

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

**OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA E SUA
INFLUÊNCIA NO CRÉDITO BANCÁRIO NO ANO DE 2012**

Monografia apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Bacharel, no Curso de
Graduação em Ciências Econômicas, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade
Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Fernando Motta Correia

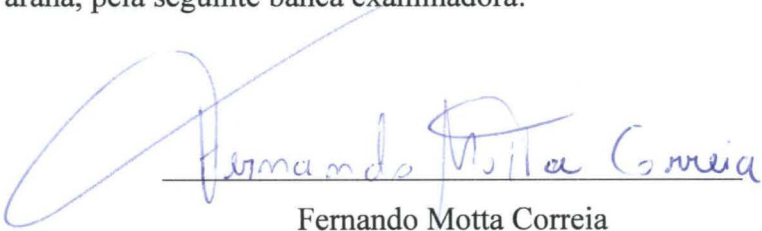
CURITIBA
2012

TERMO DE APROVAÇÃO

FERNANDA HAOACH SACCOMORI

OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA E SUA INFLUÊNCIA NO CRÉDITO BANCÁRIO NO ANO DE 2012


Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Graduado no Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Fernando Motta Correia

Fernando Motta Correia

Orientador – Prof. do Departamento de Economia da UFPR



Dayani Cris de Aquino

Dayani Cris de Aquino

Prof. do Departamento de Economia da UFPR



José Guilherme Silva Vieira

José Guilherme Silva Vieira

Prof. do Departamento de Economia da UFPR

Curitiba, 16 de outubro de 2012.

RESUMO

O presente artigo busca analisar os mecanismos de transmissão política monetária como meios para a formação de uma política econômica. As principais implicações dessa discussão estão relacionadas ao caso brasileiro mais recente, cuja política de redução da taxa SELIC, aliada a uma redução do compulsório bancário, levou o País a um crescimento econômico inesperado frente ao mercado externo, através da melhoria no acesso ao crédito por intermédio dos bancos comerciais, mesmo durante um período de crise internacional. Primeiramente, vamos nos basear na teoria da política monetária através de uma abordagem pós-Keynesiana. Serão apresentados os três principais instrumentos lançados mão pelas autoridades monetárias capazes de influenciar o giro de uma economia. Deixaremos de fora a discussão a respeito do nível de desemprego, já que a abordagem principal deste artigo é o papel dos bancos comerciais neste processo. A seguir, verificaremos como o Brasil fez uso destes instrumentos, buscando uma aceleração no movimento da economia, e qual o papel das instituições bancárias neste processo. E é mesmo no que se refere às instituições bancárias que chegamos ao ponto final deste trabalho. Discutiremos a partir daí, os entraves do crescimento ligados principalmente à aceitação por parte dos bancos comerciais de reduzir as taxas reais de juros e a dificuldade da liberação de crédito por conta do alto grau de inadimplência por qual passa o país.

Palavras chave: Política monetária, mecanismos de transmissão, taxa SELIC

ABSTRACT

This paper analyzes the monetary policy transmission mechanism as a way for the formation of economic policy. The main implications of this discussion are related to the latest Brazilian case, whose policy of reducing the SELIC rate, combined with a reduction in bank reserve requirements, led the country to economic growth unexpectedly against the external market by improving the access to credit for through commercial banks, even during a period of international crisis. First let's based on the theory of monetary policy through a post-Keynesian approach. Will present the top 3 hand instruments used by the monetary authorities can influence an economy turning. Leave out the discussion about the level of unemployment, since the approach of this paper is the role of commercial banks in this process. Next, we check how Brazil made use of these instruments, seeking an acceleration in the movement of the economy, and the role of banks in this process. And it is with regard to banks that reached the final point of this study. We discuss from there, obstacles, mainly related to growth "obedience" by the banks to reduce real interest rates and the difficulty of releasing credit on account of the high degree of default which passes by the country.

Keywords: Monetary policy, transmission mechanism, SELIC rate

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. KEYNESIANISMO X MONETARISMO – UM PANO DE FUNDO PARA A ANÁLISE	7
3. OS INSTRUMENTOS E MECANISMOS DE POLÍTICA MONETÁRIA	10
3.1 Depósito Compulsório	13
3.2 Open Market	14
3.3 Taxa de Redesconto	15
4. O BRASIL E A POLÍTICA MONETARIA ATUAL	15
5. CONCLUSÃO	19
6. REFERÊNCIAS	20

1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho de pesquisa, é analisar e avaliar os principais instrumentos e mecanismos de política monetária, assim como suas expectativas e resultados. Temos como problema central, a discussão da formação de uma política monetária expansionista, cujo momento atual da economia brasileira pode servir como modelo de análise. Trata-se de um estudo onde identificaremos os direcionamentos da política econômica brasileira atual, e ao final, avaliaremos sua eficácia.

Para iniciar a discussão sobre política monetária, faz-se necessário acompanhar o assunto, pelo menos em suas principais abordagens. É o que veremos na próxima seção, que terá como objetivo servir de referencial teórico para explorarmos, com alguns detalhes, os modelos mais importantes e conhecidos de demanda por moeda, nas ideias de economistas como Sidney Weintraub, Paul Davidson e Hyman Minsky, autores adeptos ao pós-Keynesianismo; e ainda, a abordagem clássica “reconstruída” por Milton Friedman, em meados dos anos 50, no que se chamou de Teoria Monetarista.

Este embasamento teórico é necessário para fazer compreender as diferentes maneiras de se enxergar o poder da moeda. E aí sim, discutir as formas de transferir esse poder para a economia, que no nosso caso é feito através de um Comitê de Política Monetária (COPOM).

Em seguida, já definidas as principais atribuições deste órgão formado pela diretora do Banco Central, aprimoramos o conhecimento nos instrumentos de Política Monetária, como a taxa de juros e base monetária, para podermos compreender onde e como agem os principais Mecanismos de Transmissão dessa política.

Logo na sequência, apresenta-se o viés da política econômica nacional atual, que pretende aproveitar o momento de desaceleração do mercado internacional, para fazer uso de uma política expansionista de crédito, com redução de juros, e incremento na base monetária, sem uma preocupação demasiada com a inflação, visto que a queda da demanda por commodities brasileiras dos consumidores estrangeiros está estabilizando os preços.

O próximo tema a ser discutido, e talvez a principal contribuição deste artigo, é no que se refere a mais nova aposta brasileira para contribuir com a aceleração da economia. Como se não bastasse a redução dos juros, desestimulando a poupança, e injetando mais liquidez na economia através da redução do compulsório bancário, discutiremos a determinação, por parte

do governo, de reduzir os spreads bancários, com o objetivo de facilitar o crédito ao consumidor final.

Como conclusão, discutiremos a eficácia desta ação, que pretende ser a maior referência da atual conjuntura econômica, visto que, embora mais líquidos, os bancos podem decidir por não tomar mais riscos ao expandir os empréstimos. Afinal, apesar do ganho proporcionado pelo aumento dos empréstimos interbancários, eleva-se também o risco de inadimplência para suas carteiras de ativos.

2. KEYNESIANISMO X MONETARISMO – UM PANO DE FUNDO PARA A ANÁLISE

Nos últimos trinta anos, a discussão sobre quais objetivos a política monetária deve perseguir e como deve ser conduzida, tem recebido a atenção de diversos economistas. Apesar das divergências teóricas, até o princípio dos anos 70 a política monetária era entendida como um instrumento de política econômica que deveria ser utilizado tendo como principal objetivo a sustentação de elevados níveis de emprego. Em meados dos anos 80, porém, o principal objetivo da política monetária tornou-se a busca da estabilidade dos preços [...] (BARBOSA H.F 2002)

Como praticamente toda abordagem teórica, identificamos nas ciências econômicas, visões distintas no que diz respeito às principais atenções que devem ser despendidas para uma Política Monetária eficaz.

Iniciaremos com as teorias keynesianas, que são herdeiras do pensamento do inglês John Maynard Keynes e têm, como traço mais geral, a crença no potencial da política monetária em afetar variáveis reais e recomendam que esta seja utilizada com o intuito de reduzir a taxa de desemprego e aumentar o crescimento econômico.

No entanto, dentro do próprio *Keynesianismo*, existe outra diversificação de pensamentos cujas linhas de pensamento são basicamente as mesmas, mudando apenas a dosagem aplicada, numa fórmula-base que consiste em elevados gastos públicos e baixa taxa de juros.

Os pós-keynesianos norte-americanos, que possuem como precursores economistas como Sidney Weintraub e Paul Davidson, defendem que a moeda conserva seu valor ao longo do tempo e reconhecem que diante de um futuro incerto a moeda surge como uma proteção

para os momentos de crise.¹ Assim, frente a expectativas negativas no que tange a economia, eleva-se a demanda por moeda como reserva de valor, decorrendo numa redução de demanda por recursos nas indústrias produtoras de bens de capital, acarretando em uma queda no emprego e na produção.

Diante deste contexto, os pós-keynesianos concluem que a moeda não é neutra nem no curto-prazo e nem no longo-prazo, o que os leva a recomendar que a autoridade monetária atue no sentido de promover o pleno-emprego na economia.

Diante deste pensamento, o banco central poderia contribuir para que a duração de uma recessão seja abreviada com uma política monetária mais expansionista. Quando o objetivo final da política monetária for o pleno emprego da economia, o Banco Central deve reduzir a taxa de juros caso a economia esteja abaixo do pleno emprego, e elevar a taxa quando a economia estiver aquecida. Na primeira situação, a queda da taxa de juros, reduz o interesse das aplicações financeiras propiciando maior alocação de recursos em consumo e investimentos nas empresas, elevando a taxa de emprego.

Numa abordagem estruturalista, Minsky² que é, sem dúvida, um dos autores pós-Keynesianos mais expressivos. Seus trabalhos procuram resgatar as características básicas do pensamento de Keynes a respeito do funcionamento das economias capitalistas, introduzindo na análise da instabilidade dessas economias, as transformações institucionais associadas ao desenvolvimento das relações financeiras. O seu argumento central é de que as inovações financeiras colocam problemas à operação da política monetária, de acordo com a teoria convencional.

O autor destaca a criação de moeda pelos bancos comerciais e a emissão de ativos considerados quase-moeda, tais como os *commercial papers*, como resposta das instituições financeiras bancárias às exigências de reservas compulsórias por parte do Banco Central. A elasticidade da geração de recursos por parte do sistema financeiro é resultado das margens de garantia e das expectativas favoráveis quanto ao futuro comportamento dos lucros brutos agregados. Dessa forma, o autor incorpora os riscos do credor e do tomador à análise das

¹ Para uma discussão da associação keynesiana entre tempo e incerteza, ver Carvalho (1992, p.54 a 69)

² Hyman Philip Minsky (Chicago, 23 de setembro de 1919 - Rhinebeck, 24 de outubro de 1996) foi um economista americano pós-keynesiano. É conhecido por seus estudos sobre as crises financeiras e sua ligação com o ciclo econômico.

decisões de investimento, afetando, respectivamente, os preços de oferta dos bens de capital e os preços de demanda dos ativos de capital.

Nesta linha, vale destacar o argumento de que a moeda apresenta certo grau de endogeneidade, ou seja, que as condições de liquidez da economia dependem essencialmente das ações dos bancos e instituições financeiras no processo de financiamento das atividades produtivas: "*Money (...) is a type of bond that arises as banks finance activity and positions in capital and financial assets.*" (Minsky, 1986, p.223).

Supõe-se então, que a moeda é determinada pela demanda por crédito bancário, originada pelas necessidades de financiamento da economia, e que o banco central não exerce controle direto sobre o estoque monetário, dada a capacidade do sistema financeiro de criar moeda-crédito. Sendo assim, o banco central não tem outra escolha a não ser conduzir a política monetária através da manipulação da taxa de juros. Além do quê, o papel de prestador em última instância faz com que a própria atuação do banco central seja condicionada pela operação do sistema econômico, ou seja, a própria política monetária apresenta certo grau de "endogeneidade". A visão é de que a moeda é guiada pelas necessidades de crédito, que por sua vez dependem do nível de atividade econômica e, em última instância, da demanda agregada.³

As teorias monetaristas, as quais tiveram em Milton Friedman o seu principal expoente, por outro lado, acreditam que políticas desta natureza provocam aumento dos preços, e não vêem a possibilidade de a expansão monetária provocar um menor desemprego no longo prazo. Neste sentido, acreditam que o único objetivo da política monetária deve ser a estabilidade inflacionária. Em síntese, os monetaristas procuraram mostrar que, apesar de a política monetária expansionista ser capaz de afetar o desemprego no curto-prazo, no longo-prazo ela apenas causa maior inflação. Sendo assim, pode-se afirmar que o Monetarismo possui duas teorias: uma para o longo prazo, em que variações da oferta de moeda afetam somente os preços; e outra para o curto prazo, em que a política monetária afeta a renda. As oscilações de curto prazo, no entanto, são interpretadas como meros desequilíbrios e não como crises econômicas.

É obra dos monetaristas a famosa Curva de Philips, que explica que uma política econômica que busca o pleno emprego, com uma maior oferta de moeda, realmente poderia

³ Uma discussão mais detalhada deste debate foge aos objetivos deste artigo. Para uma análise mais extensa, ver Cottrel (1994), Palley (1996) e, especialmente, Rochon (1999).

aumentar a renda nominal no curto prazo. No entanto, se esta política exceder as necessidades monetárias da taxa de crescimento da renda real de equilíbrio de longo prazo, a inflação eliminará qualquer estímulo adicional à produção. Entretanto, no curto prazo, os estímulos à produção com menores taxas de juros e maiores preços elevam a demanda por mão-de-obra, o que permitiria um aumento de salários nominais. A teoria pressupõe a existência de ilusão monetária por parte dos trabalhadores, de forma que estes perceberiam o aumento nominal como um aumento real de salários, e com isto elevariam a oferta de mão-de-obra. No entanto, quando os trabalhadores se desfazem de sua ilusão monetária e percebem que os preços também se elevaram e que, apesar dos aumentos nominais, os salários reais não cresceram, diminuem novamente sua oferta de mão-de-obra.

O debate sobre a determinação das regras fixas na condução da política monetária pelo Banco Central, ou a adoção de medidas discricionárias de forma a adaptar a sua ação à conjuntura econômica, remete a uma discussão ampla sobre o poder de previsão e controle da Autoridade Monetária a respeito do comportamento futuro das variáveis macroeconômicas. Friedman alerta para os desvios da evolução do nível de preços e do nível de produto em relação ao caminho de equilíbrio, e nega qualquer possibilidade de o Banco Central poder administrar a taxa de juros ou o nível de emprego por períodos longos.⁴

Critica, portanto, a taxa de juros como instrumento de política monetária. No seu entender, as tentativas de fazer política monetária através da administração da taxa monetária de juros incidem no erro de pensar que o Banco Central pode controlar as taxas de juros de mercado por longos períodos. O Banco Central, na sua visão, pode alterar a taxa de juros de curto prazo temporariamente, mas as diferenças entre estas taxas de juros e seu nível de equilíbrio produzem instabilidade de preços.

Em resumo, os monetaristas enfatizam a estabilidade do nível de preços; os economistas keynesianos preferem o nível de emprego.

3. OS INSTRUMENTOS E MECANISMOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

⁴ FRIEDMAN, M. (1968). The role of monetary policy, *American Economic Review*. v. 58, n. 1, p. 1~17, mar., in: *Monetarism*, v. 2, op. cit.

A política monetária, segundo Rossetti (1998, p.253), pode ser definida como “o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo.”

O COPOM representa para nós, brasileiros, o órgão pelo qual se transfere este poder de exercer o controle de oferta de moeda e taxa de juros capaz de agir sobre a atividade econômica em diversas situações

Criado pelo Banco Central em 20 de junho de 1996, por meio da circular 2.698, do BACEN, o Comitê tem como objetivo estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa básica de juros. Ainda tem a competência específica de manipular a liquidez econômica, por meio dos instrumentos de política monetária.

Neste sentido, a eficácia da política não se restringe a seu papel de estabilizar o nível de preços. Se a moeda tem efeitos reais a curto e longo prazos, então os objetivos do COPOM incluem, juntamente com a inflação, variáveis como produto e emprego. Formalmente, os objetivos do Copom são implementar a política monetária, definir a meta da Taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação. A taxa de juros fixada na reunião do Copom é a meta para a Taxa Selic (taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia)⁵.

É em cima das atribuições do COPOM, com suas análises e instrumentos, que esta pesquisa está pautada. Nesta seção verificaremos quais são os mecanismos utilizados pelo Banco Central na condução da Política Monetária, como eles são efetivamente transferidos para a vida real, e como os bancos comerciais contribuem para este plano. Em seguida, a discussão se volta para a conjuntura atual nacional, com o principal efeito da queda dos juros e redução do compulsório para os três primeiros trimestres de 2012.

Quanto mais um país é desenvolvido economicamente e seu povo mais esclarecido sobre seus direitos e deveres, o uso dos instrumentos monetários se torna mais eficiente, permitindo cada vez mais o aperfeiçoamento da utilização pela autoridade monetária de mecanismos de controle da oferta de moeda na economia.

⁵ O Selic, Sistema Especial de Liquidação e Custódia, é um sistema computacional para registro das transações com títulos públicos federais. A taxa de juros Selic é a média ponderada de todas as operações interbancárias com reservas. Para o cálculo, consideram-se as negociações ocorridas via operações compromissadas e com maturidade de um dia (Torres, 1999).

O Banco Central muitas vezes se encontra em situações nas quais necessita, por determinadas razões, expandir ou contrair a base monetária (quantidade de moeda que circula na economia). Muitas vezes, o governo tem o interesse de fomentar a atividade econômica interna e, para isso, pode utilizar uma política monetária mais frouxa, que estimule o crescimento econômico. Da mesma maneira, quando o interesse do governo é frear a atividade econômica, o Banco Central pode, através de determinados instrumentos de política monetária, contrair a base monetária.

Existem três mecanismos, pelos quais o Banco Central realiza política monetária⁶: open market, depósito compulsório e taxa de redesconto⁷. Quando o governo deseja expandir o crescimento econômico, pode realizar um deles ou todos simultaneamente. Uma prática comum é combinar tais políticas monetárias com políticas fiscais, aumentando seus gastos.

A despeito do foco sobre o controle de agregados monetários, os bancos centrais em todas as partes do mundo conduzem, diariamente, a sua política por meio da fixação da taxa de juros de curto prazo. Essa é na prática a variável operacional e tem sido, historicamente, o instrumento de controle monetário mais importante usado pelos bancos centrais. Ela é determinada, no mercado de reservas bancárias, pela interação entre oferta e demanda e torna-se referência para as demais taxas de juros. Por meio de movimentos de expectativas e mecanismos de arbitragem, o sinal contido no movimento dessa variável operacional transmite-se ao longo da estrutura de taxas de juros da economia.

Atualmente, há no governo uma forte preocupação em acelerar a economia interna, promovendo um incentivo no consumo com o objetivo de elevar a projeção de crescimento do PIB nacional. Portanto, a postura do governo tem sido de elevar a base monetária para acelerar o crescimento da economia. Ao fazer isto, ele garante que mais dinheiro ficará disponível para a população realizar seus gastos. Assim, com a elevação da renda das famílias, os gastos aumentam, e as demandas por produtos e conseqüentemente por mão de

⁶ Borio (1997) apresenta uma revisão dos procedimentos operacionais de política monetária em países industrializados.

⁷ Além dos instrumentos mais utilizados como a taxa de redesconto, os depósitos compulsórios e das operações de mercado aberto, no Brasil são utilizados também instrumentos complementares, como o controle da taxa de juros, seleção de créditos e até limitação da capacidade de expansão de empréstimos. Estes mecanismos complementares serão analisados com maior enfoque na próxima seção.

obra também aumentam. Para isso, o país fez uso de uma combinação de mecanismos de políticas fiscal e monetária.⁸

A estratégia de implementação da política monetária possui implicações significativas sobre o funcionamento, organização e estruturação dos mercados financeiros e, por consequência, sobre os preços dos ativos em geral e sobre as condições de crédito. Diante disso, conhecer a política monetária nos detalhes de seus instrumentos, é crucial para entender o que a política monetária e o banco central podem realmente fazer, bem como suas limitações.

Antes de iniciarmos a apresentação dos mecanismos de transmissão, devemos deixar claro o entendimento de base monetária, visto que esta é a referência usada para determinar a oferta de moeda de uma economia.

O Banco Central é o responsável pela criação e destruição da Base Monetária. Portanto, a Base Monetária é igual ao estoque de moeda emitida pelo Banco Central desde seu início. Na prática, porém, esta emissão não ocorre voluntariamente em benefício de um agente econômico, mas sim em resposta a uma operação em que o Banco Central receberá algo em troca.

A Base Monetária é o passivo do Banco Central. Não é um direito, mas uma obrigação. Por exemplo: um exportador que acaba de receber o pagamento da venda de seu produto em dólares procura o Banco Central para trocar seus dólares por reais. Os dólares que o Banco Central recebe vão aumentar as reservas internacionais do país, que tornam-se propriedade, e são o ativo do Banco Central. Da mesma maneira, esta emissão de reais feita ao exportador aumenta a Base Monetária, o passivo, ou seja, compromisso do Bacen.

O exemplo contrário é o do importador que possui reais e deseja obter dólares para efetuar os pagamentos necessários no exterior. Neste caso, o Banco Central cederá divisas, diminuindo o seu ativo, e ao mesmo tempo adquirirá reais, reduzindo o montante de suas obrigações (passivo).

A Base Monetária é contabilmente igual ao papel moeda em poder do público mais as reservas bancárias compulsórias dos bancos comerciais recolhidas pelo Banco Central.

⁸ Trataremos aqui apenas os instrumentos de política monetária. Visto que a política fiscal, apesar de contribuir em grande parte para que o consumo e a produção sejam incentivados, este fugiria do tema principal desta discussão.

Consideram-se papel moeda em poder do público tanto o dinheiro que está efetivamente nas mãos dos cidadãos quanto o que está no caixa dos bancos para suprir os saques que serão feitos.

Analisaremos os três principais Mecanismos de Transmissão de Política monetária:

3.1 Depósito Compulsório

Estes são obrigações de depósitos em reserva bancária no banco central, calculados como um percentual sobre uma base de cálculo que em geral são os depósitos. Considera-se que a sua principal função na implementação da política monetária é estabilizar a demanda por reservas bancárias, facilitando a fixação da taxa de juros. Além disso, funciona como "amortecedor de liquidez" aos bancos, propicia renda de senhoriagem, raciona o crédito via cunha sobre o *spread* bancário e, com pouco destaque entre os bancos centrais, permite o controle monetário via multiplicador monetário.

A obrigação do recolhimento compulsório é cumprida ao longo de um período de tempo, denominado "período de movimentação", enquanto que a apuração da quantidade a ser recolhida deriva do saldo da base de incidência em um período denominado de "período de cálculo". O recolhimento pode ser defasado ou contemporâneo dependendo da sobreposição entre os dois períodos referidos. A tendência mundial, também observada pelo Brasil, é de optar pela defasagem, o que permite predeterminação de parte da demanda por reservas bancárias, facilitando o controle da taxa de juros.

Há tendência mundial de eliminá-lo da execução da política, sob argumentação de ele diminui a competitividade bancária e possui baixa efetividade devido às inovações financeiras. Sob tais argumentos, alguns países como México, Inglaterra, Canadá e Austrália já não o utilizam na condução de suas políticas. Contudo, a sua eliminação ou diminuição de alíquotas esta associada à elevação na volatilidade da taxa de juros de curto prazo, preocupando os bancos centrais ao ponto de criarem dispositivos que estabilizam a demanda por reservas bancárias.

3.2 Open Market

Consiste na compra e venda de títulos públicos com compromisso de revenda (recompra) ou definitivos, por parte do Banco Central com o objetivo de aumentar ou

diminuir a quantidade de moeda em circulação e o volume do crédito, ou de sinalizar a trajetória da taxa de juros.

Se o governo observar uma grande quantidade de crédito e achar por bem diminuí-lo, o Banco de emissão se apresenta como vendedor de títulos no mercado de valores. Essas vendas anularão uma quantidade de notas de bancos correspondente ao valor dos títulos e poderá retirar nas contas correntes dos bancos o montante das vendas efetuadas. O efeito dessa operação será uma redução da circulação monetária.

O volume diário de operações compromissadas de compra e venda de títulos é definido por uma avaliação das condições de liquidez do mercado. Para realizar as operações compromissadas, o BCB precisa dispor de uma carteira de títulos. Essa carteira de títulos públicos necessariamente deve ter um volume financeiro adequado. Se o BCB estima que haverá excesso de liquidez, são efetuadas operações definitivas de venda de títulos públicos ou operações de venda com compromisso de recompra (mais usuais). No caso de uma estimativa de falta de liquidez, são realizadas operações definitivas de compra de títulos públicos ou de compras com compromisso de revenda. Thornton (2004) destaca que é amplamente aceita a idéia de que o banco central controla a taxa de juros alterando o grau de pressão no mercado de reservas bancárias com as operações de mercado aberto. No Brasil, os leilões competitivos com os *dealers* são realizados diariamente pela manhã, com base nas previsões de necessidades de liquidez do sistema. No final do dia, são feitas operações de nivelamento, por demanda direta das instituições que por motivos de erros de previsão ou problemas de desequilíbrios momentâneos, tiveram excesso ou falta de liquidez.

3.3 Taxa de desconto

Este instrumento é um empréstimo que os bancos comerciais recebem do Banco Central para cobrir problemas de liquidez quando ocorre um aumento da demanda por empréstimos por parte do público. Seus reflexos sobre os meios de pagamentos se caracterizam por meio da variação das reservas bancárias. O aumento da taxa de juros para essas operações, a redução dos prazos de resgate dos títulos descontados, a redução dos limites operacionais e a imposição de restrições reduzem os meios de pagamentos e vice-versa.

4. O BRASIL E A POLÍTICA MONETARIA ATUAL

Estamos vivenciando um cenário de política econômica bastante distinta das políticas anteriores, e principalmente a partir de agosto de 2011 as mudanças têm sido percebidas com bastante nitidez.

A política econômica na época do Presidente Fernando Henrique Cardoso, por exemplo, utilizava-se de um tripé formado pelo regime de câmbio flutuante, compromissos com o superávit fiscal e com o regime de metas de inflação.⁹

Após sua sucessão pelo presidente Lula, pelo menos em seu primeiro mandato a política econômica manteve-se na mesma direção. A partir daí, os contornos foram se tornando menos nítidos, chegando a uma crise inflacionária, a qual herdou a nossa atual Presidente.¹⁰

No período FHC, a taxa SELIC ficou mantida em um patamar muito superior ao do mercado internacional para garantir que a inflação ficasse próxima ao centro da meta. A entrada de capitais daí decorrente prejudicou as exportações e o crescimento do PIB, pois neste regime de câmbio flutuante puro o real ficou extremamente valorizado, embora essa valorização do real tenha contribuído no combate à inflação, com a redução do preço dos importados.

Ao contrário destes históricos, a política econômica da Presidente Dilma Rousseff está calçada em outro tripé: taxa de juros real reduzida, câmbio semifixo e expansão fiscal para sustentar o consumo e incentivar o investimento. Aliado a estas medidas, a presidente está apostando também em uma expansão do crédito através de uma redução do spread bancário como objetivo de estimular ainda mais o consumo.

Neste ponto percebe-se que a política monetária atual esta apoiada no fato de que:

Em princípio uma mudança na taxa de juros básica pode ser rapidamente transmitida às taxas de juros prevalecentes no mercado de crédito. Com taxas mais elevadas as famílias resistem à contratação de dívidas, o que pode impactar negativamente o consumo; as empresas tornam-se mais relutantes em iniciar novos projetos de investimento em resposta a custos financeiros mais elevados e à perspectiva de recuo no consumo das famílias. Note-se, também, que uma maior quantidade de crédito em relação ao tamanho da economia [...] revela que uma parte maior do consumo e do investimento depende do mercado de crédito. Nesse contexto, quanto maior a quantidade de crédito em relação à economia, maior deve ser o efeito esperado da política monetária sobre a inflação (Banco Central do Brasil, 2010, pp. 103).

⁹ A adoção do Regime de metas de inflação aconteceu mais precisamente em 1999, quando houve uma forte desvalorização do Real.

¹⁰ No último ano do governo Lula, a inflação apresentou importante aceleração. Apesar de ainda ter ficado dentro da meta do CMN, de 4,5%, com tolerância de 2 pontos para cima ou para baixo, o IPCA foi o maior desde 2004.

Em agosto do ano de 2011, o Banco Central percebeu que a economia mundial dava sinais de estar entrando em recessão. A partir daí, a autoridade monetária detectou que a SELIC poderia enfim iniciar uma trajetória de baixa, contribuindo para a expansão do PIB sem se preocupar demasiadamente com a inflação. Pois, no que diz respeito aos preços, este ambiente de semiestagnação mundial, com a redução do crescimento norte americano, a recessão na Europa e a desaceleração do crescimento na China, os preços das nossas principais commodities de exportação caíram. A inflação permanece, portanto, abaixo do teto, mesmo que estando acima da média, como ocorreu em grande parte do ano de 2011.

Esta trajetória de baixa da SELIC teve início em 31 de agosto de 2011. Naquele momento, o COPOM apresentou a primeira, daquelas que viriam a se constituir numa série de reduções da SELIC. A taxa foi reduzida para 12% e depois, sucessivamente, foi sendo diminuída por reuniões consecutivas, até atingir os atuais 7,5%.

Esta atual fase de redução da taxa SELIC pelo Banco Central, é apenas um dos instrumentos por excelência de que dispõem os bancos centrais que aplicam o regime de metas de inflação. Manda a boa prática que essa taxa seja elevada sempre que a inflação entrar em trajetória que ultrapasse a meta estabelecida ou que fatores outros que ameacem o cumprimento da meta de inflação, sejam detectados.

Para o setor creditício, a expectativa é de que a taxa básica de juros definida pela autoridade monetária atue como um piso para as taxas de juros dos empréstimos bancários. Vale lembrar que a essa taxa básica são adicionados, pelos bancos, os *spreads*, que correspondem ao prêmio pela incerteza de cumprimento do contrato de dívida¹¹

Segundo Torres (1999, p. 12)

[...] os bancos centrais, ao contrário do que advoga o conhecimento convencional, seguem uma postura acomodatória no atendimento da demanda por base monetária, fornecendo ou absorvendo fundos dos bancos à taxa de juros por ele estabelecida. Essa taxa torna-se efetiva porque o banco central, utilizando de sua condição de ofertante monopolista de base monetária, pressiona a quantidade de dinheiro em mercado necessária ao equilíbrio dos fluxos de caixa bancários, forçando os bancos a tomar recursos emprestado no banco central, a sua taxa de juros.

A novidade importante que acompanhou a fase mais recente desse período foi a mudança de postura de Presidente com relação ao setor financeiro privado. Isso se deveu à percepção de que não bastava apenas o Banco Central reduzir a taxa oficial. Era uma medida

¹¹ Não só o prêmio pelo risco é incluído na composição dos *spreads*, mas também outros fatores como o lucro do empregador, as taxas de administração e os valores referentes à cunha fiscal.

necessária, mas não suficiente para provocar a retomada dos investimentos e o estímulo ao crescimento da economia.

O governo determinou então, que os bancos oficiais federais baixassem suas margens de ganho. Medida que vinha sendo adiada pelos responsáveis pela política econômica.

O BC reduziu a SELIC, e fez com que Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal reduzissem seus *spreads*, diminuindo a taxa de juros para o consumidor final do crédito bancário. Essa medida viria a forçar uma baixa generalizada nos “spreads” de todas as outras instituições.¹²

Na tentativa despejar mais recursos no mercado, para forçar os bancos a aumentarem a oferta de crédito, o Banco Central anunciou, no dia 14 de setembro de 2012, uma alavancagem de R\$ 30 bilhões no mercado de crédito. O mecanismo definido para isto, foi a redução do percentual de depósitos compulsórios dos bancos no Banco Central.¹³

Banks rely heavily on demand deposited subjected to reserve requirements as an important source of funding economic activity. When there is a change in total reserves as a result of changes in monetary policy, bank reserves will be affected, thereby affecting their supply of loans to the private sector. Given that a significant number of firms and households depend on bank lending, ultimately aggregate demand and inflation will be affected (Arestis e Sawyer, 2004, pp. 42).

As medidas tomadas consistem na eliminação do percentual, que era de 6% sobre os depósitos à vista; a redução do compulsório adicional sobre depósitos a prazo, de 12% para 11%; e a autorização aos bancos para que entreguem Letras Financeiras para cumprir até metade do compulsório ou para a compra de carteiras de crédito.

O objetivo dessas atitudes, como não poderia deixar de ser, é de aumentar a liquidez dos bancos e permitir uma maior expansão do crédito. Com isso, o BC estaria de olho também no comportamento da economia, além de sua missão institucional de preservar o poder de compra da moeda nacional. E estaria aproximando seu comportamento ao do Federal Reserve

¹² Entre as maiores instituições financeiras do país, estão presentes o Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os dois últimos de propriedade exclusiva do Estado. A influência do governo na alocação de crédito não se dá apenas por meio dessas instituições, contudo, já que a regulação financeira doméstica também direciona parte dos créditos concedidos por instituições bancárias privadas a setores prioritários. (CARVALHO, 2010)

¹³ A parcela dos depósitos dos clientes que fica retida na autoridade monetária para impedir um aumento desordenado dos empréstimos bancários.

(Fed), o BC dos Estados Unidos, cuja missão legal é dupla: o controle da inflação e o combate à recessão.

Ficam claras as intenções de que a autoridade monetária esteja pretendendo expandir a liquidez do mercado como um todo para impulsionar os empréstimos bancários e a economia. Fez isso através da condução da SELIC para patamares nunca antes alcançados, simultaneamente a uma expansão da capacidade de empréstimo do sistema bancário, aliada ainda a uma determinação de mudança nos spreads.

Ainda que os cortes na SELIC tenham um efeito mais amplo na economia do que a redução dos compulsórios, ambas as medidas apontam para a mesma direção, que é de recolocar o nível da atividade doméstica em patamares considerados satisfatórios. Quaisquer que sejam esses efeitos, não é possível dizer que a política monetária está a caminho de tornar-se mais restritiva com o fim do ciclo de quedas da SELIC. Já que as medidas macroprudenciais foram criadas e estão caminhando para tomar o lugar da queda dos juros como mecanismo expansionista.

5. CONCLUSÃO

Em seu conjunto, as medidas monetárias e fiscais constituem uma decisão, cujo acerto somente se verificará no futuro. Assim, não é possível avaliar com clareza quanto dos recursos postos à disposição dos bancos com a redução do compulsório se transformarão em novos empréstimos. E também não há como garantir que a liberação de crédito por meio de empréstimos e financiamentos bancários seja elevada na proporção esperada. Afinal, o que se percebe é uma análise cada vez mais criteriosa na liberação de empréstimos, por parte dos analistas de crédito das instituições bancárias.

Concluimos que existe uma distância entre o governo e os bancos em torno da questão das taxas de juros. Pois, por um lado, há um natural desconforto no governo ao perceber que a queda na taxa Selic não está se refletindo em queda proporcional nas taxas pagas pelas pessoas físicas e jurídicas em seus empréstimos; por outro lado, há uma preocupação também natural com a redução do crescimento dos lucros por parte dos bancos, além da preocupação óbvia com a inadimplência. Com o dinheiro barato, tanto famílias quanto empresas tendem a se endividar além da possibilidade de cumprimento com suas obrigações de pagamento.

Corre-se assim, um risco de os bancos preferirem manter os recursos do compulsório liberados pelo Banco Central sob a forma de depósitos voluntários na própria autoridade monetária – como vem ocorrendo nos EUA e Europa após as diversas operações de seus bancos centrais para aumentar a liquidez.

Ao fazer variar a taxa de juros, a política monetária visa fazer variar na mesma direção as taxas de juros cobradas pelos bancos. Porém, tendo em vista que empréstimos de mais longo prazo são menos líquidos e tendem a oferecer maior risco, aquelas operações que se destinam a investimentos e consumos de bens duráveis, são as mais propensas a serem restringidas pelos bancos. (Bernanke e Gertler, 1987, p. 38).

O aumento da inadimplência é então, apontado por muitos como o causador da queda da rentabilidade bancária e, em consequência, da sustentação das taxas de juros em torno do atual patamar. No segmento do crédito ao consumidor, a inadimplência aumentou de 5,7% no primeiro trimestre de 2011 para 7,6% este ano. Como o endividamento hoje corresponde a 43% da renda, em lugar do patamar médio de 30% observado no passado, o problema não é trivial. Atesta o fato de que as provisões para devedores duvidosos nos bancos alcançaram mais de três bilhões de reais – o que significa aumento de mais de 30% relativamente às provisões do primeiro trimestre de 2011.

Há, entretanto, formas de atenuar o problema da assimetria de informação no relacionamento entre os bancos e seus clientes. Um cadastro de informações positivas e negativas sobre os clientes, disponíveis a todos os bancos, pode mitigar o problema do oportunismo dos clientes que ficam vagando de banco em banco para cobrir atrasos nos pagamentos de empréstimos. Informações sobre fraudes praticadas no passado; sobre o histórico dos empréstimos dos clientes no sistema bancário; informações sobre o histórico de pagamentos a serviços públicos e outros pagamentos periódicos podem também servir de base para uma melhor avaliação dos limites de crédito dos clientes.

Percebe-se assim, que apesar de estruturada, qualquer política monetária aplicada ao crédito, depende também de variáveis exógenas, e que como já foi dito, o resultado só será confirmado no médio ou longo prazos.

REFERÊNCIAS

BASTIAN, Eduardo Figueiredo. Os Objetivos da Política Monetária em Perspectiva Histórica: um estudo a partir das experiências da Alemanha, Estados Unidos e da Inglaterra (1914-2000)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2012) Trabalhos para discussão, n 278, Antonio F. de A. da Silva Jr. Liquidez do Sistema e Administração das Operações de Mercado Aberto

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. Junho/2010

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Programação monetária 2012. DEPEC – Diretoria Colegiada Departamento Econômico. 2012

BARBOSA, F.H., “A Inflação Brasileira no Pós-Guerra: Monetarismo Versus Estruturalismo”. Rio de Janeiro, IPEA/PNPE, 1983.

BARBOSA, F. de H. POLÍTICA MONETÁRIA: INSTRUMENTOS, OBJETIVOS E A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Bernanke, B; Gertler, M. (1987). Financial Fragility and Economic Performance NBER Working Papers 2318, National Bureau of Economic Research, Inc

BLANCHARD, O. (2005) *Macroeconomia*. São Paulo, Pearson Prentice Hall. 3ª edição.

CARVALHO, F. J. C. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. Textos para discussão CEPAL IPEA n 14. Brasília, 2010

CARVALHO, F. J. C. (1991) "A Não-Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias da Produção: A Moeda nos Modelos Pós Keynesianos". Estudos Econômicos, Vol. 21, No 1, janeiro-abril.

CARVALHO, F. J. C. Mr. Keynes and the Post Keynesians. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

CARVALHO, F. J. C. (2005) "Uma Contribuição ao Debate em tomo da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil". *Revista de Economia Política*, vol. 25, no 4 (100), outubro-dezembro.

FENDT, Roberto Juros. O governo tem a faca e o queijo. Disponível em <http://www.dcomercio.com.br/index.php/opiniao/sub-menu-opiniao/86994-juros-governo-tem-a-faca-e-o-queijo>

GONTIJO, C. (2007) "Os mecanismos de transmissão da política monetária: Uma abordagem teórica". *Textos para discussão*, no 321. Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar.

LIBÂNIO, G. A (2004) Temas de política monetária: Uma perspectiva pós keynesiana. *Textos para discussão*, no 229. Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. Economia monetária. 7.ed. São Paulo: Atlas, 1988.

MENDONÇA, H.F A Teoria da Credibilidade da Política Monetária - Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

OREIRO, José Luís. Equilíbrio temporário, taxa de juros e o motivo finanças de demanda de moeda: uma reavaliação da teoria da preferência pela liquidez. *Estudos econômicos*. São Paulo, v. 28, n. 4, p. 579- 600. out/ dez. 1998.

PEREIRA DA SILVA, Daniel. Mecanismos de transmissão da política monetária – Fatores que condicionam os impactos da taxa de juros sobre a demanda agregada. Unicamp 2010

TORRES, Marcos José R. (1999) Operacionalidade da Política Monetária no Brasil. Tese de Doutorado, UNICAMP.

MINSKY, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill Professional. 1986

VIEIRA DE ABREU, Y. y Bertelle Coelho, S.: (2009) Evolução histórica da moeda. Estudo de caso: Brasil (1889-1989)