título com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra. Ideal para formar poupança de médio e longo prazo, garantindo seu poder de compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal);
- **NTN-B Principal – Nota do Tesouro Nacional – série B:** título com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra. Não há pagamento de cupom de juros semestral e é ideal para formar poupança de médio e longo prazo, garantindo seu poder de compra. Forma de pagamento: no vencimento (principal); e
- **NTN-F – Nota do Tesouro Nacional – série F:** título com rentabilidade prefixada, definida no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).



3

SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO, REGULAÇÃO E SUPERVISÃO BANCÁRIA E CRISES FINANCEIRAS

Nesta unidade daremos ênfase à estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro. Portanto, ao final desta unidade, você deverá ter conhecimentos sobre:

- o processo de regulação e de supervisão bancária, com destaque para a reestruturação do sistema bancário brasileiro no período pós-Plano Real; e
- a relação entre a assimetria de informação e as crises nos mercados financeiros de economias emergentes.

3.1 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

A estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro vigente resulta das mudanças institucionais de 1964/65, instauradas através das leis 4.380/64, 4.595/64 e 4.728/65, que delimitam as áreas de atuação das instituições componentes do sistema financeiro através da imposição de limites quanto à aplicação de recursos. Alguns anos depois, em 1976, a Comissão de Valores Mobiliários foi incorporada ao sistema através da Lei 6.385/76.

Segundo Marinho (1996), de acordo com a sua área de atuação, podemos dividir as instituições financeiras em dois grupos: aquelas que participam do sistema monetário e aquelas que fazem parte do sistema não monetário. As instituições que formam o **sistema monetário** operam com os chamados haveres monetários, que são os haveres de utilização imediata, como os depósitos à vista e o papel-moeda em poder público. Compõem este sistema:

- as autoridades monetárias – Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil; e
- os bancos comerciais – bancos oficiais federais, bancos regionais e estaduais e bancos privados nacionais e estrangeiros.

O **sistema não-monetário**, por sua vez, é formado pelas instituições que operam com aplicações financeiras que só podem ser movimentadas após um prazo estabelecido, ou seja, com a captação de recursos de médio e longo prazos. Estas instituições não podem afetar o multiplicador, haja vista que elas somente transferem os fundos dos seus poupadores. Portanto, compõem esse sistema:

- o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES);
- os bancos de investimento;
- as caixas econômicas e as sociedades de crédito imobiliário;
- as companhias de crédito, financiamento e investimento;
- as companhias de seguros;
- as sociedades corretoras e distribuidoras; e
- as bolsas de valores.

A Figura 3.1 demonstra, através de um organograma, como está estruturado o Sistema Financeiro Nacional.

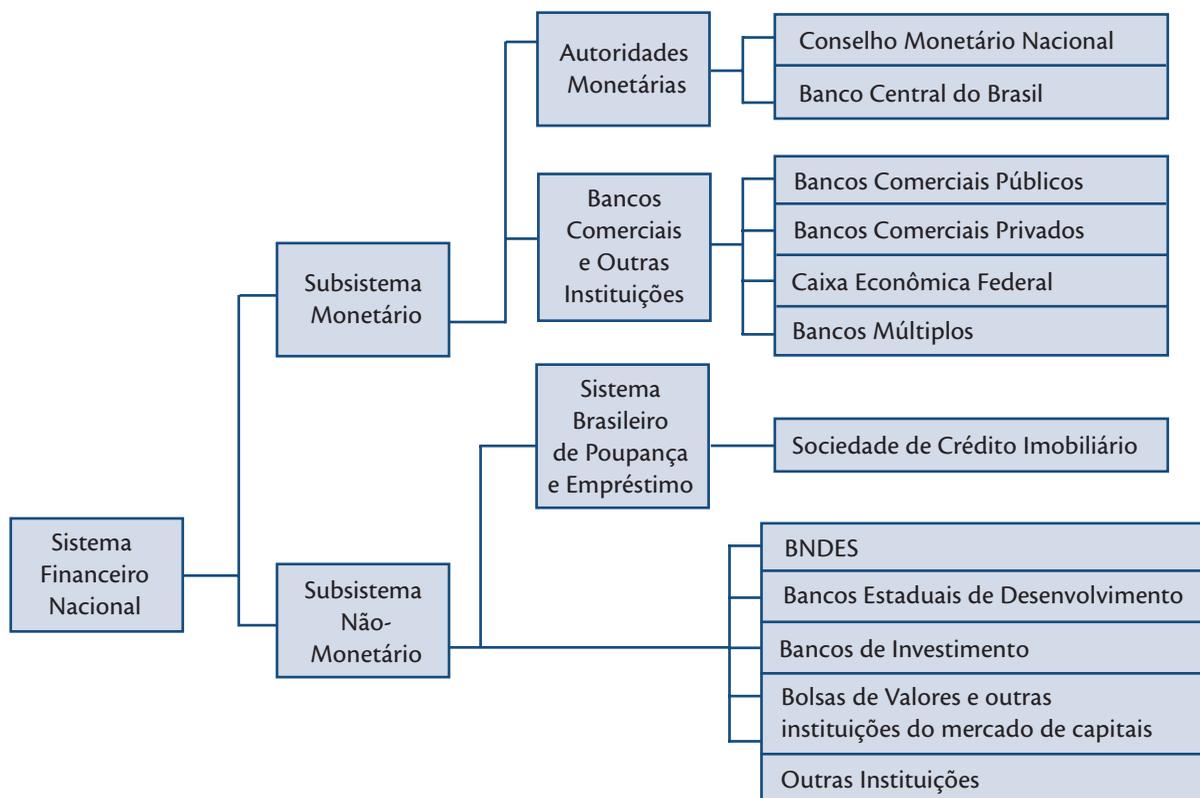


Figura 3.1 – Organograma do Sistema Financeiro Brasileiro.
 Fonte: Marinho (1996, p. 175).



Vejam agora um pouco sobre as instituições que formam o Sistema Monetário Brasileiro. Acompanhe!

3.1.1 O Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional (CMN) constitui o órgão máximo do sistema financeiro brasileiro, e é composto pelo ministro da fazenda – na qualidade de presidente –, pelo ministro do planejamento e pelo presidente do Banco Central. Foi criado em 1964, através da Lei 4.595/64 – em substituição ao antigo conselho da Superintendência de Moeda e Crédito (SUMOC) –, tendo como principal função coordenar e normatizar as políticas monetária, creditícia e cambial, bem como harmonizar as decisões dessas políticas com o complexo de políticas em outros segmentos de ação do governo. Na qualidade de órgão normativo interno e externo, cabe ao CMN:

- adaptar o volume interno de meios de pagamentos às reais necessidades da economia e ao seu processo de desenvolvimento, prevenindo ou corrigindo surtos inflacionários;
- regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos, bem como otimizar os recursos em moeda estrangeira;
- contribuir para o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros;
- orientar a aplicação de recursos das instituições financeiras públicas e privadas, de modo a propiciar às diferentes regiões condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- zelar pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras;
- coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa.

Para o cumprimento dessas funções básicas, compete ao CMN um conjunto de atribuições, dentre as quais destacam-se:

- aprovar a programação monetária preparada pelo Banco Central, considerando-se a necessidade de expansão da moeda e do crédito, adaptada à política de controle da inflação e programar as emissões de moeda;
- fixar diretrizes de política cambial;
- regular, fiscalizar e penalizar as instituições financeiras, conforme disposto na Lei 4.595/64;
- disciplinar o crédito em todas as suas modalidades, bem como as atividades das bolsas de valores;

Esses dois atributos, porém, já não são mais da competência do CMN, haja vista que, com a Constituição Federal de 1988, tais autorizações passaram a ser definidas pelo Congresso Nacional.

- determinar recolhimentos compulsórios, regulamentar as operações de redesconto e estabelecer normas para o mercado aberto, definindo as taxas de juros, de descontos e qualquer forma de remuneração de operações e serviços bancários.

3.1.2 O Banco Central do Brasil

Se você quiser informações adicionais sobre as atribuições do Bacen, consulte o Capítulo 7 de LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. *Economia monetária*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

O Banco Central do Brasil (Bacen) foi criado em 1964 – também em substituição à antiga SUMOC – para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro nacional, tendo como principais funções as de cumprir e fazer cumprir o regulamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN. De acordo com suas atribuições, o Bacen pode ser considerado como:

- **Banco dos Bancos** – compete ao Bacen receber as reservas bancárias compulsórias e voluntárias, bem como efetuar as operações com redesconto para atender às necessidades imediatas das instituições financeiras e regular a execução de serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- **Executor de política monetária e Banco Emissor** – cabe ao Bacen realizar os serviços de meios circulantes e emitir papel-moeda e moeda metálica, até o limite disposto no inciso I do art. 10 da Lei 4.595/64 e suas emendas constitucionais, assim como executar a política monetária, através de seus instrumentos (controle da taxa de redesconto e recolhimento compulsório e das operações de mercado aberto);
- **Superintendente do Sistema Financeiro Nacional** – é atribuído ao Bacen, operar e fiscalizar o Sistema Financeiro e o sistema de distribuição no mercado de capitais, e atuar no mercado de câmbio, através da compra e venda de moeda estrangeira, de modo a promover a estabilidade do Balanço de pagamentos. O Bacen é responsável, também, pela vigilância dos mercados financeiros e de capitais, bem como tem o poder de autorizar ou não que as instituições funcionem no país, bem como decretar a intervenção e/ou liquidação extrajudicial;
- **Banqueiro do governo** – o Bacen funciona como o banco do governo, na medida em que financia o Tesouro Nacional através da colocação de títulos públicos federais no mercado e administra as dívidas públicas interna e externa, além das reservas internacionais.

3.1.3 Os bancos comerciais e os bancos múltiplos

Os **bancos comerciais** – também chamados de bancos criadores de moeda – são instituições financeiras capazes de criar moeda sob efeito do multiplicador monetário (através da captação de recursos do público via depósitos à vista ou a prazo fixo), e efetuar empréstimos e financiamentos de curto e médio prazos. Os bancos comerciais são classificados em três grupos:

- **Bancos federais** – são bancos que, de forma direta ou indireta, têm a maioria de seu capital social pertencente à união;
- **Bancos estaduais** – são bancos cuja maioria do capital social pertence ao estado onde estão sediados;
- **Bancos privados** – são os bancos de capital predominantemente nacional e aqueles dependentes de bancos externos.

De acordo com o *Manual de Normas e Inscrições do Banco Central*, compete aos bancos comerciais:

- descontar títulos;
- realizar operações de crédito, simples ou em conta corrente;
- obter recursos junto a instituições oficiais e do exterior;
- captar depósitos à vista e a prazo fixo;
- realizar operações especiais, como crédito rural, câmbio e comércio internacional.

Os **bancos múltiplos**, por sua vez, foram criados pela resolução 1.524/88 do Bacen, na qual era facultado, através de constituição direta, de aquisição, de transformação ou, ainda, por meio da fusão entre bancos comerciais, bancos de desenvolvimento e investimento, sociedades de crédito e de créditos imobiliário em uma única instituição financeira, aumentando, assim, a gama de operações de responsabilidade de uma única instituição.

3.1.4 O Banco do Brasil

O Banco do Brasil, até 1986, exercia um duplo papel no sistema de intermediação financeira do Brasil, atuando como autoridade monetária e como principal agente financeiro do país. Essa duplicidade foi interrompida através da supressão da conta movimento, o que fez com que o Banco do Brasil deixasse de exercer as funções do Bacen, limitando-se a atuar como um banco comer-

cial. Porém, a partir de 1987, a carteira de fomento do Bacen foi transferida ao Banco do Brasil, que passou a operar toda a linha de fomento do governo.



Com as reformas dos anos 1980 e 1990, e as consequentes redefinições de papéis do Bacen e do Banco do Brasil, esta última instituição passou a operar sob padrões bem próximos dos de um banco comercial como outro qualquer. No entanto, o Banco do Brasil ainda atua como agente especial das autoridades econômicas, excluindo-se as que o incluíam no subsistema normativo da intermediação financeira brasileira, como autoridade monetária. Ou seja, está numa posição bem distante daquela mantida durante as décadas de 1960 e 1970 e nos primeiros anos da década de 1980.

Isso porque, até então, os depósitos no Banco do Brasil incluíam-se no conceito de base monetária, pelo fato de constituírem passivo monetário de uma instituição bancária considerada autoridade monetária. Após a reforma, esta discrepância conceitual foi eliminada (LOPES; ROSSETTI, 1998).

3.1.5 Os bancos de desenvolvimento

A criação dos bancos de desenvolvimento no Brasil se deu anteriormente às reformas institucionais de 1964-1965, com a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que, em 1983, passou a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O BNDES é a principal instituição de fomento do país, e sua função primordial é o investimento em programas de insumos básicos, em equipamentos, em componentes e programas de modernização de empresas e em desenvolvimento tecnológico.

Além do BNDES, existem no país outros bancos de desenvolvimento, estaduais e regionais, integrados ao sistema BNDES. São instituições que operam

em médio e longo prazos, exclusivamente com empresas sediadas no estado/região de suas jurisdições, cuja função é promover o desenvolvimento econômico nas áreas geográficas de atuação.

Portanto, o objetivo principal de um Banco de Desenvolvimento é proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento a médio e longo prazo, de programas e projetos que visem promover o desenvolvimento econômico e social do estado da federação onde tenha sede, cabendo-lhe apropriar o setor privado de recursos (MARINHO, 1996).

3.1.6 Os bancos de investimento

Os bancos de investimento foram criados pela Lei 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais e fixou diretrizes para o seu desenvolvimento, com o objetivo de dotar o mercado financeiro de instituições poderosas para operar com empréstimos e depósitos de médio e longo prazos, agilizando e fortalecendo o processo de emissão e colocação de ações e debêntures no mercado, para o suprimento de capital fixo e de giro das empresas.

De acordo com Marinho (1996, p. 186), o principal objetivo dos bancos de investimento é fornecer recursos às empresas para fortalecer o seu capital social, ampliar sua capacidade produtiva, incentivar a melhoria da produtividade e garantir melhor ordenação dos setores econômicos.

Para que possam atender aos seus objetivos, os bancos de investimento podem captar recursos no país ou no exterior, mediante depósitos a prazo fixo e de instituições oficiais. Além disso, os recursos decorrentes da colocação ou distribuição de títulos cambiais e debêntures, e das vendas de quotas de fundos de investimento por eles administrados também fazem parte dos objetivos destes bancos.

3.1.7 Ascaixaseconômicas e sociedades de crédito imobiliário

Criadas a partir das reformas institucionais de 1964-1965, as caixas econômicas e as sociedades de crédito imobiliário possibilitaram a organização do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), através da captação de poupança popular e da concessão de empréstimos e financiamentos ao setor de construção e habitação, facilitando, assim, o acesso à aquisição da casa própria, principalmente para as famílias de baixa renda.



O Banco Nacional de Habitação (BNH) foi o órgão máximo nesse setor até o final de 1986, quando foi incorporado à Caixa Econômica Federal (CEF), que assumiu todos os seus direitos e obrigações de responsabilidade, tornando-se a instituição executora dos programas de financiamento imobiliário e tendo como principal agente o Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Com a extinção do BNH, o SFH passou a limitar-se às instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, através dos recursos captados por elas via caderneta de poupanças e daqueles oriundos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), viabilizando o programa gerido pelo SFH.

3.1.8 As instituições do mercado de ações

O órgão máximo do mercado de ações é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma autarquia federal, criada pela Lei 6.385/76 e vinculada ao Ministério da Fazenda. Sua principal função é a de disciplinar e fiscalizar o mercado de títulos e valores mobiliários, sob orientação do Conselho Monetário Nacional, de modo a propiciar ao mercado de valores mobiliários segurança e desenvolvimento para consolidá-lo como instrumento dinâmico e eficaz na formação de poupança e capitalização das empresas, principalmente via operações na bolsa de valores.

As bolsas de Valores são constituídas de associações civis, cuja principal função é organizar e manter em funcionamento o mercado de títulos e valores mobiliários. O seu patrimônio está representado por títulos patrimoniais das sociedades corretoras e dos distribuidores membros. As principais instituições ligadas a esse mercado são:

- as **sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários**, que, segundo Lopes e Rossetti (1998, p. 468), são “[...] instituições típicas do mercado acionário, operando com compra, venda e distribuição de títulos e valores mobiliários por conta de terceiros”;

- as **sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários**, especializadas na distribuição e intermediação de títulos e valores mobiliários à vista ou a prazo, por conta de terceiros ou por conta própria; e
- os **agentes autônomos de investimento**, que prestam serviços às instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários no mercado de capitais.

3.2 REGULAÇÃO E SUPERVISÃO BANCÁRIA: UMA ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

Ter uma moeda forte é essencial no processo de desenvolvimento sustentado da economia. Por outro lado, não existe uma moeda forte sem um sistema financeiro igualmente forte. Portanto, para que haja um desenvolvimento sustentado da economia, é necessário que exista um sistema financeiro estável, de modo a promover a alocação eficiente de recursos ao setor produtivo da economia, e, assim, propiciar melhorias à prosperidade econômica de uma nação.

O sistema financeiro é essencial para promover a eficiência econômica, visto que desempenha uma importante função na economia: a de canalizar fundos de pessoas que os detenham em excesso para pessoas que se encontram com escassez de fundos. De modo geral, pode-se dizer que o sistema financeiro desloca fundos de pessoas às quais faltam oportunidades de investimento produtivo, para outras que têm tais oportunidades.

Isso quer dizer que, operando de maneira eficiente, o sistema financeiro contribui para uma maior produção e eficiência na economia em geral, propiciando melhorias à prosperidade econômica de todos em uma sociedade!



Existem dois tipos de **financiamento**:

- o **direto**, em que os credores emprestadores transferem fundos diretamente aos tomadores através de mercados financeiros (bolsa de valores, por exemplo); e
- o **indireto**, em que os emprestadores depositam os seus fundos (que podem ou não render juros) nos intermediários financeiros, e estes os emprestam à terceiros, cobrando juros (bancos comerciais, por exemplo).

O fluxo de fundos através do sistema financeiro pode ser descrito conforme a Figura 3.2.

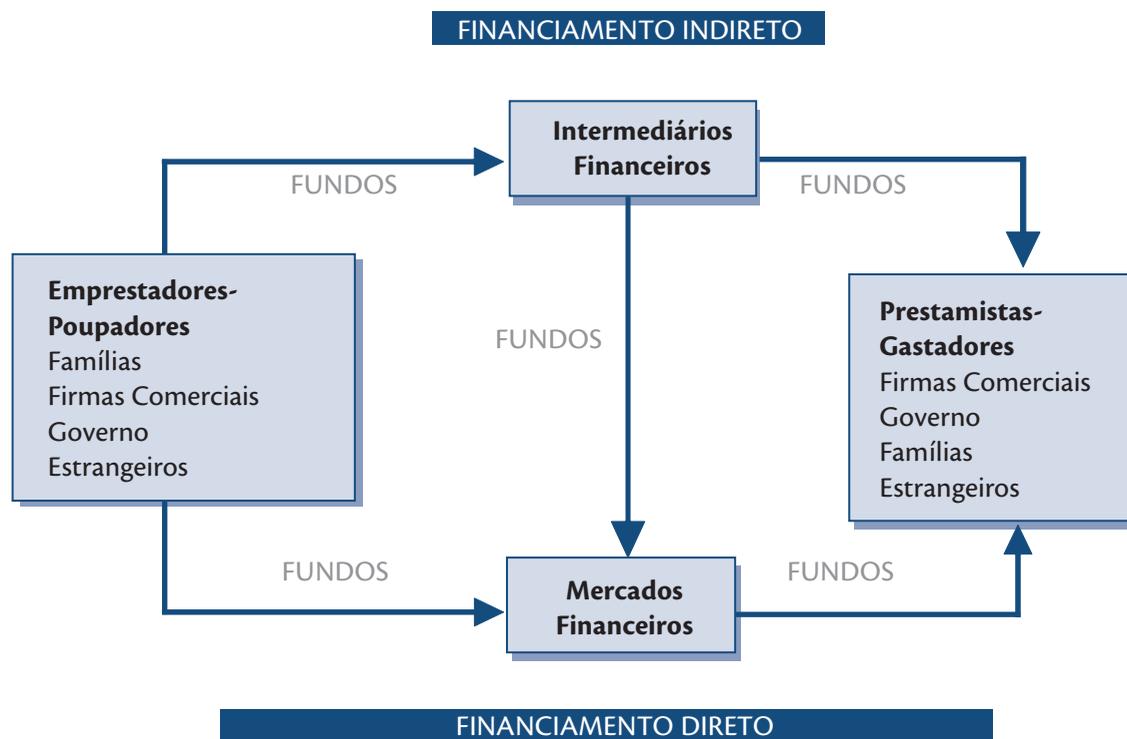


Figura 3.2 – Fluxo de fundos através do sistema financeiro.

Fonte: Mishkin (1999, p. 15).

De maneira geral, o processo de financiamento, em sua maioria, é realizado por via indireta, ou seja, através de intermediação financeira. Por meio desse processo, o sistema financeiro pode otimizar a relação entre tomadores e emprestadores, ao reduzir os custos de transação e os problemas decorrentes da informação assimétrica. Porém, para que esses problemas não passem a ocorrer entre os intermediadores (instituições financeiras) e seus credores, é necessário que haja regras que regulamentem e supervisionem o sistema financeiro, de modo que ele funcione de forma estável, estabilizando consigo a economia.

Portanto, a regulação e a supervisão bancária são determinantes cruciais para promover a eficiência no sistema financeiro, evitando que potenciais investidores sintam-se inseguros e desconfiem da solvência de determinada instituição ou, até mesmo, do sistema financeiro como um todo, o que pode desencadear uma crise financeira na economia de um país.

Um aspecto notável da regulação como mecanismo de alocação eficiente de recursos decorre do fato de que esta pode ser moldada pelas autoridades monetárias. Ela pode, portanto, sofrer mudanças a qualquer tempo, com vistas a promover um processo permanente de avaliação e ajustamento capaz de atender às constantes inovações decorrentes do desenvolvimento da “engenharia de intermediação de recursos”, das técnicas de processamento de informações e do progresso das comunicações.

No entanto, não se pode afirmar que a regulação decorra de um processo exógeno e imposto às instituições financeiras e ao mercado. Tanto a regulamentação como a desregulamentação vêm como respostas endógenas às mudanças no sistema financeiro – em especial aos problemas percebidos no funcionamento desse sistema –, de modo a evitar que ele incorra numa crise financeira, o que afetará a atividade econômica de forma agregada, promovendo a instabilidade da economia.

Segundo Mishkin (1999), as crises financeiras ocorrem quando há uma ruptura no sistema financeiro, o que causa um aumento muito brusco dos problemas de seleção adversa e de risco moral. Esses problemas são caracterizados por queda repentina nos preços dos ativos e pela falência de muitas firmas, tanto financeiras quanto não financeiras, de modo que os mercados fiquem incapazes de canalizar de forma eficiente os recursos dos poupadores para as pessoas com oportunidade de investimento produtivo. Assim, em decorrência dessa incapacidade dos mercados financeiros funcionarem eficientemente, a atividade econômica se contrai abruptamente.

3.2.1 Custos de transação, risco moral e seleção adversa

Antes de analisarmos a importância da regulação e da supervisão bancária, assim como sua influência na reestruturação do sistema financeiro brasileiro pós-Plano Real, cabe-nos ressaltar a importância da intermediação financeira na resolução (pelo menos em parte) dos problemas que possam afetar a eficiência na transferência de fundos dos emprestadores para os tomadores. Os dois problemas básicos resolvidos pela intermediação financeira nessa relação entre tomadores e emprestadores são: o custo de transação e a informação assimétrica.

O **custo de transação** refere-se ao tempo e ao dinheiro gastos na realização de transações financeiras. As instituições de intermediação financeira podem ajudar pessoas que têm excesso de fundos para emprestar e aqueles que necessitam desses fundos para investir, haja vista que elas podem reduzir substancialmente os custos de transação, principalmente por tirarem vantagem

das economias de escala, reduzindo esses custos de acordo com a escala de transação. Além do mais, os baixos custos de transação de um intermediário financeiro podem proporcionar serviços de liquidez que facilitem a realização das transações de seus clientes.

Outra vantagem no processo de intermediação financeira para a economia consiste na redução da ineficiência de informações que tomadores e emprestadores têm sobre a outra parte para tomarem decisões precisas. Essa informação é chamada de **assimétrica** e é dividida em dois tipos: a seleção adversa e o risco moral.

- I) **Seleção adversa:** consiste no problema relativo à informação assimétrica *antes* da efetivação da transação. Segundo Mishkin (1999), a seleção adversa nos mercados financeiros ocorre quando os tomadores potenciais, que são os mais prováveis a produzir um resultado indesejável – os maus riscos de crédito – são aqueles que mais ativamente buscam empréstimos e, portanto, são os mais prováveis a serem selecionados.
- II) **Risco moral:** consiste no problema relativo à informação assimétrica *após* a efetiva transação. O risco moral no mercado financeiro é o risco de que o tomador do empréstimo se envolva em atividades indesejáveis (apostas em corridas de cavalos, por exemplo) sob a ótica do emprestador, pois diminui a probabilidade do pagamento do empréstimo.

Os grandes problemas criados pela seleção adversa e pelo risco moral aos mercados financeiros podem ser minimizados mediante a atuação desses intermediários, pois os poupadores podem fornecer fundos a esses mercados, através de empréstimos a um intermediário financeiro de sua confiança, que, por sua vez, efetuará novos empréstimos. Isso ocorre com maior segurança do que uma transação direta (emprestador-tomador), pois possui mecanismos para reduzir o problema de informação assimétrica.

Palavra do Professor



A compreensão dos conceitos de **informação assimétrica**, **risco moral** e **seleção adversa** é de grande importância para entender diversos motivos pelos quais os governos escolhem a forma de legislação bancária a ser utilizada.

3.2.2 Regulação e supervisão bancária

Entre os principais objetivos das instituições que compõem o setor bancário – assim como é nas firmas que compõem os demais setores da economia –, está a obtenção de lucros. E, muitas vezes, no intuito de atingir esse objetivo, essas instituições acabam correndo grandes riscos. Isso porque elas estão entrelaçadas, de modo que os problemas ocorridos em uma instituição geram incertezas quanto à situação das demais que formam o sistema. Além disso, dependendo da magnitude em que venha a alastrar-se essa incerteza, pode ocorrer uma crise financeira que vai muito além do limite desse sistema, atingindo a economia de modo geral, e tornando necessária a imposição de medidas que visem promover a estabilidade e a segurança nesse setor.

A legislação e a supervisão do sistema bancário são, portanto, medidas indispensáveis para que esse setor funcione perfeitamente e não fique vulnerável aos possíveis problemas que possam ocorrer tanto internamente, quanto nos demais setores que compõem a economia.

A regulação e a supervisão bancária são determinantes cruciais das diferenças entre as estruturas financeiras exibidas por países que se encontram em situações similares de desenvolvimento, mas que apresentam graus de risco diferentes no mercado financeiro internacional. Essas diferenças resultam na dificuldade de captar recursos no mercado externo para poder financiar o setor produtivo da economia e, muitas vezes, até no mercado interno, devido à ineficiência na regulação do Sistema Financeiro. Isto faz com que potenciais investidores sintam-se inseguros e desconfiem da solvência de determinada instituição ou até do sistema financeiro como um todo, podendo desencadear uma crise financeira na economia de um país.

Entretanto, a regulação requer um processo permanente de avaliação e ajustamento para que possa atender às constantes inovações decorrentes, principalmente, da globalização econômica, que aumentam a produtividade do sistema como um todo, dificultando a sua regulação. Numa abordagem moderna, a regulação do sistema financeiro visa corrigir as falhas da inserção do mercado financeiro da economia, bem como corrigir falhas na própria economia.

De acordo com Cândido Jr. e Matos Filho (2000), destacam-se como objetivos da regulamentação do sistema financeiro, a eficiência, a estabilidade e o aprimoramento das regras de mercado. E, para garantir que esses objetivos sejam cumpridos, é necessário que o governo adote instrumentos de controle direto e intervenções, dentre os quais destacam-se:

- I) **Controle macroeconômico**, através da imposição de um requerimento mínimo de reservas, do direcionamento do crédito, do estabelecimento de um teto para taxas de juros e por meio das restrições aos investimentos estrangeiros, visando limitar a expansão do crédito e manter a estabilidade de preços, quando o mercado não possui mecanismos autorreguladores e que promovam a competição;
- II) **Controle alocativo**, via programas de crédito seletivo e recolhimentos compulsórios, visando alocar recursos financeiros às atividades prioritárias para compensar as tendências que as instituições financeiras, principalmente os bancos comerciais, têm em financiar atividades de baixo risco e retornos rápidos;
- III) **Controle estrutural**, através da restrição de entradas e saídas, bem como do limite de atuação das instituições financeiras, com o intuito de controlar o sistema financeiro;
- IV) **Controle prudencial**, através da imposição de limites à alavancagem, de requerimentos mínimos de capital e relatórios periódicos, para, assim, reduzir o risco sistêmico (risco de falhas em cadeia);
- V) **Controle organizacional**, via regras de mercado aberto e a abertura de informações ao público, assegurando a integridade dos mercados financeiros e a troca de informações;
- VI) **Controle de proteção**, por meio da criação de seguros depósitos, para garantir a proteção aos usuários de sistema, especialmente os consumidores e os investidores não profissionais.

Portanto, considerando a importância dos bancos para o desenvolvimento sustentado da economia, a relevância da regulação e da supervisão bancária destaca-se como crucial para a promoção da eficiência no sistema financeiro, evitando a ocorrência de potenciais crises financeiras.

3.2.3 Estudo de caso: reestruturação do Sistema Financeiro Brasileiro pós-Plano Real

O desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, nos últimos trinta anos, esteve profundamente relacionado ao processo inflacionário. Nesse período, as reformas institucionais sempre estiveram ligadas ao combate à inflação. As leis 4.595/64 e 4.728/65, que tratavam da reforma financeira e da regulação do mercado de capitais respectivamente, não tiveram os efeitos desejados.

A prática demonstrou que o sistema financeiro surgido da reforma era menos segmentado do que desejavam os seus formuladores, haja vista que as instituições atuavam, simultaneamente, em distintos segmentos de mercado, por meio de um sistema integrado de serviços bancários. Isso gerou um problema para as instituições financeiras, pois aquelas que atuavam em mais de um segmento do mercado, estavam obrigadas a portarem diferentes montantes de capital.

Essa ineficiência foi parcialmente corrigida pela Resolução 524/88, do CNM, que criou os bancos múltiplos e racionalizou o sistema por meio da redução dos custos operacionais. Porém, essa resolução veio somente amenizar os problemas existentes, mas não eliminá-los, pois se verificou que devido à sua magnitude e diversificação, os bancos múltiplos usufruíram dos períodos de alta inflação, auferindo ganhos elevados decorrentes de receitas inflacionárias (*float*), através da criação de um elevado número de agências para captação de depósitos e operações com custos elevados. Os ganhos decorrentes do *float* foram propiciados pela perda do valor dos depósitos à vista e pela insuficiência na correção dos depósitos bancários, correção esta que ficava abaixo da inflação.

Adiciona-se a isso, o fato de que a longa convivência com a inflação possibilitou às instituições financeiras ganhos proporcionados pelos passivos não remunerados – como os depósitos à vista e os recursos em trânsito –, compensando ineficiências administrativas e perdas decorrentes da concessão de créditos que se revelaram, ao longo do tempo, de difícil liquidação. As instituições bancárias brasileiras, de modo geral, perderam a capacidade de avaliar corretamente os riscos e analisar a rentabilidade dos investimentos, bastando para auferir grandes lucros, especializar-se na captação de recursos de terceiros e apropriar-se dos ganhos inflacionários. Isto porque, em um regime de alta inflação, o sistema contratual se altera profundamente e a preferência dos agentes por flexibilidade passa a se expressar no estabelecimento de contratos indexados de curto prazo e na demanda por quase-moedas e pela modificação do comportamento dos bancos de forma significativa.

Nesse contexto, as atividades tradicionais bancárias perdem importância relativa, ao mesmo tempo em que crescem as operações financeiras de caráter eminentemente especulativo. Os bancos podem alcançar alta lucratividade em seus negócios, sobretudo na arbitragem inflacionária do dinheiro. Em contrapartida, sua função reduz-se à administração da liquidez na economia, especializando-se na provisão de ativos domésticos ou dolarizados, aceitos pelo público como substitutos da moeda, mas ao custo do abandono de suas funções básicas de intermediadores de recursos e criadores de crédito ampliado na economia (PAULA, 1997).

De acordo com dados do IBGE, nos anos 1990 a receita inflacionária sofreu um aumento, chegando a atingir 4,2% do PIB em 1993, e reduzindo-se para 2% em 1994, conforme podemos ver na Tabela 3.1.

Tabela 3.1 – Receita inflacionária (%).

ANOS	RECEITA INFLACIONÁRIA/PIB	RECEITA INFLACIONÁRIA/VALOR DA PRODUÇÃO
1990	4,0	35,7
1991	3,9	41,3
1992	4,0	41,9
1993	4,2	35,3
1994	2,0	20,4

Fonte: Almeida Jr; Barros (1997, p. 6).

A importância do valor auferido pelos bancos em decorrência dos ganhos com a receita inflacionária era de tal magnitude, que chegou a atingir em torno de 42% do valor da produção bancária em 1992, caindo para 20,4% em 1994, o que representava uma perda de receita em torno de 51%.

A partir da implementação do Plano de Estabilização Econômica – Plano Real – essa perda de receita criou uma incompatibilidade entre o quadro macroeconômico vigente e a dimensão e a ineficiência do sistema bancário, já que grande parte dos seus ganhos (de aproximadamente 35% em 1993) decorria da inflação alta e dos desequilíbrios macroeconômicos.

Cálculos do IBGE/ANDIMA indicaram, também, uma queda expressiva da participação do setor financeiro no PIB após a implementação do Plano Real, passando de 15,61% em 1993, para 4,70% em 1996, conforme podemos verificar na Tabela 3.2.

Vale destacar que, a partir de 1997, o IBGE deixou de calcular a participação do sistema financeiro no PIB.

Tabela 3.2 – Participação do setor financeiro no PIB (%).

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
12,78	10,53	12,13	15,61	12,37	6,94	4,70

Obs.: os dados não incluem seguradoras, bolsas de valores e o Banco Central.

Fonte: IBGE/ANDIMA/FEBRABAN (2000).

Sem poder contar com os benefícios oriundos dos ganhos inflacionários, o sistema bancário teria que passar por um processo de reestruturação, no sentido de reorientar e redimensionar as formas de financiamento de suas atividades. O número elevado de agências que viabilizavam essa transferência já não era mais viável, sendo necessário que se efetuasse o fechamento de algumas delas,

principalmente as pequenas, já que não auferiam ganhos com o processo de intermediação (a diferença entre os juros recebidos e pagos) e com os serviços.

No entanto, esse ajuste não se concretizou. O sistema bancário, antes de promover as modificações no processo operacional e o fechamento das agências, procurou compensar essa perda de receita através da expansão do crédito, viabilizada pelo crescimento econômico no primeiro ano do plano de estabilização, o que provocou uma redução nos custos de retenção da moeda e propiciou um crescimento nos depósitos bancários. Porém, o crescimento do crédito ocorreu de forma descuidada, pois os bancos que estavam trabalhando com elevados volumes de reservas, propiciados pelo aumento dos depósitos, necessitavam emprestar esse excesso de recursos. Entretanto, o fizeram de maneira descuidada, diminuindo a preocupação com o risco de informação assimétrica, e fornecendo empréstimos de liquidação duvidosa.

A partir do segundo trimestre de 1995, em decorrência de uma política monetária restritiva à [crise mexicana](#), a diminuição do ritmo de crescimento e o aumento da taxa de juros doméstica elevaram substancialmente os créditos em atraso e em liquidação, tornando-se inevitável proceder o ajuste nos bancos. Isso ocorreu, principalmente, após a liquidação do Banco Econômico, em agosto de 1995, o que desencadeou um clima de apreensão sobre a solvência dos bancos privados no país. Essa desconfiança ficou mais evidenciada pela saúde das instituições de pequeno e médio portes, que detêm menor concentração de liquidez. Diante da situação existente, as autoridades monetárias impuseram regimes especiais visando promover a solvência de algumas instituições financeiras e, assim, estabilizar o sistema financeiro como um todo.

Em 1994, o México enfrentou uma crise econômica, no início do governo do presidente Ernesto Zedillo, que repercutiu mundialmente. A crise foi provocada pela falta de reservas internacionais, o que causou a desvalorização da moeda nacional.

Em termos gerais, as mudanças ocorridas no sistema financeiro podem ser divididas em **três fases** que se superpõem parcialmente.

- A **primeira** – que vai do início do Plano Real até meados de 1996 – foi caracterizada pela fusão e pela transferência do controle acionário de várias instituições bancárias, em conjunto com as modificações na legislação e na supervisão bancária, juntamente com a implementação do Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer).
- A **segunda** – iniciada em meados de 1996 – caracterizou-se pela entrada de bancos estrangeiros e pelo início dos ajustes do sistema financeiro público.
- A **terceira** e última etapa do processo de reestruturação do Sistema Financeiro Brasileiro, por sua vez, foi caracterizada, principalmente, pelas reformas no modelo operacional utilizado pelos bancos brasileiros

antes do Plano Real. A receita inflacionária foi sendo substituída tanto pelo crescimento da receita proveniente da intermediação financeira (diferença entre os juros recebidos e pagos), quanto pela receita de serviços via cobrança de tarifas.

O programa de ajuste dos bancos privados

Diante desse quadro, e da possibilidade de agravamento que poderia influenciar negativamente a economia, o governo estabeleceu um conjunto de medidas voltadas à reestruturação e ao fortalecimento do sistema financeiro.

Uma das principais medidas foi a Resolução 2.099/94. Editada logo no início do plano, essa resolução, também conhecida como “Acordo da Basileia”, estabeleceu o limite mínimo de capital para constituição de um banco e limites adicionais de acordo com o grau de risco da estrutura dos ativos bancários.

Segundo Mishkin (1999), o Acordo da Basileia, de junho de 1988, consiste num acordo para padronizar as exigências de capital bancário em nível internacional. Seus principais objetivos eram: promover a estabilidade financeira coordenando definições fiscalizadoras de capital, análises de risco e padrões para adequação de capital através de países e, ligar sistematicamente as exigências de capital de um banco ao risco de suas atividades, incluindo várias formas não registráveis no balanço patrimonial de exposição ao risco. Essa nomenclatura foi reutilizada no Brasil, através da Resolução 2.099/94.

Outra medida fundamental, a Resolução 2.208/95, instituiu o Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) com o propósito de assegurar a liquidez e a solvência do sistema. O Proer contemplou uma linha especial de assistência financeira com o objetivo de financiar reorganizações administrativas, operacionais e societárias das organizações que resultassem na transferência de controle ou na modificação do objeto social para finalidades não privativas de instituições financeiras. Além disso, as instituições participantes desse programa podiam diferir do atendimento dos limites operacionais referentes ao Acordo da Basileia. Os recursos foram provenientes dos depósitos compulsórios recolhidos pelas próprias instituições integrantes do sistema financeiro, não comprometendo o orçamento fiscal.

Outras duas medidas fundamentais foram as resoluções 2.211/95 e 2.399/97. Com a primeira, o Bacen aprovou o estatuto e regulamentou o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), que estabelece uma garantia de até R\$ 20 mil para o total de créditos de cada pessoa contra todas as instituições do mesmo conglomerado financeiro. Isso ocorre nos casos de intervenção, liquidação

extrajudicial, falência insolvente reconhecida pelo Banco Central, desde que comprovada que essa insolvente tenha sido após o Plano Real. Essa garantia incide sobre os depósitos à vista e a prazo, sobre a poupança, e sobre as letras de câmbio, imobiliárias e hipotecárias. Se os depositantes obtiverem uma segurança nos depósitos, evitarão corridas aos bancos e a criação de pânico bancários, pois estes terão seus depósitos segurados até o limite especificado, amenizando, ou até evitando, o risco moral e a seleção adversa. Através da segunda, o Bacen elevou a exigência de capital mínimo a valores acima do estabelecido pelo “Acordo da Basileia”, passando de 8% para 10% dos ativos ponderados, o que reduziu de 12,5 para 10 vezes o patrimônio líquido, ou seja, o montante de empréstimos que as instituições financeiras poderiam conceder.

O Programa de ajuste dos bancos públicos

Se os bancos privados enfrentaram problemas com a implementação do Plano Real (devido à perda das receitas inflacionárias), as perdas enfrentadas pelos bancos públicos, mais ineficientes que os privados, foram ainda maiores. Conforme vimos anteriormente, antes da introdução do Plano Real, a receita com o *float* atingiu um montante equivalente a 4% do PIB.

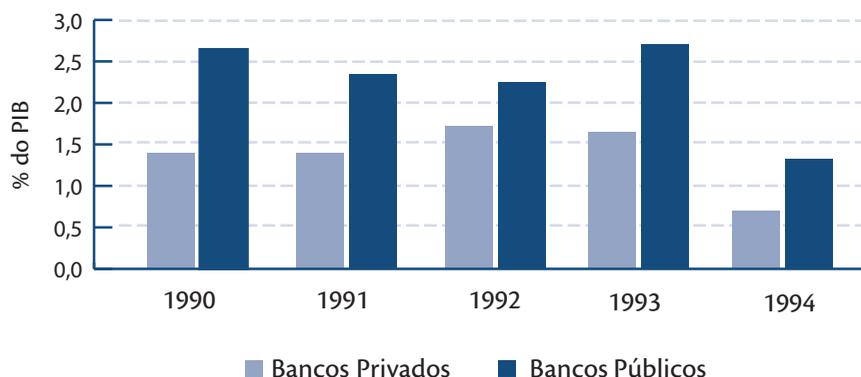


Gráfico 3.1 – Receita inflacionária dos bancos privados e públicos (% do PIB).

Fonte: Almeida Jr; Barros (1997, p. 3-6).

Conforme nos mostra o Gráfico 3.1, há redução dos índices de inflação constatada a partir da introdução do plano de estabilização. Esta redução foi muito superior àquela submetida aos bancos privados. Levando em consideração que os bancos públicos apresentavam maiores vulnerabilidades e eram menos suscetíveis às mudanças operacionais, a perda das receitas inflacionárias agravou de forma substancial o já fraco desempenho apresentado por eles antes do Plano Real.

Além disso, podemos destacar o programa de incentivo à redução do setor público estadual. Desde o final da década de 1980, debatia-se a necessidade de existência dos bancos estaduais. A partir dos problemas decorrentes do Plano Real, a conveniência da possível privatização se intensificou. Isto porque, os governos estaduais repassavam suas dívidas aos bancos estaduais, deixando estes com problemas de liquidez. Isso fez com que houvesse a necessidade de socorro pelo Banco Central, mediante empréstimos de redesconto ou empréstimos de liquidez, por via indireta, através da injeção de liquidez no mercado via emissão de moeda, o que dificultava a condução de política monetária e a estabilização da economia.

Por isso, com o intuito de promover o ajustamento dos bancos estaduais, em agosto de 1996, o governo editou a Medida Provisória 1.514 e criou o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária - Proes, um programa destinado a sanear o sistema financeiro público estadual. De acordo com o Proes, a ajuda federal viria acompanhada de uma gestão mais eficiente dos recursos administrados pelos bancos.

Em julho de 1998, devido à inviabilidade econômica da maioria dos bancos estaduais, o governo editou a Medida Provisória 1.702-26, que estabeleceu que a única opção para os estados, quando da concessão do financiamento necessário aos ajustes patrimoniais, seria a passagem do controle das instituições ao governo federal, que, por sua vez, deveria privatizá-las ou extingui-las.

A partir dessas e de outras medidas adotadas pelo Bacen para reestruturar o Sistema Financeiro Brasileiro, houve uma significativa redução no número de instituições bancárias, passando de 273 em 1994 para 214 em dezembro de 1999. Os principais “personagens” dessa queda no número de instituições bancárias foram os bancos públicos estaduais – que passaram de 34 em 1994 para 11 em 1999 – e os bancos privados – que registraram uma queda em torno de 30%, passando de 147 para 96 nesse mesmo período. Em compensação, houve um aumento significativo no número de bancos com controle estrangeiro, que passou de 19 para 52. Esse aumento ocorreu através dos processos de fusão e incorporação dos bancos privados nacionais. No que tange aos bancos públicos estaduais, a maioria sofreu um processo de federalização, de liquidação ou de transformação em bancos de investimentos.

Tabela 3.3 – Número de instituições bancárias.

TIPOS DE INSTITUIÇÕES	DEZ/88	JUN/94	DEZ/99
BANCOS PÚBLICOS FEDERAIS	6	6	6
BANCOS PÚBLICOS ESTADUAIS	37	34	11
BANCOS PRIVADOS NACIONAIS	44	147	96
FILIAIS DE BANCOS ESTRANGEIROS	18	19	12
BANCOS COM CONTROLE ESTRANGEIRO	7	19	52
BANCOS COM PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIRA	5	31	15
BANCOS DE INVESTIMENTO	49	17	22
TOTAL DE INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS	166	273	214

Fonte: Pulga (1999, p. 25).

3.3 MERCADOS FINANCEIROS, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CRISES FINANCEIRAS

As últimas décadas foram marcadas pela intensificação das transações econômicas internacionais, o que se evidencia pelo intenso processo de liberalização nos mercados financeiros, que permitiu um aumento no fluxo de capitais em escala global. Alguns países da América Latina, bem como do sudeste da Ásia, se utilizaram, no início dos anos noventa, da relativa estabilidade no fluxo desses capitais, e voltaram a ter um papel importante na alocação de *portfólio* global.

Após um período de euforia na captação de recursos externos, que permitiu assegurar uma relativa estabilidade nos níveis de preços, combinada com um rápido crescimento da atividade econômica, os países latino-americanos e do sudeste asiático foram surpreendidos por uma reversão nessa tendência. Isto ocorreu ao deflagrar-se o ataque especulativo contra a moeda mexicana (1994), da Tailândia, Coreia, Indonésia e Malásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e a Argentina (2001). Diante das proporções tomadas e dos danos provocados pela crise, ganhou destaque na explicação das crises financeiras a teoria que considera a assimetria de informação como elemento crucial para determinação da fragilização financeira e da consequente crise gerada por ela.

3.3.1 Assimetria de informação no sistema financeiro

No caso de contratos financeiros, a assimetria de informação nasce do fato de o credor (*lender*) não possuir suficiente informação nem controle sobre a alocação dos fundos por parte do devedor (*borrower*). Ao contrário de outros mercados, em que as relações comerciais se liquidam no ato da transação, no mercado financeiro um devedor empresta dinheiro no presente em troca de uma promessa futura de pagamento, a partir dos futuros lucros que o investimento venha a gerar. Sem conhecimento preciso sobre a honestidade do devedor, o credor se vê obrigado a julgar o valor da promessa.

Dessa forma, um devedor oportunista tem incentivos para ocultar informações relativas à natureza de seus projetos, para aplicar fundos em um destino diferente do contratado, ou para declarar lucros fictícios a fim de ludibriar o reembolso dos recursos e melhorar seus lucros à custa do credor (BEBCZUCK, 2000). Portanto, um tomador de empréstimos tem melhores informações que o credor sobre o potencial de retorno e o risco envolvido no investimento. Assim, como vimos na Unidade 2, a presença de assimetria de informação acaba criando dois problemas clássicos no sistema financeiro: a seleção adversa e o risco moral (*moral hazard*).

Sob **seleção adversa**, os agentes que correm elevados riscos são provavelmente aqueles que pretendem tomar empréstimos mesmo com a possibilidade de *default*. Considerando que a seleção adversa torna evidente que os empréstimos podem ser direcionados para investimentos mais arriscados, os credores podem decidir não fazer nenhum empréstimo, nem mesmo para os investimentos com baixo risco no mercado. Esse resultado é uma característica do clássico “problema dos limões”, que é um exemplo relativo ao mercado de automóveis, primeiramente desenvolvido por Akerlof (1970).

De acordo com Stiglitz & Weiss (1981), o problema dos limões ocorre nos mercados de dívida e de ações quando os credores têm problemas para determinar se um empréstimo é considerado menos arriscado (têm boas oportunidades de investimento com baixo risco) ou, alternativamente, se é arriscado (têm projeto de investimento com alto risco). Quando os credores não conseguem distinguir entre os tomadores de crédito de boa e má qualidade (limões), eles somente farão empréstimos a uma taxa de juros que reflita a qualidade média de bons e maus tomadores. Assim, os tomadores de alta qualidade pagarão uma taxa de juros mais alta do que estariam dispostos, enquanto os tomadores de baixa qualidade acabam pagando uma taxa de juros abaixo daquela que estariam dispostos a pagar.

O resultado é que alguns tomadores de crédito de boa qualidade, não estando dispostos a pagar elevadas taxas de juros, acabam saindo do mercado, enquanto os tomadores de empréstimos de má qualidade são levados a tomar empréstimos. Dessa forma, projetos de investimentos lucrativos que poderiam ser empreendidos, são substituídos por projetos de investimentos de alto risco, que acabam predominando nas carteiras de ativos das instituições financeiras.

O **risco moral**, por sua vez, pode criar um conflito de interesses entre tomadores e credores, o problema de agência, fazendo com que fornecedores de crédito decidam não realizar empréstimos. Dessa forma, tanto os créditos como os investimentos serão alocados em um nível subótimo (MISHKIN, 1992).

Verifica-se, assim, que a presença de informação assimétrica no mercado financeiro pode levar a problemas de seleção adversa e de risco moral, e, conseqüentemente, ao rompimento do seu mecanismo de operação, conduzindo a uma crise financeira e a uma redução da atividade econômica agregada. Por isso, a informação assimétrica pode ser aplicada para entender a estrutura do sistema financeiro e a racionalidade para a regulação e a supervisão bancária e, também, para desenvolver uma teoria para as crises financeira e bancária, conforme destacam os trabalhos de Bernanke (1983), Calomiris e Gorton (1991), Mishkin (1992; 1996), Calvo e Mendoza (1999), Krugman (1998), Corsetti, Pessenti e Roubini (1998).

3.3.2 Assimetria de informação e crises financeiras

A crise financeira interferirá na atividade econômica quando deslocar a economia de um equilíbrio com elevados níveis de produto – no qual o mercado financeiro opera eficientemente –, para um equilíbrio em que o produto declina significativamente.

Conforme Mishkin (1992; 1996; 2000; 2001), uma crise financeira ocorre quando há uma ruptura não linear no mercado financeiro, no qual se elevam os problemas referentes à seleção adversa e ao risco moral, resultantes da incapacidade dos mercados financeiros em funcionar eficientemente, o que leva a uma contração da atividade econômica.

Mishkin (1992) aponta **cinco fatores** que podem levar a uma piora nos problemas de seleção adversa e de risco moral no mercado financeiro, tornando-os responsáveis diretos pela ocorrência de uma possível crise financeira: o aumento na taxa de juros; a queda no mercado de ações; o aumento da incerteza; o pânico bancário; e a queda não antecipada no nível geral de preços.

Aumento nas taxas de juros

Se as taxas de juros do mercado estão elevadas por causa da crescente demanda por crédito, ou por causa de uma queda na oferta de moeda, é pouco provável que tomadores de crédito que possuam baixo risco queiram tomar empréstimos. O aumento na taxa de juros incentiva as empresas que se apresentam financeiramente saudáveis e com projetos mais seguros a abandonarem o financiamento por captação externa, preferindo investir com capitais próprios ou adiar seus investimentos.

Por outro lado, haverá uma maior demanda de créditos por parte daqueles que possuem um risco de crédito elevado, com projetos de investimentos de alto risco, diminuindo, assim, a qualidade dos projetos de investimentos no sistema financeiro, o que resulta em um agravamento do problema de seleção adversa. Considerando que os maus pagadores sejam os mais prováveis tomadores de empréstimos, os credores desejaram reduzir a oferta de crédito, resultando em um declínio no volume de empréstimos, o que levará a uma queda no nível de investimentos e na atividade econômica.

Queda no mercado de ações

Um mecanismo que ajuda o mercado financeiro a resolver problemas de assimetria de informação é o uso de garantias (*collateral*), que reduzem as consequências da seleção adversa e do risco moral porque as perdas dos credores serão menores no caso de um *default*. Nesse caso, o patrimônio líquido das empresas pode desempenhar o papel de garantia, desde que a firma apresente valor líquido elevado. Conforme Bernanke e Gertler (1989), quando uma firma que procura crédito apresenta um elevado patrimônio líquido, as consequências da seleção adversa e do risco moral serão menos importantes, e os credores estarão mais dispostos a realizar empréstimos.

Aumento na incerteza

O insumo básico do mercado financeiro é a informação (STIGLITZ, 1993). No entanto, as informações necessárias para se conceder um empréstimo ou comprar ações são insuficientes ou incompletas. Além disso, os diversos agentes podem ter acesso a diferentes tipos de informação que, às vezes, são complementares ou contraditórias, gerando incertezas sobre a eficácia na alocação de recursos provenientes do setor financeiro. A elevação da incerteza sobre a capacidade de solvência do sistema financeiro, em decorrência da falência ou de problemas enfrentados por instituições, sejam elas financeiras ou não, de uma recessão, ou de uma queda no mercado acionário, dificulta a seleção dos riscos de créditos bons ou ruins.

Nos acordos de empréstimos, *collateral* é a garantia de um devedor a um credor, para assegurar o reembolso do empréstimo. Esta garantia serve como proteção ao credor contra a inadimplência do mutuário.

Em finanças, diz-se que ocorre *default* quando um devedor não cumpre com suas obrigações legais de acordo com o contrato da dívida (quando deixa de fazer um pagamento programado ou viola o pacto de empréstimo, por exemplo).

Pânico bancário

Em uma situação de pânico, os depositantes temem a segurança de seus depósitos e passam a retirá-los do sistema bancário, causando uma contração nos empréstimos e múltipla contração nos depósitos, o que pode levar os bancos à falência. A assimetria de informação é determinante para esse processo, porque a fuga de depósitos acomete tanto os bancos solventes como os insolventes, na medida em que os depositantes não consigam fazer distinção entre ambos.

Dessa forma, na tentativa de se autoprotegerem de possíveis fugas de depósitos, os bancos são levados a aumentar suas reservas, contribuindo para a contração nos níveis de empréstimos e nos depósitos, bem como ampliando a escala de falências bancárias. Um pânico bancário também pode acarretar um aumento na taxa de juros ao promover redução na liquidez.

Queda não antecipada no nível de preços

Uma redução não antecipada no nível de preços contribui para uma conseqüente redução no valor líquido das firmas, devido ao fato de o pagamento das dívidas ser contratualmente fixado em termos nominais. Por isso, uma queda não antecipada no nível de preços aumenta o valor das obrigações em termos reais, mas não aumenta o valor real dos ativos das firmas concomitantemente. Então, como resultado, tem-se uma redução, em termos reais, do valor líquido das empresas.

3.4 O PAPEL DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NAS CRISES FINANCEIRAS

Com a incapacidade dos modelos tradicionais (modelos de primeira e segunda geração) em captar a natureza das recentes crises, surge uma terceira geração de modelos – também conhecidos como modelos de crise financeira –, desenvolvida ao longo da década de 1990.

Esses modelos consideram a crescente e desordenada liberalização dos mercados financeiros como responsáveis pela expansão dos empréstimos, que conduziram à fragilização do sistema financeiro e, conseqüentemente, aos ataques especulativos contra as moedas dos países emergentes. A deterioração do setor bancário é considerada como principal fundamento da crise financeira. Da mesma forma, os danos provocados pelas desvalorizações cambiais, pelas altas taxas de juros e pela desvalorização dos ativos são considerados como o principal determinante das contrações econômicas. Essa interpretação tem sido a mais próxima das evidências verificadas em algumas economias atingidas pela crise.

Mishkin (1996), por exemplo, de acordo com a interpretação da assimetria de informações para as crises financeiras, demonstra que houve certa regularidade na sequência e no padrão dos dados nos episódios de crises que ocorreram nos Estados Unidos. Antes da ocorrência de um pânico bancário, a maioria das crises financeiras inicia com um aumento na taxa de juros, um *crash* no mercado de ações e um significativo aumento no *spread* das taxas de juros. Além disso, o pânico é precedido pela falência de grandes empresas financeiras e pelo início de uma grande recessão, o que aumenta a incerteza no mercado. O aumento da incerteza e das taxas de juros, por sua vez, amplifica os problemas de seleção adversa no mercado de crédito, enquanto o declínio no mercado de ações aumenta tanto o problema da seleção adversa como o risco moral, que conduzem a uma queda no nível de investimento e na atividade econômica. Após esses problemas apresentarem-se superdimensionados, o mercado financeiro é acometido por um pânico bancário.

Uma vez que o pânico bancário se manifesta, a perda de liquidez causa um aumento ainda maior nas taxas de juros, uma queda no mercado de ações e um aprofundamento nos problemas de seleção adversa e risco moral. Esta sequência de eventos é semelhante entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, bem como é consistente com a abordagem da assimetria de informação, embora os países em desenvolvimento guardem algumas especificidades (HAUSMANN; GAVIN, 1995; KAMINSKY; REINHARDT, 1998).

Análises sobre as crises sofridas recentemente por países emergentes enfatizam os fundamentos, particularmente microeconômicos, advindos de problemas no setor financeiro (CORSETTI; PESSENTI; ROUBINI, 1998; GOLDSTEIN, 1998; KRUGMAN, 1998; e MISHKIN, 1999). Em termos gerais, o foco dos estudos reside na maneira pela qual os balanços dos bancos podem estar comprometidos em obrigações denominadas em moeda externa sem um *hedge* efetivo, o que pode acarretar consequências adversas para a economia real. A maior parte das crises financeiras nos países emergentes teve como fator-chave os problemas de assimetria de informação, mais especificamente, a deterioração do balanço patrimonial do setor financeiro. Conforme examinado por Kaminsky e Reinhart (1998), as crises financeiras recentes na Ásia e na América Latina apresentam combinações de fatores macro e microeconômicos.

Conforme o que foi documentado em Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), Goldstein (1998) e World Bank (1998), com a liberalização nos mercados financeiros, desapareceram as restrições sobre tetos nas taxas de juros e nos tipos de empréstimo. Assim, a liberalização financeira passou a ser a grande

Você saberá quais são estas especificidades, em seguida, na Seção 3.6.

Em finanças, *hedge* refere-se à posição estabelecida num determinado mercado numa tentativa de compensar a exposição a flutuações de preços em uma posição oposta, em outro mercado, com o objetivo de minimizar a exposição a um risco indesejável.

responsável pela expansão dos empréstimos, cuja taxa de crescimento superou significativamente as taxas de crescimento da produção. Nesse contexto, após a abertura no ambiente competitivo, os bancos tendem a revelar deficiências concorrenciais perante os novos ingressantes e as inovações financeiras apresentadas por eles. Falta a esses bancos, no novo quadro, uma estrutura patrimonial, inclusive do “capital informacional” (STIGLITZ, 1993), adequada ao novo ambiente. De acordo com Diaz-Alejandro (1985), o resultado da liberalização, em tais condições, pode ser a acentuação da instabilidade bancária e financeira das economias em desenvolvimento.

Um problema correlato diz respeito ao “aprofundamento financeiro” precoce e sem solidez, que apresentam algumas economias emergentes. Em geral, índices crescentes de valor dos agregados monetários mais amplos em relação ao PIB são vistos como um dos traços característicos da maturidade financeira que acompanha os estágios avançados de desenvolvimento econômico. Porém, não tem ocorrido necessariamente assim nos casos das economias emergentes. Já no caso de economias avançadas, há uma presença reduzida de mecanismos desenvolvidos de *funding* de longo prazo para os bancos, no lado dos passivos, bem como de securitização no lado dos ativos, o que permitiria maior liquidez e transferência de riscos. No caso da liquidez da carteira de ativos bancários, esta acaba sendo administrada com predileção por empréstimos de curto prazo, por títulos da dívida pública ou por aplicações em ativos especulativos (inclusive imobiliários, quando há liquidez em seus mercados secundários). Portanto, dadas essas circunstâncias e a provável ocorrência de uma expansão na concessão de créditos, o problema reside não no fato de os empréstimos se expandirem, mas no modo como o fazem, a saber, de forma bastante rápida, o que resulta em uma excessiva exposição ao risco.

Funding significa angariar recursos, normalmente em forma de dinheiro (financiamento), para empresas ou quaisquer outras instituições públicas ou privadas.

Um exemplo desse processo de risco crescente com expansão de créditos é destacado por Soros (1998), ao analisar os países asiáticos. Segundo o autor, esses países mantinham um mecanismo informal, que atrelava suas moedas ao dólar dos Estados Unidos. A aparente estabilidade da âncora cambial estimulou os bancos e empresas da região a tomarem empréstimos na moeda americana para converter os dólares em moedas locais, sem *hedge*. Em seguida, os mesmos bancos se alavancaram concedendo empréstimos ou realizando investimentos em projetos locais, sobretudo imobiliários. Era uma alternativa de ganho sem risco, desde que mantida a âncora cambial.

3.5 ARRANJOS CAMBIAIS E O PAPEL DAS INSTITUIÇÕES

A razão pela qual alguns países em desenvolvimento escolhem fixar suas moedas a uma outra moeda estável, como o dólar, está no fato de que este se constitui como uma âncora para garantir a estabilidade de preços. No entanto, a análise da assimetria de informação, de acordo com Mishkin (1996), ilustra o quão perigoso o regime de taxas de câmbio fixas pode ser para um país em desenvolvimento, caso este apresente um sistema financeiro frágil, uma curta duração nos contratos de dívida e um substancial montante de dívidas denominadas em moeda estrangeira.

Complementarmente, uma nova teoria, acerca dos arranjos cambiais e o papel das instituições domésticas na incidência de crises financeiras, tem destacado que as características institucionais podem predispor o país em favor de um determinado arranjo institucional. E, a partir daí, voltar à questão de se a escolha de taxas fixas ou flutuantes pode ou não favorecer o desenvolvimento de certas características institucionais desejáveis.

A fragilidade fiscal e financeira deixa a economia altamente vulnerável a altas inflações e crises monetárias. Uma lição da aritmética monetarista, discutida em Sargent e Wallace (1981), além da recente literatura acerca das teorias fiscais sobre o nível de preços, enfatiza que uma política fiscal irresponsável pressiona as autoridades monetárias a promoverem a monetização das dívidas. Isso produz um rápido crescimento monetário, alta inflação e pressiona para a desvalorização na taxa de câmbio. Similarmente, frágeis regulação e supervisão do sistema financeiro podem resultar em grandes perdas nos balanços dos bancos, impossibilitando a elevação das taxas de juros por parte das autoridades monetárias para controlar a inflação e a taxa de câmbio, pois poderia conduzir ao colapso do sistema financeiro. Dessa forma, em economias cujo governo incorre em grandes déficits fiscais, nas quais os bancos são fracamente regulados e o banco central pode expandir a oferta monetária sem restrição, o valor real da moeda não pode ser tomado como garantia, de forma que o regime cambial adotado pouco influiria na resolução dos problemas inerentes às instituições domésticas.

Outra consideração importante diz respeito à vulnerabilidade a grandes variações negativas no influxo de capital, que, frequentemente, tem um componente não antecipado e contribui para a incidência de crises financeiras e monetárias. Calvo e Reinhart (2000) argumentam que esse fenômeno é frequente em países

emergentes, assim como grandes desvalorizações da moeda doméstica provavelmente estão associadas à fragilidade das instituições fiscais e financeiras.

Folkerts-Landau et al. (1995) argumentam que, por conta do aumento no fluxo de capital estrangeiro, os mercados dos países emergentes da Ásia experimentaram um significativo aumento em seu setor bancário. Novamente, como resultado da excessiva expansão de crédito, com elevado grau de risco, tem-se a ocorrência de enormes prejuízos nos empréstimos, com subsequente deterioração nas estruturas dos balanços das instituições financeiras. Essa deterioração dos demonstrativos contábeis das instituições financeiras representou o fundamento básico que conduziu os países emergentes às crises financeiras, sobretudo os países do sudeste da Ásia (MISHKIN, 1999).

É notório que, num ambiente caracterizado por fragilidade no sistema financeiro, os agentes passem a duvidar da capacidade do banco central em intervir no mercado através da elevação da taxa de juros para manter a taxa de câmbio fixa. Ainda mais, se considerarem que qualquer aumento nas taxas de juros tem o efeito adicional de enfraquecer o sistema bancário, ao contribuir para a deterioração dos demonstrativos contábeis. Esse efeito negativo pode ocorrer devido aos diversos vencimentos dos empréstimos não honrados e da exposição dos bancos ao crescente risco de crédito enquanto a economia se deteriora.

Além disso, na medida em que os investidores estiverem cientes da fraqueza do sistema bancário, e passarem a acreditar que se torna cada vez menos provável que o banco central tenha sucesso em defender a moeda doméstica e esperar lucro com a venda da moeda estrangeira, provavelmente ocorrerá um ataque especulativo bem-sucedido. Sob essa concepção, a deterioração do setor bancário é o principal fundamento que leva à crise monetária, pois a deterioração dos demonstrativos contábeis estimula a ocorrência de ataques especulativos, dificultando a ação dos Bancos Centrais em defender as moedas nacionais. Portanto, a passagem da crise financeira para um contexto de crise monetária está vinculada à ligação entre os setores interno e externo da economia, via taxa de câmbio.

3.6 ESTUDO DE CASO: EVIDÊNCIA EMPÍRICA DE CRISES FINANCEIRAS NOS PAÍSES EMERGENTES

As crises que serão analisadas nesta seção apanharam os observadores de surpresa, pois os fundamentos macroeconômicos, conforme descritos nos modelos de primeira e segunda gerações, nos quais baseavam suas análises, mostraram-se saudáveis. Os desequilíbrios macroeconômicos convencionais foram de limitada importância nessas crises. O *déficit* fiscal, gerador da expansão monetária no modelo de Krugman (1979), não foi, em geral, verificado para os países do sudeste asiático, os quais foram mais duramente atingidos pela crise. A situação mais comum para essas economias é a verificação de *superávits*.

Vale lembrar que os modelos de “primeira geração” ou “modelos canônicos”, representados pelos trabalhos de Krugman (1979) e de Flood e Marion (1998), fundamentam-se na hipótese da eficiência na operação dos mercados financeiros e consideram a crise cambial como consequência de problemas na gestão de políticas macroeconômicas. Os elementos vitais para a explicação do ataque especulativo encontram-se na expansão monetária, vinculada à monetização de déficits fiscais. Os modelos de “segunda geração” também se utilizam da hipótese de mercados financeiros eficientes, e consideram a crise cambial como fruto de problemas na gestão das políticas macroeconômicas, com a distinção de que o governo tem a possibilidade de escolher a política macroeconômica a ser adotada com base na análise de custo-benefício social (OBSTFELD, 1994).

O excesso de investimento que ocorreu nessas economias, com bases frágeis e sob elevado grau de risco, característicos de ambientes mal regulamentados e supervisionados, sujeitos a graves problemas de assimetria de informação, contribuiu para a deterioração dos balanços dos bancos. Apresentamos, na Tabela 3.4, como o passivo externo dos bancos em relação ao nível de reservas e o crédito ao setor privado em relação ao PIB são variáveis relevantes a serem analisadas.

Tabela 3.4 – Relação Passivo Externo/Reservas e Relação Crédito ao Setor Privado/PIB.

Brasil (Real)	1994	1995	1996	1997	1998
Passivo Externo/Reservas	1,05	0,90	0,94	1,16	1,41
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,45	0,31	0,26	0,26	0,29
México (Peso)	1989	1990	1991	1992	1993
Passivo Externo/Reservas	5,74	3,53	2,35	2,38	2,15
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,19	0,23	0,29	0,37	0,42
Coréia (Won)	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	1,51	1,67	1,63	2,03	2,83
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,58	0,60	0,61	0,66	0,74
Tailândia (Bath)	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	0,70	1,20	1,45	1,52	1,81
Crédito ao Setor Privado/PIB	1,11	1,27	1,39	1,45	1,60
Indonésia (Rupiah)	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	0,86	0,93	0,85	0,68	0,91
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,49	0,52	0,53	0,55	0,61
Malásia	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	0,51	0,32	0,35	0,43	0,62
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,75	0,75	0,85	0,93	1,04

Fonte: International Financial Statistics (pesquisa realizada em 1999).

No que tange à relação Passivo Externo/Reservas, verifica-se que – exceto no Brasil (onde os passivos externos ligeiramente superaram os estoques de reservas) e na Indonésia (onde os passivos externos são inferiores ao estoque de reservas) –, todos os demais países apresentaram significativa exposição. Em alguns casos, o passivo externo superou duas vezes o estoque de reservas, como no México e na Coreia. Quanto à relação do Crédito ao Setor Privado/PIB, com exceção do Brasil, que apresentou um constante declínio nessa relação, todos os demais países registraram constantes aumentos, sendo que o caso mais interessante é a Tailândia, onde o Crédito ao Setor Privado superou 60% do PIB, em 1998. A exposição financeira da economia brasileira era inferior ao da economia mexicana e a do sudeste asiático. Como podemos observar na Tabela 3.4, a relação Passivo Externo/Reservas no Brasil era a mais baixa entre os países selecionados, e a relação Crédito ao Setor Privado/PIB foi reduzida de 45% em 1994 para 29% em 1998.

A razão para essa diferença entre a economia brasileira e a do sudeste asiático encontra-se no processo de reestruturação do setor bancário, que se seguiu à implantação do Plano Real, e à crise bancária que se instalou após a estabilização da economia e a perda de receita inflacionária do setor bancário. Essas

medidas evitaram uma alavancagem demasiada das instituições que compõem o sistema bancário. Assim, o sólido sistema financeiro contribuiu para absorver os impactos adversos das crises externas, bem como, ajudou a evitar um colapso na atividade econômica interna. Via de regra, os demais países que atravessaram crises, enfrentaram significativas dificuldades em seus sistemas bancários, variando em função do grau de fraqueza apresentado pelos respectivos sistemas.

A “Crise da Tequila”, como ficou conhecida a crise de 1994 no México, é o primeiro evento a fazer parte da nova geração de crises – que combinam crise financeira e crise de balanço de pagamentos –, na qual ficou evidente a presença da assimetria de informações. Por não ter sido bem interpretada, acabou propagando-se para outros mercados emergentes através dos canais financeiros. A especulação contra a moeda mexicana foi de proporções equivalentes àquelas que, mais tarde, viriam a surpreender os países asiáticos.

Um fator importante que levou à crise financeira do México foi a deterioração do patrimônio líquido dos bancos, causada pelos excessos oriundos da liberalização financeira e pelas crescentes perdas com empréstimos. Como podemos verificar na Tabela 3.4, o México apresentou uma elevada relação *passivo externo/reservas* e uma crescente relação *crédito ao setor privado/PIB*. A frágil supervisão do sistema financeiro e a falta de capacidade dos bancos comerciais em analisar o grau de risco envolvido na concessão de créditos, acarretaram elevadas perdas nos empréstimos, redução no capital dos bancos e significativa contração nos créditos. Essa contração, na medida em que inibe novos investimentos, promoveu uma significativa redução na atividade econômica.

A elevação das taxas de juros americanas pelo Fed auxiliou a precipitar a crise, pois causou pressão na taxa de câmbio, levando o banco central mexicano a elevar a taxa de juros para manter a paridade cambial. Isto aumentou a vulnerabilidade no sistema financeiro. O aumento da taxa de juros aprofundou o problema de seleção adversa, através do aumento da demanda por empréstimos por tomadores de alto risco. Além disso, a majoração nos juros internos promoveu a redução dos fluxos de caixa das firmas, levando à deterioração dos seus patrimônios e aumentando novamente os problemas de risco moral e de seleção adversa na concessão de empréstimos, deixando os emprestadores menos dispostos a emprestar (acionamento de crédito). O aumento da incerteza no mercado financeiro e a consequente queda no mercado de ações aceleraram a crise financeira e o pânico bancário. O agravamento da crise se deu com a maxidesvalorização do peso, que já havia perdido metade de seu valor em março de 1995, com o recrudescimento da inflação observada e esperada e com o aumento ainda maior nas taxas de juros sobre as dívidas denominadas em pesos.

No caso argentino, a despeito do câmbio fixo, a fragilidade do sistema financeiro levou à perda de aproximadamente 17% nos depósitos do setor bancário entre dezembro de 1994 e março de 1995 (“Crise da Tequila”). O banco central perdeu mais que um terço das suas reservas (US\$ 5,5 bilhões), a oferta de moeda se contraiu e a taxa de juros deu um salto, fazendo com que as taxas interbancárias excedessem a 70% a.a. e o crédito externo simplesmente desaparecesse.

Por causa da lei de conversibilidade, o Banco Central argentino tinha um papel restrito como prestador em última instância. A saída foi tentar amortecer os efeitos adversos que provocaram a corrida aos bancos, através da redução dos requerimentos de reservas e a promoção de crédito direto via operações de redesconto e *swaps*. Dessa forma, no final de abril, o banco central tinha conseguido prover mais de US\$5 bilhões de liquidez ao setor bancário, na tentativa de reduzir a transmissão dos choques ao setor real da economia. Apesar do esforço e da assistência de organismos multilaterais externos (FMI, Banco Mundial e BID), o efeito sobre o setor real da economia foi desastroso: a taxa de desemprego, em maio de 1995, aumentou drasticamente e o crescimento do PIB real ficou abaixo de 3% (MISHKIN; SAVASTANO, 2001).

Swaps (em português, “permutas”) são operações nas quais ocorre troca de posições entre os investidores, com relação ao risco e à rentabilidade. Os contratos de troca podem ter moedas, commodities ou ativos financeiros como objeto.

No caso asiático, os elementos destacados como geradores de crises com base na assimetria de informação encontram-se mais evidentes. Os países da Ásia experimentaram significativos influxos de capitais entre 1990 e 1996, os quais foram, em média, equivalentes a 2,5% do PIB na Coreia, 10% na Malásia, 10% na Tailândia e 2,5% na Indonésia. Esses, por sua vez, foram encorajados pelo alto crescimento econômico, pela baixa inflação, pela relativamente saudável *performance* financeira do governo, pela liberalização financeira e na conta de capitais, bem como pelo regime de câmbio fixo, seja ele formal ou informal. Ou seja: ocorreram mediante bases sustentadas (FMI, 1999).

O fluxo de capital também refletiu condições favoráveis no sistema financeiro global, incluindo baixas taxas de juros e fraca administração de risco. A maior parte desse influxo de capitais e o associado *boom* de investimentos foram intermediados por instituições financeiras domésticas fracas que se apresentavam, frequentemente, subcapitalizadas, e mediante pobres sistemas de regulamentação e supervisão. O longo período de estabilidade macroeconômica e as altas taxas de crescimento tornaram tanto os credores estrangeiros – tomadores de créditos –, como as autoridades dos países emergentes complacentes com a situação. O volume desses influxos de investimentos refletiu empréstimos diretos para os bancos na Coreia e na Tailândia, e para corporações na Indonésia. Já na Malásia, o influxo de investimentos diretos foi mais significativo que os empréstimos ou a aplicação em *portfólio* (FMI, 1999),

criando uma potencial ineficiência no resultado dos investimentos realizados e fragilidade financeira por conta do excesso de alavancagem das corporações.

Assim, com o grande aumento nos empréstimos “garantidos” pelos altos preços das ações e das propriedades e, com as firmas altamente alavancadas, qualquer aumento nas taxas de juros, desvalorização da moeda, ou declínio no preço dos ativos seria suficiente para promover efeitos catastróficos sobre as firmas financeiras e não financeiras, e levar muitas à falência. Com os bancos mal capitalizados, era natural a ocorrência de pressões para a solvência do sistema. O elevado volume de dívidas do sistema bancário e das corporações superdimensionava o significado econômico de um estresse financeiro, o que acabou conduzindo o sistema a um completo estado de pânico.

Como resultado, as economias sofreram uma significativa contração em suas atividades econômicas, sendo que a redução do PIB foi de 13,4% na Indonésia, de 5,5% na Coreia, de 7,5% na Malásia e de 8% na Tailândia. Na Coreia e na Indonésia o problema foi ainda mais grave, em função das perdas sofridas pelos bancos em seus investimentos na Rússia e em outros mercados, combinados com a inabilidade das firmas domésticas em servir suas dívidas.

Saiba Mais



Para saber mais a respeito dos temas tratados nesta unidade, consulte as referências a seguir:

NUNES, M. S. *A reestruturação do setor bancário brasileiro e o impacto das políticas macroeconômicas sobre esse setor, após a implementação do plano real*. 2000. Monografia (Curso de Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2000.

NUNES, M. S., MEURER, R. Arranjos cambiais, crises monetárias e o papel das instituições na escolha de taxas de câmbio: um estudo para economias emergentes. *Teoria e Evidência Econômica*, Passo Fundo, v.14, n.27, p. 82 – 100, 2006.

FRAGA NETO, A. *Os bancos estaduais e o descontrole fiscal: alguns aspectos. A última década: ensaios da EPGA sobre o desenvolvimento brasileiro nos anos 90*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1993.

BACHA, E. L. Plano Real: uma segunda avaliação. In: IPEA/CEPAL. *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*. Brasília: IPEA/CEPAL, 1997. p. 177-242.

Chegamos ao final da Unidade 3 e desta disciplina.

Agora é o momento de avaliar o seu aprendizado respondendo às perguntas das Atividades de aprendizagem. Leia e releia o conteúdo quantas vezes for preciso antes de processar as respostas. Em caso de dúvidas, peça ajuda aos tutores. E não se esqueça de assistir à Vídeoaula 3, no AVEA.



Resumo da unidade:

Nesta unidade, vimos como está estruturado o Sistema Financeiro Brasileiro, assim como analisamos o processo de regulação e de supervisão bancária, enfatizando a reestruturação do sistema bancário brasileiro no período pós- Plano Real. Verificamos que a necessidade dessa reestruturação decorreu da perda de receita inflacionária, fruto de períodos de inflação elevada e da fragilidade desse setor diante das potenciais crises do sistema financeiro internacional. Além disso, descrevemos os efeitos dos problemas referentes à assimetria de informação nos mercados financeiros. Para tanto, apresentamos um estudo de caso das crises financeiras ocorridas em economias emergentes no decorrer dos anos 1990.

Atividade de Aprendizagem - 3



- 1) Qual o principal papel do sistema financeiro? Por que é importante regulá-lo?
- 2) O que é seleção adversa e risco moral? Descreva como os problemas de assimetria de informação podem levar à ocorrência de crises nos mercados financeiros.
- 3) Qual o papel das instituições para estabilidade do sistema financeiro?



REFERÊNCIAS

- ALMEIDA Jr., Mansueto Facundo; BARROS, José Roberto Mendonça. **Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil**. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/document/publica.html>. Acesso em: 29 out. 1999.
- AKERLOF, G. The Market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, p. 488-500.1970.
- ANDIMA/IBGE. Sistema financeiro: uma análise a partir das contas nacionais 1990-1996. In: FEBRABAN. **Um estudo sobre o sistema financeiro**. Disponível em: <http://www.febraban.com.br>. Acesso em: 10 maio 2000.
- BALL, L. Policy rules for open economies. In: TAYLOR, J., B. **Monetary policy rules**. Chicago: University of Chicago, 1999. 447p.
- BEBCZUCK, R. N. **Información asimétrica en mercados financieros**. Cambridge: Ediciones, 2000.
- BERNANKE, B. S. Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. **NBER - Working Paper** n. 1054, New York, 1983.
- BERNANKE, B.S.; GERTLER. Agency costs, collateral, and business fluctuations. **American Economic Review**, Nashville, n. 79, p. 14-31, 1989.
- BERNANKE, B., GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, Fall, p. 27-48, 1995.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. The financial accelerator and the flight to quality. **Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v.1,n. 78, p. 1-15, 1996.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. **NBER - Working Papers** n. 6455, 1998. 69 p.
- BLANCHARD, O. J. Debt, deficits, and finite horizons. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 93, n. 2, p. 223-47, 1985.
- BRUNHOF, S. **A moeda em Marx**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

CALOMIRIS, C. W.; GORTON, G. The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation. In: HUBBARD, R. G. (ed) **Financial Markets and Financial Crises**. University of Chicago Press, Chicago, 1991. pp. 109-173.

CALVO, G & MENDOZA, E. G. Rational contagion and the globalization of securities markets. **NBER - Working Paper** n. 7153, New York, 1999.

CALVO, G., REINHART, C. **When capital flows come to a sudden stop: consequences and policy**. Washington. Reforming the International Monetary and Financial System, 2000.

CÂNDIDO JR., J. O., MATOS FILHO, J. C. **Poupança privada e sistema financeiro: possibilidades e limitações**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/publica/td.html>. Acesso em: 3 maio 2000.

CARVALHO, F. J. C.; DE SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CECCHETTI, S.G. Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism, FRBSL. **Economic Review**, Saint Louis, n. 77, p. 83-97, 1995. Disponível em: http://research.stlouisfed.org/publications/review/95/05/Distinguishing_May_June1995.pdf. Acesso em: 9 abril 2010.

CECCHETTI, S.G.; KRAUSE, S. Financial structure, macroeconomic stability and monetary policy. **NBER - Working Papers** n. 8354, 2001. 31 p.

CHICK, V. **Macroeconomia após Keynes: um reexame da Teoria Geral**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.

COLLYNS, C.; SEHADJI, A. Lending booms, real estate bubbles, and the asian crisis. In: HUNTER, W.; KAUFMAN, G.; POMERLEANO, M. **Asset prices bubbles: the implications for monetary, regulatory, and international policies**. Cambridge, MA: MIT Press, 2003. 581p.

CORSETTI, G; PESSENTI, P.; ROUBINI, N. What caused the asian currency and financial crisis. **NBER - Working Papers** n. 6833, 1998.

DETKEN, C.; SMETS, F. Asset price booms and monetary policy. **ECB Workshop on Asset Prices and Monetary Policy**, December, 2003.

DIAZ-ALEJANDRO, C. Good-bye financial repression, hello financial crash. **Journal of Development Economics**, Amsterdam, v. 19, 1985.

EHRMANN, Michael, et al. Financial system and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area. Frankfurt: **ECB – Working Papers Series** n. 105, 2001. 59p.

FISHER, I. The debt-deflation theory of great depression. **Econometrica**, Chicago, n.1, 1933. p. 337-357.

FLOOD, R.; MARION, N. Perspectives on the recent currency crisis literature. **NBER Working Papers**. n. 6380, jan.1998.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). FMI - **International Financial Statistics (IFS)**. Disponível em: www.imf.org. Acesso em: maio 1999.

FOLEY, D. K. On Marx's theory of money. **Social Concept**, New York, v. 1, n. 1, p. 5-19, 1983.

_____. **Understanding Capital: Marx's economic theory**. Cambridge: Harvard University Press, 1986.

FOLKERTS-LANDAU et al. **International capital market: developments, prospects and key policy issues**. Part II: **Selected Issues**, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1995.

FRIEDMAN, M. A teoria quantitativa da moeda: uma reafirmação, 1956. In: CARNEIRO, R. (Org). **Os clássicos da economia**. São Paulo: Editora Ática, 1997, vol. II.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva, 1999.

GANTNEROVÁ, S. Asset prices in economic theory. National Bank of Slovakia. **BIATEC**, v. 12, p. 26-30, 2004.

GOLDSTEIN, M. The Asian financial crisis. Institute for International Economics - IIE. **Policy Brief** n. 98-1, march, Washington, 1998. Disponível em: www.iie.com. Acesso em: 9 abril 2010.

HAUSMANN, R.; GAVIN, M. Overcoming volatility in America Latina. **Inter-american Developing Bank**, august 1995.

HELBLING, T. Housing price bubbles: a tale based on housing price booms and busts. **BIS Papers**, n. 21, Basel, p. 1-12, 2005.

HUBBARD, R. G. **Is there credit channel for monetary policy?** Federal Reserve of St. Louis. 1995, p. 63-74.

- HUBBARD, R., G. Capital market imperfections, investment, and the monetary transmission mechanism. In: **Deutsche Bundesbank**. Springer. 2001, p. 165-194.
- KAMINSKI, G. L.; REINHART, C. M. Financial crises in Asia and Latin America: then and now. **American Economic Review**, Nashville,, v. 88, p. 444-448, 1998.
- KASHYAP, A. K.; STEIN, J. C. Credit conditions and the cyclical behavior of inventories. **Quarterly Journal Economic**, Cambridge, v.3, n. 109, p. 565-92, 1994.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. Tradução de Mário R. da Cruz. Revisão técnica de Cláudio Roberto Contador.
- KRUGMAN, P. A model of balance of payment crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, n. 11, 1979.
- KRUGMAN, P. **What happened to Asia?** 1998. Disponível em: www.mit.edu. Acesso em: 9 abril 2010.
- KYOTAKI, N.; MOORE, J. Credit cycles. **Journal of Political Economy**, Chicago, n.105 v.2, p. 211-248,1997.
- LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- MARINHO, Henrique. **Política monetária no Brasil**. 4 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1996.
- MARX, K. **O capital**: crítica da economia política. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. Tradução de Das Kapital: kritik der politischen ökonomie. (Coleção os Economistas).
- MISHKIN, F. S. Asymmetric information and financial crises: a historical perspective. **Journal of Economic Perspective**, Pittsburgh, n.6, p. 133-53, Winter 1992. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new_window=1. Acesso em: 9 abril 2010.
- MISHKIN, F. S. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. **Banque De France Bulletin Digest**, Paris, n. 27, p. 91-105, mar. 1996.
- MISHKIN, F. S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

- MISHKIN, F. S. Uma visão da informação assimétrica sobre a crise do Leste Asiático. In: KRUGMAN, P. (Ed). **Crises monetárias**. São Paulo: Makron Books, 2000.
- MISHKIN, F. S. The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy. Cambridge: **NBER – Working Papers** n. 8617, 2001. 21 p.
- MISHKIN, F. S.; SAVASTANO, M. A. Monetary policy strategies for Latin America. **Journal of Development Economics**, Amsterdam, n. 66, p. 415-444, 2001.
- MODIGLIANI, F. Monetary policy and consumption, in consumer spending and monetary policy. **The Linkages**, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1971, p. 9-84.
- OBSTFELD, M. The logic of currency crises. **NBER - Working Papers**, n. 4640, 1994.
- PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de, Dinâmica da firma bancária em alta inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 17, n. 1, p. 136-141. 1997.
- PAULANI, L. M.; BRAGA, M. B. **A nova contabilidade social: uma introdução à macroeconomia**. 3. ed. rev. e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2007.
- PEEK, J.; ROSENGREN, E.S. Banks and the availability of small business loans. **FRBB – Working Paper** n. 95, Boston, 1995. 48p.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. A inflação decifrada. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 20-35, 1996.
- PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.
- PRADO, B. F. **A teoria da demanda especulativa por moeda em Keynes como um jogo evolucionário**. 2005. 49 f. Trabalho de Conclusão de Curso. Curso de Economia, Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Araraquara, 2005.
- PULGA, Fernando Pimentel. **Sistema bancário brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/publica/td.html>. Acesso em: 3 nov. 1999.
- SAAD FILHO, A. **Teoria marxista do valor: uma introdução**. Análise Econômica, Porto Alegre, n. 40, p. 1-22, 2003.

- SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Minneapolis, v.3, n. 5, p. 1-17. 1981.
- SELODY, J.; WILKINS, C. Asset prices and monetary policy: a canadian perspective on the issues. **Bank of Canada review**, Ottawa, autumn 2004. 14 p.
- SIMONSEN, Mário Henrique; CYSNE, Rubens Penha. **Macroeconomia**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- SOROS, G. **A crise do capitalismo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- STIGLITZ, Joseph E. 1993. "The Role of State in Financial Markets." In: **Proceedings of the World Bank Annual conference on Development Economics**, edited by M. Bruno and B. Pleskovic, 19-52, Washington, D.C.: World Bank.
- STIGLITZ, J. E.; WEISS. A credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, Nashville n. 71 v.3, p: 393-416, 1981.
- SVENSSON, L. E. Price-level targeting versus inflation targeting: a free lunch? **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, v. 31, n. 2, p. 277-95, 1999.
- TARHAN, V. Does the Federal Reserve affect asset prices? **Journal of Economic Dynamics and Control**, Amsterdam, n. 19, p.24,1995.
- TAYLOR, J., B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on public Policy**, Rochester v. 39, p. 195-214, 1993. Disponível em: <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>. Acesso em: 9 abril 2010.
- TOBIN, J. A General equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit, and Banking**, Columbus, Vol. 1, No. 1, p. 15-29, 1969. Disponível em: <http://www.deu.edu.tr/userweb/yesim.kustepeli/dosyalar/tobin1969.pdf>. Acesso em: 9 abril 2010.
- WORLD BANK. **The East Asia, the Road to Recovery**. Washington, 1998.