

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Ricardo Luis Piccoli

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: DA DOMINÂNCIA FISCAL À
DOMINÂNCIA FINANCEIRA**

Porto Alegre
2017

Ricardo Luis Piccoli

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: DA DOMINÂNCIA FISCAL À
DOMINÂNCIA FINANCEIRA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado
ao Programa de Graduação em Ciências
Econômicas da Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, como requisito parcial
para obtenção do grau de Bacharel.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre
2017

A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: DA DOMINÂNCIA FISCAL À DOMINÂNCIA FINANCEIRA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Programa de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel.

Aprovado em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2017.

BANCA EXAMINADORA:
Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
UFRGS

Prof. Dr. Maurício Weiss
UFRGS

Aos meus filhos,
Ricardo, Guilherme, Laura e Giulia Piccoli

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, por todas as condições oferecidas e todas as oportunidades, ao longo dos anos que aqui estudei.

Agradeço aos mestres, com os quais tive a oportunidade de, até, fazer grandes amizades. E aos novos amigos e colegas que tive a oportunidade de cultivar. Especial agradecimento ao Professor Marcelo Milan, pela orientação nesse trabalho.

Aos meus filhos, agradeço por sua admiração e paciência à eterna inquietude do pai, fato que, além de estimular, sempre mais, minha formação, por certo, também, estimula sua inquietude e formação.

Ao meu pai, *in memoriam*, pelo enorme esforço na criação. À minha mãe, pelo exemplo e eterna instigação.

Agradeço, também, à Mary, pela paciência e fiel dedicação.

RESUMO

Esse trabalho objetiva relacionar o montante de recursos financeiros em tesouraria das instituições bancárias brasileiras com o quadro de altos juros fixados pela política monetária e com a existência de dominância fiscal, no Brasil. Por se considerar que a hipótese de dominância fiscal apresentada por Blanchard (2004), e pouco explorada no debate econômico recente, é ainda incompleta para explicar os efeitos da política monetária na economia, é sugerida a hipótese de dominância fiscal-financeira. Segundo essa hipótese, a excessiva liquidez das instituições financeiras, que retêm em tesouraria os recursos captados e aplicados em títulos públicos, se beneficiam da dívida governamental, forçando o Estado a refinarçar seus gastos via novas emissão de títulos, cada vez mais financeiramente onerosos.

PALAVRAS-CHAVE: taxas de juros, inflação, dominância fiscal, dominância financeira, bancos

Classificação JEL: E00; E52; E43; G21; H00

ABSTRACT

This work aims to understand the relationship between the large amount of financial resources, retained in the treasury management departments of the Brazilian banking institutions, with the high interest rates set by monetary policy, and the existence of fiscal dominance. Given that the hypothesis of fiscal dominance, pioneered by Blanchard (2004) and broadly ignored in the economic debate today in Brazil, is considered still incomplete to explain the effects of monetary policy, the hypothesis of fiscal-financial dominance is proposed. Such a hypothesis considers that the excessive liquidity of financial institutions, investing the funds raised in treasury management in government treasuries, benefit from the government debt, forcing the state to refinance its deficits through the issuance of new bonds, which are increasingly onerous.

KEY-WORDS: interest rates, inflation, fiscal dominance, new keynesian model, financial dominance, bank

LISTA DE TABELAS e QUADROS

Quadro 1	Literatura Empírica sobre a Política Monetária no Brasil	25
Tabela 1	Contas selecionadas de balanço do Banco do Brasil	44
Tabela 2	Contas selecionadas de balanço do Banco Bradesco	47
Tabela 3	Contas selecionadas de balanço do Banco Itaú	50

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Relação entre as contas (D)/(A) para o Banco do Brasil	44
Gráfico 2	Relação entre as contas [(B)+(C)]/(A) para o Banco do Brasil	45
Gráfico 3	Relação entre as contas (D)/[(B)+(C)] para o Banco do Brasil	45
Gráfico 4	Relação entre as contas (D)/(F) para o Banco do Brasil	45
Gráfico 5	Relação entre as contas (D)/(A) para o Banco Bradesco	47
Gráfico 6	Relação entre as contas [(B)+(C)]/(A) para o Banco Bradesco	48
Gráfico 7	Relação entre as contas (D)/[(B)+(C)] para o Banco Bradesco	48
Gráfico 8	Relação entre as contas (D)/(F) para o Banco Bradesco	48
Gráfico 9	Relação entre as contas (D)/(A) para o Banco Itaú	50
Gráfico 10	Relação entre as contas [(B)+(C)]/(A) para o Banco Itaú	51
Gráfico 11	Relação entre as contas (D)/[(B)+(C)] para o Banco Itaú	51
Gráfico 12	Relação entre as contas (D)/(F) para o Banco Itaú	51

SUMÁRIO

Introdução		12
CAPÍTULO 1 –	Política monetária, inflação, juros e liquidez bancária:	
	Aspectos teóricos e aplicações para o Brasil	16
	Pensamento macroeconômico: moedas, juros e produto nominal	17
	A experiência macroeconômica brasileira: política monetária, dívida pública e inflação	22
	Excesso de liquidez nas instituições bancárias	29
	Dominância fiscal-financeira	35
	Breve avaliação da relação taxa de juros com a Inflação no Brasil	38
	Considerações preliminares	41
CAPÍTULO 2 -	Excesso de liquidez do setor bancário	42
	Introdução	42
	Metodologia	43
	Resultados	44
	Considerações preliminares	52
CONCLUSÃO		53
REFERÊNCIAS		54
DEBATE MÍDIA IMPRESSA (2015/2017)		59

“Segundo a definição dos estoicos, o sábio é aquele que vive de acordo com as regras da razão prescrita, e o louco, ao contrário, é o que se deixa arrastar ao sabor de suas paixões. Eis porque Júpiter, com receio de que a vida do homem se tornasse triste e infeliz, achou conveniente aumentar muito mais a dose das paixões que a da razão, de forma que a diferença entre ambas é, pelo menos, de um para vinte e quatro. Além disso, relegou a razão para um estreito cantinho da cabeça, deixando todo o resto do corpo presa das desordens e da confusão. Depois, ainda não satisfeito com isso, uniu Júpiter à razão, que está sozinha, duas fortíssimas paixões, que são como dois impetuosíssimos tiranos: uma é a Cólera, que domina o coração, centro das vísceras e fonte da vida; a outra é a Concupiscência, que estende o seu império desde a mais tenra juventude até à idade mais madura. Quanto ao que pode a razão contra esses dois tiranos, demonstra-o bem a conduta normal dos homens. Prescreve os deveres da honestidade, grita contra os vícios a ponto de ficar rouca, e é tudo o que pode fazer; mas os vícios riem-se de sua rainha, gritam ainda mais forte e mais imperiosamente do que ela, até que a pobre soberana, não tendo mais fôlego, é constrangida a ceder e a concordar com os seus rivais.”

Erasmus de Rotterdam (Elogio da Loucura)

Introdução

As instituições bancárias, que além de criarem dinheiro contabilmente, também intermedeiam parte da riqueza gerada por uma parcela da classe¹ superavitária da população, a bem de, sob algum risco e razoável lucro, financiar os gastos da parcela deficitária, são instituições indispensáveis ao capitalismo e têm papel crucial na atividade econômica. Pois que não se vislumbra uma economia moderna que não esteja associada a um sistema financeiro sólido, bem organizado e, principalmente, engajado no desenvolvimento.

No entanto, as instituições bancárias operando no Brasil, através da exploração das elevadas taxas de juros definidas pela política monetária oficial, podem tornar-se parte interessada de uma ciranda que não beneficia a sociedade, desviando para a gestão de tesouraria os recursos captados dos agentes superavitários, suprimindo, assim, parcela de recursos/riqueza que poderia dinamizar, através do crédito, o desenvolvimento econômico via investimento produtivo. Esse “crowding out” parece ser bastante incisivo nas instituições bancárias brasileiras, o qual pode ser atestado pelas altas taxas de recursos aplicadas em títulos rentáveis do Estado.

No cenário mundial, observa-se uma tendência quase universal, especialmente em países periféricos e mais dependentes (ainda que europeus, como a Grécia)², de o sistema financeiro determinar o comportamento dos formuladores de política, mesmo que à custa da democracia. E, no Brasil, o ambiente institucional frágil, influenciado pelo poder financeiro (associado às generosas taxas de juros oficiais) e a excessiva

¹ Chamam-se classes a grandes grupos de homens que se diferenciam pelo seu lugar no sistema historicamente determinado de produção social, pela sua relação (na maioria dos casos confirmada e precisada nas leis) com os meios de produção, pelo seu papel na organização social do trabalho e, por conseguinte, pelos meios de obtenção e pelo volume da parte da riqueza social de que dispõem. As classes são grupos de homens em que uns podem apropriar-se do trabalho dos outros graças à diferença do lugar que ocupam num sistema da economia social”. (LÊNIN, V.I., 1978)

² “A decisão de George Papandreou, então primeiro-ministro da Grécia, de submeter o próximo pacote de “ajuda” da Europa ao seu país a uma consulta popular desencadeou uma queda espetacular das cotações nas Bolsas de Valores no mundo inteiro, colocando em foco a profunda contradição entre o poder político e o poder econômico nos países capitalistas democráticos, que hoje são a grande maioria das nações. Uma decisão que deveria ser normal em qualquer democracia – a de consultar o povo, do qual o governo, isto é, o poder político, é o representante – acaba de provocar pânico entre os donos do capital financeiro, que hoje detém a hegemonia do Poder econômico.” (Paul Singer, Carta Capital, 01/12/2011)

aversão ao risco dos bancos acabam desenvolvendo um modelo de “anti-financiamento da acumulação de capital” que explora uma suposta baixa elasticidade da demanda por crédito às taxas de juros (variação na taxa de juros ao consumidor e variação no volume demandado ao crédito)³, drenando os recursos captados pelo sistema bancário quase que exclusivamente para o financiamento da dívida pública. Ao final, a geração de riqueza segue um processo que não remunera adequadamente o trabalho empregado, além de não promover a expansão do emprego, sequer o capital produtivo (o qual, a bem da verdade, encontra-se muitas vezes imiscuído com o capital financeiro), mas, desproporcionalmente, o próprio sistema financeiro.

Esse processo de exploração financeira da economia, de certa forma, substituindo eficientemente a ciranda financeira baseada na inflação nas décadas de 80 e 90, modifica-se e aperfeiçoa-se, após 1999, agora sob o mote do combate à inflação por meio de um modelo wickselliano baseado na instrumentalização das taxas de juros (regime de metas). Modelo esse que se torna amplamente aceito pela academia e pelas instituições monetárias, embora crie, na realidade brasileira, mais dívida governamental (suportando dessa forma a liquidez bancária), continuando a “ciranda financeira” que não interessa à maior parte da sociedade. Conduz, assim, a economia a uma “armadilha de liquidez bancária” (LARA RESENDE, 2011), cujos efeitos negativos superam a tradicional “armadilha keynesiana de liquidez”, pois leva à dominância fiscal e à total redução da capacidade de investimento.

Em vista disso, o objetivo do trabalho é investigar o montante em tesouraria de bancos, como indicadores das distorções resultantes da política monetária (possível relação entre aumento de taxas de juros com o montante em tesourarias dos bancos), mostrando que a liquidez bancária desvia os recursos para a exploração financeira que não permite o desenvolvimento econômico via expansão do crédito (o ambiente de dominância fiscal acaba levando as instituições bancárias a entesourarem recursos em ativos líquidos).

O ambiente de altas taxas de juros incidentes sobre a dívida governamental, as quais favorecem o alto nível de recursos em ativos rentáveis e de elevada liquidez das

³ Quanto maior a elasticidade-juro da demanda de empréstimos e da oferta de depósitos, menor será o spread ótimo. (Oreiro et al, 2006)

instituições bancárias brasileiras, dá suporte à hipótese de dominância fiscal-financeira⁵. E para avaliar se as críticas de Lara Resende (2011, 2016) e Franco et al (2011) de que as premissas do modelo novo-keynesiano facilitam esse tipo de distorção (que leva à dominância fiscal-financeira), foi feita uma breve análise do comportamento das taxas de juros oficiais brasileiras, contra a inflação, no período de 2005 a 2017.

Os resultados obtidos permitem argumentar que o modelo novo-keynesiano, adotado pela autoridade monetária no Brasil, além de ser um instrumento de questionável eficiência no combate à inflação (não se chega a uma conclusão estatisticamente significativa sobre a eficácia desse instrumento, por motivos que serão apresentadas no Capítulo 2), tende a reforçar as tesourarias de bancos e demais instituições financeiras. E, como tal, também tornam questionáveis os “esforços” econômicos de busca pela estabilidade de preços como única meta da política.

No que diz respeito aos métodos adotados, inicialmente foi realizada uma revisão bibliográfica, como suporte aos estudos empíricos seguintes. Analisa-se a evolução dos modelos macroeconômicos, bem como os principais aspectos do combate à inflação e as consequências das taxas de juros, especialmente no cenário interno brasileiro. Após, são feitas as avaliações empíricas, para o cenário econômico brasileiro, dos crescimento dos recursos em tesouraria dos principais bancos, além de uma breve análise empírica da influência da taxa de juros na taxa de inflação.

O trabalho foi dividido em dois capítulos, além da introdução e da conclusão. No primeiro capítulo aborda-se a literatura sobre modelos macroeconômicos, com ênfase nas questões monetárias, avaliando inflação, juros e liquidez. Faz-se, também, uma revisão crítica da literatura sobre a preferência pela liquidez nas instituições financeiras brasileiras. No segundo capítulo, faz-se uma análise empírica das aplicações de recursos captados por um grupo selecionado de grandes instituições bancárias brasileiras, testando-se a hipótese de redirecionamento da liquidez nessas instituições. Por fim, busca-se interpretar os resultados das análises empíricas à luz das conjecturas apresentadas anteriormente, destacando os principais resultados.

⁵ A “dominância fiscal/financeira”, aqui analisada, nada mais é do que a própria “dominância fiscal” originada pela excessiva taxa de juros que incide sobre a dívida pública e pela forte influência financeira que esse fenômeno exerce sobre a composição da riqueza dos bancos.

Assim, parte-se da premissa que há um regime de dominância fiscal na economia, causado pelas altas taxas de juros oficiais utilizadas para, supostamente, estabilizar a inflação. Esse ambiente de pesado serviço da dívida, acaba favorecendo o sistema financeiro que, desviando recursos das linhas de crédito das instituições bancárias para tesouraria, com ativos financeiros líquidos e rentáveis, influencia ainda mais para que seja mantido o regime de dominância fiscal, o que se aventa chamar de dominância fiscal/financeira. O modelo novo-keynesiano (que desconsideram os agregados monetários como instrumentos de política) de utilização de taxas de juros para controle da inflação é o instrumento principal que favorece esse regime, pois, conforme é demonstrado, seu efeito na inflação parece seguir na posição inversa ao proposto. A dominância fiscal surge como resultado da adoção de políticas monetárias baseadas nos modelos novo-keynesianos.

CAPÍTULO 1

POLÍTICA MONETÁRIA, INFLAÇÃO E LIQUIDEZ BANCÁRIA: ASPECTOS TEÓRICOS E APLICAÇÕES PARA O BRASIL

*“A relação entre o Banco Central e o setor bancário no Brasil, no contexto do gerenciamento da dívida pública, permitiu que os bancos pudessem compor seu portfólio de tal forma que combinassem **liquidez e rentabilidade**, mesmo em circunstâncias em que o volume de crédito dos bancos esteve relativamente baixo. Em qualquer outro país do mundo, minimamente institucionalizado, essa situação seria impensável.”*

LFR Paula (2006)

“Historicamente, a indústria bancária brasileira baseou seu funcionamento muito mais no carregamento de títulos da dívida pública do que na concessão de crédito, especialmente em razão das elevadas taxas de juros.”

Prates e Biancarelli (2009)

Nesse capítulo, são apresentados, resumidamente, os modelos macroeconômicos que envolvem aspectos monetários (com origem na academia estrangeira) que balizam as atuais estratégias de política monetária dos bancos centrais, com breve histórico e crítica à sua real eficácia no combate à inflação. Também é feita uma reflexão resumida e paralela sobre o fenômeno inflacionário brasileiro (e as políticas de combate à inflação como variável chave para explicar a inflação), bem como sua relação com os modelos macroeconômicos (como o atual modelo, que utiliza a taxa de juros como instrumento de política) e seu impacto no montante da dívida pública. Na sequência, realiza uma breve análise, pela literatura, do fenômeno da alta liquidez bancária brasileira, possível consequência do modelo macroeconômico brasileiro que imbrica na expansão da dívida governamental na carteira dos bancos.

Pretende-se assim, nesse capítulo, provocar um entendimento adequado das variáveis inflação e taxa de juros, sob um arcabouço de políticas monetárias ditadas por algum modelo macroeconômico. Isso posto, é apresentado o problema da excessiva liquidez bancária, o qual pode ser considerado o ponto principal do trabalho, uma vez que essa liquidez representa um estoque permanente de recursos para absorver a dívida governamental que se expande pelas elevadas taxas de juros.

1.1 Pensamento macroeconômico: moeda, juros e produto nominal

A discussão sobre as causas do fenômeno da inflação, assim como suas consequências nas contas públicas (embora essa nem sempre seja interessante, para parte dos economistas), é sempre polêmica, e seu estudo envolve, via de regra, interesses econômicos. E, embora a inflação possa ter causas não monetárias, a teoria macroeconômica, em geral, e a teoria monetária, em particular, vêm, como seria de esperar, associada a um contexto histórico e institucional, conjuntural ou estrutural, e nele suporta seus preceitos. Mais especificamente, a teoria monetária sofre influências mais fortes do que a simples busca pela resolução dos problemas nacionais, ou da sociedade, pode sugerir. As teorias vão e vêm, morrem e ressuscitam, são reformuladas e lustradas, para o simples fim de ajustarem-se ao contexto de quem tem o poder para implantá-las. E essa conjectura é o cerne do trabalho que aqui começa.

Pode-se, por exemplo, começar a análise dos modelos monetários, antecessores dos modelos macroeconômicos do século XX, a partir dos bulionistas, que criticavam o fim da conversibilidade⁶ e defendiam sua restauração, sendo os primeiros quantitativistas⁷. Já, os anti-bulionistas, além de não aceitarem a conversibilidade, dado que a moeda poderia ser puramente fiduciária, dispensando seu lastro metálico, defendiam uma relação causal inversa, ou seja, acreditavam que os preços determinavam a quantidade de moeda.

No início do Século XX, as teorias anti-bulionistas foram suplantadas e a teoria da conversibilidade prevaleceu. Também perduraram os modelos quantitativistas

⁶ À época, a conversibilidade da moeda referia-se a conversibilidade das notas em ouro. Atualmente, a conversibilidade da moeda refere-se ao fato de ela ser capaz de liquidar transações financeiras internacionais livremente, sem restrições ou dificuldades à compra e venda. E, para tal, são necessários dois pré-requisitos: solidez macroeconômica e segurança jurisdicional (Mollo, 1994)

⁷ Os quantitativistas adotam alguma versão da Teoria Quantitativa da Moeda – TQM, segundo a qual a quantidade de moeda determina o nível de preços no longo prazo. A direção de causalidade na identidade $MV = PY$ vai de M , que é a quantidade de moeda, para P , que é o nível geral de preços, uma vez que a velocidade de circulação, V , é suposta constante, e o produto real, Y , é suposto não ser afetado pelas variáveis monetárias, ou por M .

(baseados na TQM), quando a macroeconomia surgiu, os quais acabam originando o modelo keynesiano⁸ e o modelo monetarista de Friedman,⁹ de meados do século XX.

Antes dos modelos macroeconômicos keynesiano e monetarista, os clássicos avaliavam a economia através da curva de oferta (enquanto os keynesianos, através da curva de demanda, com perspectivas de curto prazo). Os novo-clássicos, que surgem após os clássicos e subsequentemente aos keynesianos e monetaristas, contradizem as afirmações de Keynes e apresentavam as propostas do ciclo real de negócios. Já os neoclássicos rompem com os preceitos clássicos, apresentando motivos diferentes para, por exemplo, a inflação, que devem ser abordados pelo governo com estratégias diferentes.

E da controvérsia entre keynesianos e monetaristas surgem os modelos novo-keynesianos, do final dos anos 70, do século passado. Nesse período, as interferências na política econômica, baseadas tanto nas teorias monetarista e keynesianas, se mostraram insuficientes e falhas. Segundo João Sicsù (SICSÙ, 2003), até o início dos anos 1980, predominava a idéia friedmaniana de que o objetivo final do banco central deveria ser evitar inflações e deflações e sua meta intermediária, que permitiria alcançar a meta final deveria ser o volume de algum agregado monetário em um determinado período de tempo. Tal proposição se enfraqueceu teoricamente e perdeu aplicabilidade devido ao insucesso que alguns bancos centrais tiveram quando adotaram a regra

⁸ Na Teoria Geral, Keynes é essencialmente quantitativista, pois considera a despesa total na economia e os efeitos na produção e na inflação, defendendo o aumento dos gastos do governo e a redução de impostos para estimular a demanda e afastar a economia da depressão. A Teoria Keynesiana é considerada uma teoria do lado da demanda que se concentra nas mudanças na economia no curto prazo, cuja primazia é a promoção do pleno emprego, e a prevenção da inflação é um objetivo secundário. Posteriormente, a economia keynesiana foi utilizada para se referir ao conceito de que o desempenho econômico ótimo poderia ser alcançado (e os prejuízos econômicos impedidos) pela influência na demanda agregada, através de políticas de estabilização ativista e de intervenção econômica pelo governo. Os seguidores de Keynes (pós-keynesianos) são anti-quantitativistas.

⁹ A macroeconomia monetarista é a crítica direta de Friedman (1968) à teoria da economia keynesiana. Envolve o controle do dinheiro na economia. Os monetaristas acreditam no controle da oferta de dinheiro na economia (seja porque a moeda afeta os níveis de produto e emprego no curto prazo, seja pelo fato de que o estoque de moeda provoca modificações no nível de preços no longo prazo) e permitem que o resto do mercado se ajuste. O efeito real da política monetária expansionista ocorre, segundo Friedman, somente enquanto houver “ilusão monetária”. Esta ocorre devido às imperfeições no canal de informações que possibilitam enganos quanto ao futuro. Há defasagem de percepção entre os agentes econômicos sobre as variações de preços relativos e as do nível geral de preços, e também sobre as variações nominais e as reais.

friedmaniana. Esses bancos centrais não foram capazes nem de atingir as metas monetárias, nem de controlar a inflação.

Em verdade, mudanças institucionais e tecnológicas são frequentes e transformaram o significado e a velocidade de circulação dos agregados-metas. Então, por algum tempo, abriu-se um vácuo na discussão sobre as regras que disciplinariam a política monetária e manteriam a inflação sob controle. Em 1983, na palestra intitulada Money, Credit and Banking realizada nos encontros da Western Economic Association dos Estados Unidos, o Prêmio Nobel James Tobin (SICSÛ, 203) afirmou: "um grande número de arquitetos monetários está pronto para preencher esse vácuo". O economista da velha tradição keynesiana acertou. O vácuo aberto pela derrocada monetarista foi preenchido pelo estabelecimento de uma nova regra que deveria disciplinar a política monetária e buscar manter a inflação sob controle. Tal regra está também baseada nos fundamentos teóricos da ciência econômica convencional. Assim, a regra convencional que deveria disciplinar a política monetária que vigora nos dias de hoje é simples: "se pressões inflacionárias ou a própria inflação estão presentes, eleva-se a taxa de juros; se a inflação ou as pressões inflacionárias desapareceram, a taxa de juros deve ser reduzida". Então, o poder discricionário do corpo de dirigentes do banco central é limitado. Tal poder, embora limitado, pode ser maior ou menor, isto dependerá da regra de política monetária que a função de reação do banco central especificar (SICSÛ, 2003). E, na sua política monetária, os bancos centrais decidem por uma estratégia descolada dos modelos anteriores, adotando um regime de metas de inflação. Essa estratégia é complementada pelos novos-keynesianos, que implementam microfundamentos na análise de Keynes, ganhando importância os fundamentos monetários que definem que os instrumentos a serem usados pelos bancos centrais não seriam mais os agregados monetários, mas a taxa de juros e a adoção das metas para a inflação. Quebra-se o paradigma quantitativista.

Na "fronteira teórica" (Arida, 1983), chegava-se, por esse paradigma, a um relativo consenso entre keynesianos e monetaristas na condução da política monetária, resultando no modelo novo-keynesiano, com expectativas racionais, de Robert Barro (BARRO, 1976, 1979), LUCAS (1973, 1986) e KYDLAND (1977), até hoje usados pelos bancos centrais. Sustenta, esse novo modelo, que a inflação pode ser estabilizada através de uma regra para as taxas de juros, deixando a quantidade de moeda de lado. Nesse modelo, segundo a Regra de Taylor, para estabilizar a inflação, a taxa de juros

deve ser reduzida ou aumentada mais do que proporcionalmente e de maneira inversa ao movimento observado na inflação.

De acordo com Barbosa (2004a), o modelo novo-keynesiano é o modelo básico utilizado na literatura econômica recente para a análise de regras de política monetária. Consiste numa aproximação linear, em logaritmos, de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico com preços rígidos, deduzido a partir de microfundamentos e, portanto, imune à famosa crítica de Lucas¹⁰. O modelo tem duas equações:

- a) Uma equação de alocação intertemporal do consumo, interpretada como equação IS

$$x_t = -\sigma [r_t - E_t \pi_{t+1} - \rho] + E_t x_{t+1} + g_t$$

- b) Uma curva de Phillips

$$\pi_t = \kappa x_t + \beta E_t \pi_{t+1} + u_t$$

Em que x é o hiato do produto; r a taxa de juros nominal; π a taxa de inflação; g um choque de demanda; u um choque de oferta; ρ a taxa de juros real de longo prazo; E a esperança matemática da variável condicionada pela informação disponível no momento que corresponde ao índice deste operador; σ , κ , e β são parâmetros positivos do modelo.

Segundo Barbosa (2004b), “neste ambiente, o comportamento dos agentes econômicos leva em conta a previsão dos acontecimentos no futuro (forward looking), na boa tradição dos modelos com expectativas racionais”, e a suposição de que o Banco Central fixa a taxa de juros nominal de tal sorte que uma função de perda de bem-estar seja minimizada, tornando a determinação da regra de política monetária um problema de programação dinâmica estocástica. Assim, o modelo macroeconômico passa a ser IS-RT-CP (IS, com Regra de Taylor e Curva de Phillips).

¹⁰ “Dado que a estrutura de um modelo econométrico consiste em regras de decisão ótimas dos agentes econômicos, e que as regras de decisão ótimas variam sistematicamente com as mudanças na estrutura das séries relevantes para o decisor, conclui-se que qualquer mudança na política sistematicamente irá alterar a estrutura dos modelos econométricos”. (LUCAS, 1976, apud BARBOSA, 2004b)

E o modelo novo-keynesiano perdurou quase absoluto, na academia e nos bancos centrais, até o início do Século XXI, quando da Crise Americana de 2007, momento em que se começou a revolver, outra vez, o pensamento macroeconômico. Pois o recente aumento da oferta de moeda, em larga escala, por países desenvolvidos, por meio da facilitação quantitativa, balançou, de vez, a estrutura dos antigos modelos quantitativistas¹¹, assim como lançou dúvidas sobre a relação taxa de juros e inflação das atuais conjecturas novo-keynesianas¹².

Para Lara Resende (2017a), baseado em Woodford (2004), as últimas versões dos modelos novo-keynesianos, tentam explicar as distorções observadas no comportamento da inflação, introduzindo a hipótese de Irving Fisher, segundo a qual a taxa de juros nominal de equilíbrio é igual à taxa real mais a expectativa de inflação futura. Tais modelos, além de alguns complicados problemas conceituais, preveem que, no longo prazo, a relação entre a taxa de juros e a inflação é inversa à que sempre se acreditou: quando o Banco Central eleva a taxa de juros, a inflação não cai, mas aumenta; e quando o Banco Central reduz a taxa de juros, a inflação não sobe, mas cai.

Desse modo, as constantes mudanças dos modelos macroeconômicos sugerem que os mesmos são desenvolvidos e adaptados para uma determinada política ou, até, algum interesse social pouco adequado para explicar os eventos macroeconômicos de grande parte das economias. Para algumas economias se adaptam relativamente bem; para outras, não são adequados. A expansão monetária de economias desenvolvidas (por meio dos programas LSAP – Large Scale Assets Purchase) exemplifica bem essa crítica, pois os modelos monetários que desse movimento surgem também podem fazer mais sentido a economias desenvolvidas. Será que são representativos para economias com problemas estruturais, como a brasileira?

¹¹ De acordo com o Relatório “Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet”, do Fed (Federal Reserve, Banco Central Americano), houve um aumento das reservas bancárias americanas de US\$ 870 bilhões, em Agosto de 2007, para US\$ 4,5 trilhões, em Agosto de 2017, multiplicando a base monetária por 50, num período inferior a dez anos (FED, 2017). O mesmo aconteceu no Japão (Castelli, 2010), na Inglaterra e nas economias da zona do euro. Diante do aumento massivo da oferta de moeda, a inflação deveria disparar, o que não aconteceu. Manteve-se excepcionalmente baixa e, ainda, menos volátil do que no passado. Nesse caso, a continuidade do uso dos modelos quantitativistas (volume de moeda e inflação) fica comprometido (Lara Resende, 2017a).

¹² Diante de taxas de juros muito baixas (e, até, negativas, como na Alemanha) o processo inflacionário deveria ser de igual monta, segundo o modelo novo-keynesiano. É isso não aconteceu, sendo esse comportamento a pedra de toque de Cochrane e Woodford para revisarem, também, o modelo novo-keynesiano.

1.2 A experiência macroeconômica brasileira: política monetária, dívida pública e inflação

Foi com essas palavras que, em 14 de junho de 1999, Armínio Fraga¹³, então Presidente do Banco Central, apresentou as linhas gerais do que viria a ser a estrutura da política econômica brasileira a partir, de então:

“O que se tem hoje é uma mudança que dá à taxa de câmbio uma função diferente da função que ela tinha antes. Antes o Governo dizia para a taxa de câmbio: ‘você toma conta da inflação.’ e dizia para a taxa de juros: ‘você toma conta do balanço de pagamentos.’, que é um regime de taxa de câmbio fixa. Hoje nós estamos escalando o time de forma diferente. Nós estamos dizendo para taxa de câmbio: ‘você toma conta do balanço de pagamentos’ e para taxa de juros: ‘você toma conta da inflação’. Porém, nada disso funciona sem uma boa política fiscal”.

Programa Roda Viva (RODAVIVA, 1999)

A política monetária brasileira seguiria, a partir de 1999, o modelo de utilização da taxa de juros para controle da inflação¹⁴. Mas, esse tipo de política monetária necessita de sintonia fina e estar muito ajustado à política fiscal, assumida como independente da primeira. O discurso de Armínio Fraga já atentava para esse fato. Porém, ainda naquele ano, a taxa nominal de juros chegaria a quase 45% ao ano. E manteria mantida, subsequentemente, a mais de 20% ao ano ou em patamares ao redor de 15% ao ano, na maior parte do tempo. Nesse cenário, seria quase impossível simular qualquer política fiscal independente, isto é, que não entrasse em profundo conflito com a política monetária.

¹³ Armínio Fraga havia sido nomeado para o cargo pouco mais de três meses antes pelo Presidente Fernando Henrique Cardoso e aproveitou sua participação como entrevistado no programa Roda Viva para explicar as mudanças mais relevantes da política econômica que estavam sendo adotadas e que viriam a ser formalmente adicionadas à legislação brasileira pouco tempo depois, por meio do Decreto n.º 3088, de 21 de junho de 1999.

¹⁴ A manutenção do atual modelo macroeconômico do tripé (câmbio flutuante, superávits fiscais e metas de inflação), no Brasil, adota uma política monetária de controle de inflação pelo aumento/redução da taxa real de juros objetivando reduzir/aumentar a demanda agregada.

O modelo do “tripé”, introduzido naquele ano, jamais foi consenso entre os economistas brasileiros, pois introduzia a ideia de que a estabilidade econômica proporcionaria, automaticamente, as condições para o crescimento, independente da política monetária. Uma missão muito difícil, nessas condições de altas taxas de juros, que impossibilita qualquer política fiscal independente.

Após a Crise Americana de 2007, houve uma grande preocupação, no cenário macroeconômico mundial, em se adotarem políticas monetárias que respondessem de maneira eficiente e rápida à degradação econômica e à questão da dívida pública. Nesse ambiente, a redução das taxas de juros oficiais foi condição basilar. E políticas monetárias internacionais comprovam essa premissa.

No entanto, no Brasil, seguia-se em um quadro de altas taxas de juros, conforme mostram os dados do Banco Central do Brasil (BCB, 2017). Situação que se mantém, pós-Crise, embora se tenha adotado uma política fiscal anticíclica e ativa. Por aqui, parte das políticas monetárias adotadas pelos demais bancos centrais (WORLDBANK, 2017), especialmente referente à taxa de juros, foi ignorada ou flagrantemente ajustada. A adoção de um modelo desenvolvido no exterior para a política monetária, por si, já não garantiria sucesso interno. E, ademais, quando esse modelo começava a ser questionado no exterior, mantinha-se ortodoxa sua aplicação, no Brasil. Na contramão do movimento macroeconômico mundial (INFOMONEY, 2017) e a despeito dos impactos sobre a dívida pública, os formuladores de política continuavam o combate a uma suposta ameaça inflacionária, aumentando as taxas de juros e mantendo a aplicação rígida da política monetária. O anacrônico “liberalismo tardio à brasileira” cedia seu espaço ao “financismo moderno”.

Na outra ponta da política macroeconômica, os incentivos fiscais se ampliavam por aqui, mesmo sob um regime de altas taxas de juros, o que explica a explosão da dívida pública de 2009 a 2016 (STN, 2016). No período, os estímulos fiscais atenuaram os impactos da Crise Americana de 2007 sobre a economia doméstica, mas a política monetária, sem a mesma personalidade e robustez da política fiscal (quicá, por motivos da influência financeira na formulação) armava uma carga explosiva que viria a ser fatal a partir de 2015 (pois, encontra-se com a crise política).

Na literatura disponível, com exceção aos artigos de Lara Resende (2017, 2016, 2011) e os estudos específicos para o caso brasileiro de Blanchard (2004), não foram

encontrados estudos mais aprofundados sobre as consequências da política monetária de altas taxas de juros na economia nacional, sequer estudos sobre a influência do setor financeiro na formulação da política monetária. Nenhum trabalho que relacione a política monetária à liquidez bancária. Apenas estudos pontuais que procuram causalidades econométricas ou a dedução de que estamos em dominância fiscal ou monetária ou a simples avaliação das taxas de juros frente à inflação.

Por exemplo, Gadelha e Divino (2008) buscam determinar se há um regime de dominância fiscal ou monetária na economia brasileira no período pós-Plano Real, de 1995 a 2005, por meio de testes econométricos. Concluem que não há nenhum dos dois, ao menos no período estudado.

Moreira et al (2012) avaliam se a política fiscal adotada pelo Brasil no período de 1982 a 2010 foi crível, no sentido de cooperar para a manutenção da estabilidade de preços, na economia brasileira, avaliando o modelo novo-keynesiano. Os resultados mostram que nos períodos de implementação de políticas de estabilização de preços, em que houve ajuste fiscal restritivo ou que a aprovação do governo pela população era elevada, a credibilidade da política fiscal foi classificada como forte. Analisando-se, nesses autores, o período pós-1999, conclui-se que a utilização da taxa de juros, para controle de inflação, foi avaliada como efetiva.

Moreira e Carvalho Jr. (2013) analisam o período de 1999 a 2011, para o Brasil, e indicam uma política fiscal expansionista. Como efeito, observam um incremento entre o hiato do produto e a taxa de inflação, e também um aumento da dívida pública que, por consequência, afetaria positivamente a taxa de juros. Os resultados mostraram evidências de que o Brasil praticou uma política fiscal ativa no período, o que é incompatível com um sistema de metas inflacionárias, e sugere a possibilidade de um regime de dominância monetária. Além disso, segundo eles, há uma fraca coordenação entre as políticas monetária e fiscal, explicando parcialmente as altas taxas de juros praticadas pelo Brasil.

Porém, as análises da maioria dos autores são de cunho econométrico, com pouca preocupação em conhecer a raiz estrutural dos problemas, com exceção a Moreira e Carvalho Jr. Além do mais, apresentam resultados nitidamente conflitantes, como mostrado por Ferreira (2015), no qual as conclusões sobre a dominância fiscal ou

monetária, no Brasil, conflitam para cada autor, método ou período estudado, conforme Quadro 1.

Quadro 1: Literatura Empírica sobre a Política Monetária no Brasil

Autor	Método	Período de Análise	Resultado
Tanner e Ramos (2003)	VAR	1995-2003	Dominância Monetária
Verdini (2003)	Autovalores-autovetores generalizados na forma Schur	2001-2003	Dominância Monetária
Rocha e Silva (2004)	VAR	1996-2000	Dominância Monetária
Carneiro e Wu (2005)	GMM	1995-2002	Dominância Fiscal
Moreira <i>et al.</i> (2007)	GMM	1995-2006	Dominância Fiscal
Moreira (2011)	GMM	1995-2008	Dominância Fiscal

Fonte: Ferreira (2015, p. 8)

Para o período mais recente, especialmente após a Crise Americana de 2007, encontram-se ainda menos trabalhos que avaliem especificamente os efeitos da taxa de juros sobre a inflação e a consequente dominância fiscal/financeira. Os poucos trabalhos incluem Lara Resende, (2011, 2016, 2017), Franco et al (2011) ou mesmo Blanchard (2004) ou Nakano (2005).

Lara Resende (2011, 2016, 2017a, 2017b) é um dos poucos economistas de renome, no Brasil, a abordar o problema das altas taxas de juros, apresentando a relação positiva entre taxa de juros e inflação. Posição que o expõe a críticas, gerando um debate recente nos grandes meios de comunicação do centro do país, principalmente, do Jornal Valor Econômico (DEBATE MÍDIA IMPRESSA, 2015/2017). Embora aborde as inexplicavelmente altas taxas de juros, no Brasil, e sua correlação com a dominância fiscal, Lara Resende (2017b) descola um pouco da realidade brasileira quando se pronuncia sobre a causa do problema. Encara a influência das taxas de juros na dívida e a suposta não-influência dessas na inflação. Porém, seguindo a tradição de buscar soluções em modelos estranhos à realidade interna, adota as novas teorias monetárias neo-wickselianas de Woodford e neo-fisherianas de Cochrane, apartando-se da

discussão sobre a “dominância fiscal”, na qual nos encontramos há anos, em que os juros passam a ter mais importância que o principal da dívida (acrescente-se: *em que os juros acabam contribuindo para aumentar o principal da dívida*). Lara Resende, no seu debate, em artigos ou jornais, critica o modelo novo-keynesiano adotado pelos formuladores da política monetária brasileira e tangencia a “Teoria Fiscal dos Níveis de Preços (TFNP), combinada com os modelos novo-keynesianos de expectativas racionais de Cochrane (2016), a qual aborda o problema da dominância fiscal. E, embora aborde com precisão a problemática da ineficiência da política de controle de inflação pelas taxas de juros, não aborda fenômenos como a excessiva liquidez bancária e a dominância fiscal.

Lara Resende utiliza as críticas ao modelo novo-keynesiano desenvolvidas por Woodford e Cochrane, os quais tentam ajustar um novo modelo que explique os fenômenos da expansão monetária e da baixa inflação, no contexto norte-americano. Tenta demonstrar que o comportamento não esperado das taxas de juros frente à inflação pode ser adaptado a esses modelos. Com base em Cochrane e Woodford, ele apresenta versões do modelo que, supostamente, resolvem as contradições apresentadas no período pós-crise. Uma das hipóteses apresentadas é a neo-fischeriana, baseada no modelo de Irving Fisher (COCHRANE, 2016) que troca a posição das variáveis na equação, no longo prazo. Segundo os neo-fisherianos, a taxa de juros nominal de equilíbrio (i) é igual à taxa real (r) mais a expectativa de inflação futura ($E(p)$). Ou seja:

$$i = r + E(p)$$

Para o Brasil, a relação entre taxas de juros e de inflação, no longo prazo, seria inversa à que se sempre se acreditou¹⁵, e quando o banco central eleva as taxas de juros, a inflação esperada aumenta (LARA RESENDE, 2016). Ao fixar a taxa nominal de juros, dada a taxa real, determinada na esfera não monetária da economia na equação de Fisher, o Banco Central determina também a inflação esperada (LARA RESENDE, 2016). Quando o Banco Central reduz a taxa de juros, a inflação esperada cai. Essa inversão seria resultado das expectativas racionais que não olham para trás, para o

¹⁵ Cochrane demonstra que, ao combinar a TFNP (Teoria Fiscal do Nível de Preços) com o modelo novo-keynesiano de expectativas racionais, é possível dar uma explicação simples e logicamente robusta para o fato de que o efeito da taxa de juros sobre a inflação se inverte no longo prazo. Ou seja, que um aumento na taxa de juros reduza a inflação no curto prazo, ainda que aumente a inflação no longo prazo (LARA RESENDE, 2016).

passado, como é o caso das expectativas adaptativas, mas sim para frente, para o futuro. Nesta abordagem, a taxa nominal de juros, fixada pelo Banco Central, atuaria como sinalizadora da inflação futura.

Assim, no cenário externo, avalia-se que os modelos novo-keynesianos não seriam adequados para explicar os fenômenos mundiais da expansão da moeda e da estabilidade inflacionária, pós Crise Americana de 2007. E, especificamente para o cenário interno brasileiro, não estariam sendo efetivos como guias para o combate à inflação.

Convém enfatizar que, tampouco, é recente a análise da possibilidade de que as altas taxas de juros agravem o desequilíbrio fiscal, de tal forma que se torne contraproducente. Foi primeiramente proposta, para o caso brasileiro, por Blanchard (2004). Segundo Blanchard, o juro alto pago pelo governo não só agrava o desequilíbrio fiscal, como no longo prazo mantém a inflação alta. A chamada hipótese da "dominância fiscal" de Blanchard foi inicialmente tratada como uma mera conjectura teórica, logicamente possível, mas praticamente irrelevante. Reapareceu, mais recentemente, com o agravamento da situação fiscal durante os últimos anos do governo trabalhista. Foi ainda tema de artigo de Loyo (2000), citado por Sims (2016) no encontro dos presidentes de bancos centrais em Jackson Hole de agosto de 2015. Essa crítica de Blanchard pode ser considerada uma crítica ao modelo novo-keynesiano, nas linhas do enfoque de Lara Resende, ou uma crítica específica à sua aplicação à economia brasileira, conforme o objetivo específico desse trabalho.

Com o atual modelo macroeconômico novo-keynesiano de controle de inflação pela utilização da taxa de juros (com efeito na demanda), observa-se que, desde o Plano Real, no Brasil, convive-se com elevadas taxas de juros, o que torna o endividamento público brasileiro uma constante perigosa¹⁶. A partir dos anos 2000, principalmente, quando não se dispunha de tantas estatais para vender, a dívida interna começou, mais uma vez a subir, dessa vez devido à política de neutralização da dívida externa (aquisição de reservas) e às políticas sociais do governo dos trabalhadores. Nos anos

¹⁶ No período pós-plano de estabilização, as taxas de juros de mais de 40% ao ano tornavam necessária a privatização das empresas estatais para conseguir-se manter a dívida pública a níveis razoáveis, sob risco ao patrimônio da nação. Só não se quebrava o Estado brasileiro, no curto prazo, pois se vendia o patrimônio público.

2000, as consequências do uso do modelo novo-keynesiano na gestão macroeconômica deveriam ter sido contestadas, assim como o mecanismo de aumento de liquidez das instituições financeiras.

Conclui-se que a atual teoria macroeconômica aplicada à economia brasileira não consegue compreender e dar soluções satisfatórias para a correlação positiva entre taxas de juros e inflação. Sendo o Brasil um país pouco desenvolvido (institucional e socialmente) e de recursos econômicos pouco dinâmicos (indústria em decadência e forte dependência do agronegócio), modelos macroeconômicos importados de escolas “de renome” (mas já em desuso em seus países de origem) poderiam favorecer apenas aos interesses do setor financeiro.

Acrescente-se que órgãos mundiais como o FMI e o Banco Mundial¹⁷ (WORLDBANK, 2017) acentuaram seus ataques aos modelos macroeconômicos pré-crise, na esperança de revisão dos modelos macroeconômicos que não conseguem mais explicar, sequer prever, o crescimento das dívidas públicas de economias mais vulneráveis, a persistir o uso de modelos baseados no aumento das taxas de juros e acúmulo de dívida pública. As instituições que, no nosso país, definem a política monetária, Banco Central e Governo Central, apesar do visível descompasso entre a política monetária, política fiscal, realidade da dívida pública e da conta de juros, foram incapazes de abandonar os preceitos da velha política monetária novo-keynesiana que foca única e exclusivamente na taxa de juro para baixar inflação, desconsiderando os impactos sobre a dívida pública.

¹⁷ Na palavra de críticos respeitados, como Buiter (2009) e Blanchard (2004; Spillimbergo et al, 2008).

1.3 Excesso de liquidez nas instituições bancárias

A Armadilha da Liquidez, um dos mais interessantes e controvertidos conceitos da Teoria Geral de Keynes, estabelece que há um piso abaixo do qual a taxa de juros não pode cair, independentemente da expansão da moeda e do crédito. Se a taxa de juros de equilíbrio de pleno emprego estiver abaixo deste piso (e há momentos em que ela pode efetivamente estar) sendo até mesmo negativa, nem a política monetária expansionista, nem a deflação, provocada pela subutilização da capacidade e pelo desemprego, são capazes de restabelecer o pleno emprego.

No caso brasileiro, em que a demanda agregada privada é pouco sensível à taxa de juros, tem-se, também, uma situação de ineficácia da política monetária, com incapacidade de aumentar a poupança e reduzir a demanda através da elevação da taxa de juros (LARA RESENDE, 2011). Ao se proceder uma comparação entre a economia brasileira e outras economias, enquanto a situação americana, por exemplo, é essencialmente keynesiana, com insuficiência de demanda e incapacidade da política monetária de estimulá-la (WOODFORD, 2003), a situação brasileira é de excesso de demanda potencial (devido à necessidade de consumo das classes de menor renda), com incapacidade da política monetária de reduzi-la (sendo essa a opção da política monetária, embora seja de efeito social duvidoso e de eficácia técnica discutível). Então, lá fora, a taxa de juros é incapaz de estimular a demanda, aqui, ela é incapaz de estimular a poupança (LARA RESENDE, 2011).

Nos bancos e instituições financeiras, também há uma preferência pela liquidez. Quando possuem expectativas otimistas, estes privilegiam rentabilidade à liquidez, ampliando as aplicações de maiores prazos e riscos (crédito), vis-à-vis o montante das aplicações mais líquidas, reduzindo suas margens de segurança (VINHADO, 2013). Por outro lado, quando as expectativas são pessimistas, os bancos revelam suas preferências por liquidez, reduzindo a oferta de crédito, dando maior ênfase a papéis mais seguros e líquidos, como títulos públicos. Em momentos de expansão econômica, o aumento do grau de alavancagem permite que ampliem sua capacidade de aproveitar oportunidades de lucros através da aquisição de ativos, adquirindo recursos em grande escala que poderiam ser transferidos aos agentes deficitários, no setor privado (VINHADO, 2013).

Essa situação é explorada nesse trabalho, ou seja, o ambiente de lucro favorável, devido às taxas de juros (no ambiente de modelo macroeconômico novo-keynesiano), permite a distorção da aplicação de recursos excessivamente em tesouraria, alimentando a situação que remete à dominância fiscal que, em si, é insuficiente, pois tem como contrapartida os ativos do setor rentista, caracterizando uma dominância fiscal (passivo do governo) mas sobretudo financeira (ativo do segmento rentista). Alguns estudos nessa linha, para o caso brasileiro, são apresentados, como contexto às observações empíricas que são apresentadas no capítulo 2.

Munhoz e Gaspar (2012) observam que os bancos buscam maior rentabilidade em momentos de maior estabilidade em detrimento ao aumento da preferência pela liquidez. Segundo os autores, logo após o Plano Real, houve uma expansão das aplicações em crédito como forma de compensar as perdas com as receitas inflacionárias. Porém, tal expansão foi comprometida, a partir de 1997, dadas as crises cambiais na Ásia, Rússia e Brasil no final da década, dando lugar a maiores aplicações em títulos e valores mobiliários mais líquidos. A partir do início dos anos 2000, segundo os autores, com um ambiente mais favorável e estável, ocorre uma expansão das aplicações em crédito no Brasil, passando a relação Crédito/PIB de 22%, em 2002, para 40% em 2008.

Na sequência do estudo de Munhoz e Gaspar, com a Crise Americana, deflagrada em meados de 2007, percebe-se, nos anos seguintes, novas realocações dos portfólios dos bancos privados, em operação no Brasil, em busca de maior liquidez, retraindo novamente as aplicações em operações de crédito. A partir desse evento, mediante a retração do crédito privado, o Governo Federal utilizou seus grandes bancos públicos federais (Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e o BNDES) para irrigar a economia doméstica e atenuar a recessão, mediante concessão de crédito (Oliveira, 2007). Adotou, assim, postura anticíclica frente à crise financeira global, embora o ciclo expansivo de crédito iniciado no Brasil a partir de 2003 não tenha origem, apenas, na indução direta dos bancos públicos (Araújo, 2013), quando contrariaram a preferência pela liquidez dos bancos privados aqui discutida, como reação ao estreitamento do crédito no mercado. Ou seja, quando começam a se mostrar maiores riscos à atividade bancária, as instituições financeiras privadas passaram a reter recursos, como forma de se proteger de instabilidades internas e externas. Comportamento que segue a tendência apresentada por Keynes, favorecido pelas altas taxas de juros.

Prates e Biancareli (2009) observam que, historicamente, a indústria bancária baseou seu funcionamento muito mais no carregamento de títulos da dívida pública do que na concessão de crédito, especialmente em razão das elevadas taxas de juros. Nesse ponto, não há contradição com as informações de Munhoz e Gaspar, mas uma ênfase a uma tendência geral que serve para posicionar momentos temporais, quando essa atitude foi mais incisiva. Demonstra que a indústria bancária brasileira, ao longo de sua história, utiliza os títulos governamentais como uma forma de proteção bem remunerada. Ou seja, é um segmento que, também, se movimenta às sombras do favorecimento estatal.

Paula e Alves Jr (2003), observam que, considerando o *trade-off* entre rentabilidade e liquidez, os bancos, no Brasil, possuem suas particularidades, uma vez que os títulos da dívida pública, que representam o que seriam os ativos de maior liquidez, são de baixo risco, porém, rentáveis, haja vista a elevada taxa básica de juros praticada no país. Tem-se, nesses autores, a consideração dessa distorção de liquidez com juros que a alimentam.

Paula (1998) também destaca tal fato, ressaltando, ainda, a relação do Banco Central com o setor bancário no que tange à administração da dívida pública. Tem-se, com esse autor, um apontamento ao órgão público (Banco Central) como agente ativo nessa armadilha de liquidez bancária, derivando, além da descrição e análise crua de dados, um trabalho mais crítico e focado nas consequências. Segundo o autor, a relação entre o Banco Central e o setor bancário no Brasil, no contexto do gerenciamento da dívida pública, permitiu que os bancos pudessem compor seu portfólio de tal forma que combinassem liquidez e rentabilidade, mesmo em circunstâncias em que o volume de crédito dos bancos esteve relativamente baixo. Em qualquer outro país do mundo, com instituições sérias, essa situação seria impensável.

Para Vinhado (2013), o grau de alavancagem dos bancos brasileiros se mostra diretamente relacionado com o nível de liquidez, como consequência das exigências de capital do Acordo de Basileia, que prevê maior nível de patrimônio líquido, cujo objetivo é oferecer maior segurança frente a aplicações de maior risco, como o crédito. Enxerga-se, nesse autor, uma explícita relação dos preceitos de segurança dos Acordos de Basileia com as vicissitudes bancárias brasileiras.

Montes e Feijó (2011) discorrem sobre a influência do aumento da taxa básica de juros sobre o valor patrimonial das empresas e consequente aumento do risco moral, o que influencia no racionamento do crédito e na maior procura por liquidez pelos bancos dado o contexto de incerteza.

Oreiro (2005) pondera que o efeito das variações da taxa básica de juros sobre as aplicações de crédito é negativo e decorrendo do fato de que o aumento da taxa básica de juros eleva os ganhos dos ativos defensivos (títulos) incentivando a preferência por liquidez. Tem-se, nesse autor, uma avaliação que vem ao encontro daquela de Lara Resende (2011, 2013).

Silva, Oreiro e Paula (2007) ponderam que, em momentos de crescimento econômico, espera-se um aumento da demanda por operações de crédito, oferecendo aos bancos maiores oportunidades de seleção, além do efeito negativo da expansão da renda sobre a inadimplência, motivando as aplicações de maior risco, vis-à-vis a redução das aplicações menos rentáveis e mais líquidas. Dessa forma ter-se-ia “uma relação negativa esperada entre a variável crescimento do PIB e a preferência pela liquidez” (VINHADO, 2013). Porém, por força de regulamentação ou por especulação, o volume de ativos líquidos no sistema financeiro brasileiro não segue essa lógica, de maneira constante, demonstrando a operação atípica da política monetária.

Davidson (apud Vinhado, 2013) e Paula (1998) argumentam que a lucratividade de um ativo tende a ser inversamente proporcional ao grau de liquidez e a “especulação” com variações no valor do ativo deve ser vantajosa, caso contrário, os recursos serão dirigidos à liquidez. Se os recursos em liquidez produzirem lucratividade razoável, prefere-se essa liquidez e destina-se o mínimo a ativos como o crédito. Essa observação vem ao encontro da situação provocada pela política monetária de altas taxas de juros no Brasil, que tornam atrativos os ativos de maior liquidez.

Aghion, Bacchetta e Banerjee (2000) e Sobrinho (2003) mostram como um aperto monetário pode afetar o produto, usando argumentos que passam pela dívida pública: um aumento na taxa básica de juros torna novas aplicações em títulos da dívida pública mais atrativas, aumentando a carteira de títulos públicos em poder dos bancos, o que reduz os recursos disponíveis para empréstimos, elevando o custo do crédito, afetando, então, o ritmo da atividade econômica de forma negativa. Dada a magnitude

da dívida pública brasileira e seu perfil parcialmente atrelado à SELIC, aumentos nas taxas de juros podem ter o efeito indesejado de aumento nas medidas de risco, devido à deterioração das condições efetivas de solvência e sustentabilidade da dívida e, conseqüentemente, a uma maior probabilidade de *default* atribuída ao país (BARBOSA, 2004a). Essa proposição é apontada por autores como Parreiras (2007), Carneiro e Wu (2005) e Nakano (2005).

Na sequência dessas considerações sobre excesso de liquidez bancária em ambiente de incertezas, Stiglitz e Weiss (1981) mostram que a proporção esperada dos empréstimos pagos é uma função decrescente da taxa de juros em razão de problemas de seleção adversa e risco moral. Surgem a partir da assimetria de informação entre bancos e tomadores de crédito em um contexto de maior risco. Considerando o atual montante de liquidez das instituições domésticas, a afirmativa de Stiglitz e Weiss coloca o Brasil como um dos maiores mantenedores de risco moral e seleção adversa, o que pode ser traduzido como país de não-pagadores, quando avaliadas as taxas de juros oficiais e os *spreads* nos empréstimos ao consumidor de crédito. Porém, tanto Stiglitz e Weiss, como o trabalho de Montes e Feijó (2011) entram definitivamente na discussão do efeito das taxas de juros sobre a incerteza, e não o inverso, como apregoa a teoria (neo)liberal.

Pela contextualização apresentada acima, conjectura-se que existe, no Brasil, um arcabouço institucional, social e regulamentar (de cunho histórico) que não propicia a utilização dos recursos financeiros majoritariamente em atividades de crédito ou de financiamento, favorecendo a liquidez bancária (ancorada em generosos títulos públicos). Situação creditada às incertezas da economia/política brasileira, devido à:

- i. *Elevada insegurança governamental provocada pelo próprio governo, ao dar maior rentabilidade aos seus títulos, sob o mote de reduzir a demanda, criando um ambiente de baixa confiança na economia, com taxas de juros que inviabilizam a produção e geram expectativas de maior insegurança e maiores juros*
- ii. *Baixa propensão histórica ao investimento e ao empreendedorismo (exigindo uma política fiscal agressiva, com investimentos estatais, que supra a lacuna de investimentos; porém, a política monetária de altas taxas de juros leva à dominância fiscal e limita os efeitos da política fiscal).*

iii. Susceptibilidade em relação à adoção de medidas macroeconômicas e de modelos macroeconômicos externos (e a conseqüente não consideração às características da economia interna, como as altas taxas de juros, a necessidade de inclusão social e à necessidade de política estatal de investimento)

Como o Banco Central estimula a liquidez bancária (Vinhado, 2013), a solidez das instituições financeiras brasileiras torna-se diretamente relacionada ao montante de títulos públicos exigidos pelo Banco Central. A política monetária, pouco sensível ao fenômeno da demanda doméstica, sendo esta, por sua vez, pouco elástica em relação à taxa de juros, sugere que a utilização dos juros para contenção da demanda (sem considerar o custo social) deveria ser revisitada. Em ambiente de altos juros e política fiscal ativa, essa política acaba deslocando a maioria dos recursos financeiros à tesouraria de instituições financeiras, para financiar o Estado.

Realce-se a observação de Lara Resende (2011) de que o aumento da liquidez bancária, o financiamento público com taxas de juros exageradas e a “dominância fiscal”, podendo-se acrescentar, também, a drenagem de recursos do crédito para tesouraria, ou dominância financeira, acabam gerando uma “armadilha brasileira da liquidez”, inspirado na armadilha clássica de liquidez keynesiana. Porém, o que causa nossa armadilha de liquidez não são as baixas taxas de juros (conforme a teoria clássica de Keynes), mas, exatamente, as altas taxas de juros pagas pela autoridade monetária, drenando recursos do crédito e reduzindo o investimento, a renda e a arrecadação.

1.4 Dominância fiscal-financeira

De acordo com o Capítulo 1, a evolução das diferentes correntes de pensamento levou à convergência entre as teorias no que é chamado de “Novo Consenso Macroeconômico”, que pode ser representado por um conjunto de princípios que foi sintetizado por Taylor (2000) em cinco pontos:

1. O produto real de longo prazo é determinado pela função de produção da economia, ou modelo neoclássico de crescimento.
2. A curva de Phillips de longo prazo é vertical, não havendo relação entre inflação e desemprego. Assim, a política monetária afeta a inflação, porém é neutra em relação às variáveis reais ou de longo prazo;
3. A curva de Phillips de curto prazo é negativamente inclinada. A política monetária deve ser conduzida de forma a manter a demanda agregada estável, evitando flutuações temporárias de preços e salários;
4. As expectativas inflacionárias e as decisões políticas futuras são endógenas e significativas. As expectativas dos agentes são importantes na tomada de decisão e reagem às ações de política econômica exercida pelos *policy maker*, tanto fiscal como monetária;
5. As decisões de política monetária devem obedecer à regra explícita ou uma função de reação que seja conhecida pelos agentes e com isso possa guiar as expectativas. A política monetária deve estabelecer uma regra de como a taxa de juros deve ser ajustada a alterações em eventos econômicos (expansão ou recessão econômica).

Segundo Souza e Dias (2016), pelas proposições do Novo Consenso Macroeconômico, a política fiscal tem um papel secundário para a estabilidade de preços, no curto prazo, pois “*estaria atrelada a uma condição de equilíbrio das contas públicas e a equivalência ricardiana para os agentes econômicos*”. Teria, assim, “*a credibilidade e a transparência das autoridades monetárias como elemento central para amenizar o problema de inconsistência temporal da política monetária e viés inflacionário, e com isso alcançar êxito da âncora nominal (meta de inflação)*”. O

Novo Consenso Macroeconômico sugere que se adote um ambiente de “dominância monetária” com a política fiscal atendendo aos objetivos da política monetária. É, assim, incompatível com um ambiente de ativa política fiscal e altos encargos sobre a dívida, como é o caso brasileiro.

A dominância monetária seria, conforme Souza e Dias (2016), “o regime em que autoridades monetárias determinam a quantidade de receita que será ofertada pela autoridade fiscal a partir de senhoriagem para o período presente e todos os subsequentes. Neste caso, a autoridade fiscal é passiva e tem os seus gastos restringidos pela função de demanda por títulos, sendo necessário gerar superávits primários compatíveis com a estabilização da relação DLSP/PIB (Dívida Líquida do Setor Público dividida pelo Produto Interno Bruto), de modo que a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida pública, possibilitando manter o controle do nível de preços. Desta forma, as autoridades monetárias têm o controle permanente sobre a inflação, dado o seu controle sobre oferta da base monetária que não sofre impactos da política fiscal.

Por outro lado, embora não apresente uma definição consensual, até hoje, o conceito de dominância fiscal nasce da inversão dessa premissa e ganha notoriedade a partir do artigo de Sargent e Wallace (1981). Sugerem, esses autores, que a política monetária restritiva não é viável sem um ajuste fiscal apropriado sendo “*respeitada a restrição orçamentária intertemporal do setor público*”. Nesse caso, segundo eles, “*o regime de dominância fiscal é aquele em que a política fiscal é realizada dando menos importância à estabilização da relação DLSP/PIB e os gastos das autoridades fiscais são independentes da política monetária corrente ou futura, o que impossibilita a autoridade monetária de controlar, de forma permanente, tanto a taxa de crescimento monetária como a inflação.*”

Outra conceituação de dominância fiscal foi desenvolvida por Blanchard (2004) e Favero e Giavazzi (2004) e recentemente avaliada por Souza e Dias (2016) para o ambiente brasileiro. Trata do processo inflacionário e da coordenação entre a política monetária e fiscal, enfatizando o papel do risco de default como mecanismo promotor da perda de controle sobre o nível de preços, quando a autoridade monetária adota um regime monetário de metas de inflação. De uma maneira simples, de acordo com Blanchard, para países com dívida pública elevada e deterioração da percepção de risco

soberano, a política monetária pode ter efeitos contrários aos que normalmente se esperaria. Assim, quando o banco central aumenta a taxa de juros para conter a inflação, eleva também os encargos da dívida e esse incremento da dívida pode ser entendido pelos credores como um fator de ampliação da probabilidade de default do país. Com isso, há a possibilidade de fuga de capitais estrangeiros e depreciação da moeda local. Também, essa expectativa pode realimentar o processo inflacionário, deixando a autoridade monetária refém da situação fiscal. Normalmente, essa situação ocorre quando se convive com taxas cada vez mais altas de inflação por um período prolongado.

Nesse trabalho, adota-se o conceito de dominância fiscal de Blanchard, sugerindo-se esse quadro para Brasil (Blanchard usa o Brasil como exemplo de dominância fiscal). Adota-se, também, o conceito de dominância fiscal-financeira, quando há uma excessiva influência do setor financeiro na economia, e quando o instrumento sugerido pelo modelo novo-keynesiano (taxa de juros) de combate à inflação já não atua apenas como efeito colateral (conforme sugerido por Blanchard), na elevação dos encargos da dívida. Nesse caso, o instrumento “taxa de juros” perde sua função de controle inflacionário, sendo utilizado apenas para a manutenção de um sistema em que os ganhos financeiros proporcionam retornos positivos e maiores do que aqueles provenientes das atividades produtivas (a taxa de retorno das atividades produtivas decresceu nos últimos 10 anos, enquanto o retorno financeiro subiu, no mesmo período), capturando a economia para a tesouraria dos bancos.

1.5 Breve avaliação da relação taxa de juros com a inflação no Brasil

Conforme já observado, a premissa novo-keynesiana de utilização de taxa de juros, como único instrumento para controlar a inflação (sem a utilização dos agregados monetários), pode exercer efeito colateral sobre as contas públicas, quando essa taxa for muito alta (levando a economia à situação hipotética da dominância fiscal). Ou pode, simplesmente, não estar funcionando conforme o modelo apregoa, trazendo ainda mais inflação (levando a economia à situação hipotética de dominância fiscal-financeira). Nesse caso, há que se avaliar se o instrumento taxa de juros é eficaz, no controle da inflação no cenário interno (não a avaliação da eficácia do instrumento em si, mas a eficácia de sua aplicação no cenário brasileiro).

Primeiramente, deve-se deixar claro que os críticos do modelo novo-keynesiano (como Lara Resende, que afirma que a relação taxa de juros vs inflação é positiva, ao invés de negativa, como instrui o modelo) não apresentam dados empíricos que comprovem essa premissa. Assim, tentou-se encontrar uma relação entre taxa de juros e inflação, para a economia brasileira, no período de 2005 a 2007¹⁸, utilizando-se o Modelo de Mínimos Quadrados Ordinários, pelo software Gretl. Utilizou-se as séries temporais do Banco Central¹⁹, com a inflação sendo representada pelo índice IPCA e as taxas de juros oficiais pela Taxa SELIC. Porém, esse método não se mostrou eficiente, na análise da regressão, uma vez que o R-quadrado ficou sempre menor do que 5% (variando de 5% a 0%), indicando que a variável SELIC explica (para o método utilizado) menos de 5% do comportamento da variável IPCA.

A introdução da taxa de câmbio no Modelo de Mínimos Quadrados Ordinários, em regressão múltipla, melhorou um pouco o R-quadrado, para em torno de 10%, indicando, quiçá, que a taxa de câmbio poderia ter uma influência significativa sobre a inflação, porém, mesmo assim, não se considerou o método estatisticamente significativo. Nessa linha, através de um estudo mais profundo, poder-se-ia analisar a

¹⁸ Essa data foi escolhida por representar um momento recente da história econômica do Brasil e pelos dados apresentarem estacionariedade compatível com os modelos estatísticos utilizados.

¹⁹ Para o IPCA, é utilizada a série 433 (Índice nacional de preços ao consumidor-amplo (IPCA) - Var. % mensal), de frequência mensal. Para a variação da taxa de câmbio, a série 3695 (Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano compra - Fim de período - mensal - u.m.c./US\$), de frequência mensal (para o trabalho, calculada a variação % mensal). Para a SELIC, a série 4189 (Taxa de juros - Selic acumulada no mês, anualizada base 252 - % a.m - para o trabalho, calculada a taxa mensal).

tese de alguns economistas que insistem que a inflação brasileira deveria ser controlada pelo câmbio (conforme prática da década de 90) e não pela taxa de juros (na defesa de que a taxa de juros deveria ser mais baixa, evitando os desastres da dominância fiscal).

Como as regressões entre taxas de inflação (como variável dependente, contemporânea ou defasadamente, até seis meses) contra taxa de inflação não se mostrou estatisticamente significativa, não serão apresentadas.

Porém, pode-se explicar esse não-comportamento da taxa de inflação contra a variação da taxa de juros, partindo-se do postulado do modelo monetário novo-keynesiano que “*segundo a Regra de Taylor, para estabilizar a inflação, a taxa de juros deve ser reduzida ou aumentada mais do que proporcionalmente e de maneira inversa ao movimento observado na inflação*”. Ou seja, quando a taxa de inflação sobe, a taxa de juros deverá aumentar, “mais do que proporcionalmente”, para que a diferença (*taxa de juros – taxa de inflação*) seja maior. Caso a taxa de juros ficasse constante, com o aumento da inflação, essa diferença cairia. Isso nos permite algumas conclusões:

- 1) A relação da variação da inflação com a taxa de juros é positiva, contemporânea ou defasadamente.
- 2) Em um primeiro momento, a taxa de juros (SELIC) é variável dependente da inflação, pois a SELIC é alterada (pela autoridade monetária, segundo o interesse dessa) de acordo com a variação da inflação (a SELIC somente reage à inflação já ocorrida). E, nesse momento, a relação é positiva (inversamente aos preceitos do modelo novo-keynesiano). Essa situação é a que gera o falso resultado de que a inflação tem relação direta com a taxa de juros (pois há uma distorção da relação causa/consequência).
- 3) Enquanto a inflação e a taxa de juros estiverem em equilíbrio, a diferença “*taxa de juros – inflação*” fica constante, pois não há variação de nenhum deles. Quando a inflação sobe, num primeiro momento (pois a taxa de juros não sobe imediatamente), essa diferença cai; aumentando mais que proporcionalmente, depois da aplicação da Regra de Taylor.
- 4) Com a subida da taxa de juros, mais que proporcionalmente, contemporâneo ou futuramente, a taxa de inflação deverá cair, aumentando, ainda mais a diferença

“*taxa de juros – inflação*”. Assim, tem-se dois fenômenos, nesse momento: taxa baixando com aumento da taxa SELIC (corroborando o modelo novo-keynesiano) e aumento da relação “*taxa de juros – inflação*”.

- 5) A relação “*taxa de juros – inflação*” só deverá cair se a inflação cair muito e provocar a queda da taxa de juros para que se atinja um novo patamar de equilíbrio entre taxas de juros e inflação.
- 6) Outros fenômenos, como o câmbio, podem influir na variação da inflação, alterando o equilíbrio inflação taxa de juros.

Com essas premissas, imagina-se que a variável auxiliar “*taxa de juros – inflação*”, após um momento de equilíbrio, deverá:

- 1) Cair, por um momento muito curto, quando a inflação subir, subindo depois, por um momento mais longo, com a subida da SELIC, para equilibrar novamente a inflação, contra um evento externo de aumento de inflação (câmbio, por exemplo). Voltar ao patamar de anterior, quando o evento externo equilibrar. Essa parece ser a situação brasileira, em geral, pois há mais eventos de aumento inflacionário que deflacionário.
- 2) Subir, por um breve momento quando a inflação cair, caindo depois, por um momento mais longo, com a queda da SELIC, para equilibrar novamente a inflação, contra um evento externo de redução de inflação (recessão, por exemplo). Voltar ao patamar anterior, quando o evento externo equilibrar. Essa parece ser a situação brasileira, no momento atual, pois a recessão causou um evento deflacionário longo.

Assim, ao se colocar a variável auxiliar “*taxa de juros – inflação*” em um gráfico, dever-se-ia observar:

- 1) Quando há o risco inflacionário (até 2016), há uma redução imediata da variável auxiliar “*taxa de juros – inflação*” e, posteriormente, um período longo de valores altos nessa variação.
- 2) Quando há deflação (2017), um aumento imediato da variável auxiliar “*taxa de juros – inflação*” e, depois, um período longo de valores baixos dessa variação.

1.6 Considerações preliminares

Cabe salientar que, nessa contextualização teórica, ademais ter perpassado pelas avaliações de modelos monetários e inflação, o objetivo principal é avaliar o grande volume em tesouraria das instituições bancárias, frente às políticas de combate à inflação, em um contexto de juros que leva à situação de dominância fiscal-financeira e ao enfartamento da estrutura de dívida pública.

Embora não seja objetivo mostrar as falhas do modelo novo-keynesiano (e as consequentes adaptações de novos modelos, pós-Crise Americana de 2007), parte-se da premissa básica de que os altos juros são o instrumento que leva à essa distorção fiscal-financeira. Distorção que surge por “efeito colateral” do modelo (conforme sugerido por Blanchard), ou por ineficiência do modelo novo-keynesiano (sugerindo a hipótese de dominância fiscal-financeira).

CAPÍTULO 2

DOMINÂNCIA FINANCEIRA: EXCESSO DE LIQUIDEZ DO SETOR BANCÁRIO BRASILEIRO

“Desde sua origem, os grandes bancos ornados com títulos nacionais não passavam de sociedades de especuladores particulares que cooperavam com os governos e, graças aos privilégios recebidos, ficavam em condições de adiantar-lhes dinheiro. Por isso, a acumulação da dívida pública tem sua mensuração mais infalível nas altas sucessivas das ações desses bancos, que se desenvolvem plenamente a partir da fundação do Banco da Inglaterra em 1694. O Banco da Inglaterra começou emprestando seu dinheiro ao governo a juros de 8%; ao mesmo tempo foi autorizado pelo Parlamento a cunhar moedas utilizando o capital emprestado ao governo. Passou então a emprestar o mesmo capital ao público sob a forma de bilhetes de banco, tendo sido autorizado a utilizar esses bilhetes para descontar letras, emprestar com garantia de mercadorias e comprar metais preciosos. Não passou muito tempo para o banco fazer empréstimos ao estado nessa moeda fiduciária, que fabricava, e para pagar, com ela, por conta do estado, os juros da dívida pública. Não bastava que o banco recebesse muito mais do que dava; ainda recebendo, continuava credor eterno da nação até o último centavo adiantado. Progressivamente, tornou-se o guardião inevitável dos tesouros metálicos do país e o centro de gravitação de todo o crédito comercial”

Marx, O Capital, vol. I

2.1 Introdução

A avaliação da preferência por liquidez, nas instituições bancárias operando no Brasil, representada pelos recursos em tesouraria, principalmente títulos públicos, não é objeto de estudos maiores estudos, no ambiente acadêmico brasileiro. Sequer a relação desse montante com a política monetária atual e a consequente dominância fiscal/financeira que esse fenômeno pode facilitar é considerada. Essa relação é avaliada nesse trabalho, com o objetivo de mostrar que é uma fonte importante de lucros bancários e um entrave à expansão do crédito (aproveitando a baixa elasticidade-juro da demanda por crédito), objetivando corroborar as consequências microeconômicas dos resultados macroeconômicos apresentados no capítulo anterior.

2.2 Metodologia

Nesse trabalho, utilizou-se, como representantes do sistema financeiro, apenas as instituições bancárias, por serem exemplos mais fiéis do quadro de dominância fiscal-financeira de nossa economia.

Foram levantados os dados de 2005 a início de 2017, do balanço de três grandes instituições financeiras brasileiras (por possuírem mais de 60% dos ativos financeiros do país, considerou-se serem representativas), sendo um grande banco público e dois grandes bancos privados. Pode-se considerar que esses bancos são típicos representantes do sistema bancário brasileiro e suas estruturas de captação e aplicação não diferem muito dos demais bancos comerciais.

As contas retiradas do plano contábil das instituições, e posteriormente utilizadas para os estudos, foram as seguintes. Pelo lado do ativo:

- *Circulante e Realizável a Longo Prazo (conta 1.0 do COSIF das instituições financeiras)*
- *Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (Conta 1.2 do COSIF das instituições financeiras)*
- *Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos (conta 1.3 do COSIF das instituições financeiras)*
- *Operações de Crédito (Conta 1.2 do COSIF das instituições financeiras)*

E as seguintes pelo lado do passivo

- *Circulante e Exigível a Longo Prazo (conta 4.0 do COSIF das instituições financeiras)*
- *Depósitos totais (Conta 4.1 do COSIF das instituições financeiras)*
- *Operações compromissadas (Conta 4.2 do COSIF das instituições financeiras).*

O objetivo é avaliar a evolução, principalmente das contas “Operações de Crédito” e “Aplicações em TVM e Instrumentos Financeiros e Derivativos” e o montante disponibilizado em “Depósitos”. Assim, é possível avaliar o quanto os recursos captados nos últimos 10 anos, via depósitos, tem sido dirigido ao crédito ou a alternativamente a aplicações de tesouraria.

2.3 Resultados

A primeira instituição a ser avaliada é um grande banco público, que, conforme pode ser observado, apresentou um comportamento menos agressivo em busca de aplicações de maior liquidez, representando, a priori, uma instituição financeira na sua quase plenitude de função social (receber depósitos e fazer empréstimos produtivos).

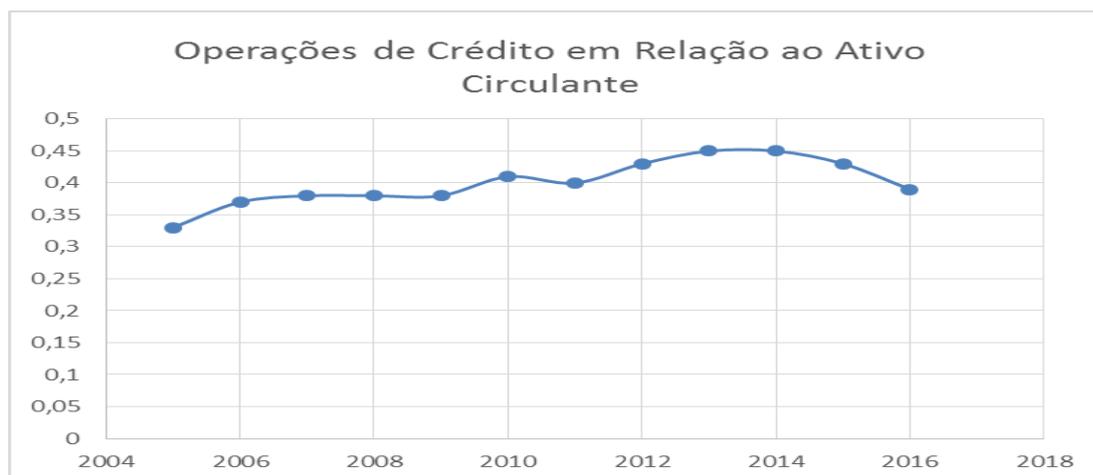
Tabela 1 – Contas selecionadas do balanço do Banco do Brasil (em R\$ bilhões)

ANO	CONTAS ATIVO (R\$ bilhões)				CONTAS PASSIVO (R\$ bilhões)		
	(A) CIRC REAL L P	(B) APLIC INT LIQ	(C) TVM&Ins Fin Der	(D) OP CRED	(E) CIRC EXIG L P	(F) DEPÓSITOS	(G) OBR OP COMP
2005	230,7	26,3	62,2	77,0	223,5	123,8	30,3
2006	273,7	30,0	69,1	101,9	262,6	146,5	46,3
2007	337,8	55,1	69,1	127,7	322,4	175,2	67,9
2008	467,6	114,3	69,0	176,1	451,2	246,9	84,0
2009	598,1	153,8	93,7	226,6	585,4	304,2	144,9
2010	667,0	97,1	93,3	272,1	646,7	347,3	123,2
2011	798,7	155,5	99,0	321,1	778,2	403,2	174,8
2012	932,6	210,3	92,7	400,2	907,0	425,0	206,7
2013	1.078,9	205,2	118,4	486,9	1.048,0	436,7	225,5
2014	1.212,7	285,3	137,4	542,9	1.184,8	411,4	299,5
2015	1.308,8	332,0	150,3	568,5	1.285,7	386,7	338,6
2016	1.352,6	394,3	163,2	529,8	1.324,1	395,8	382,3

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil.

Da manipulação dos dados acima, obtêm-se os gráficos seguintes, que são um resumo do comportamento das aplicações dos recursos captados pelo banco público.

Gráfico 1 – Relação entre as contas (D)/(A) para o Banco do Brasil



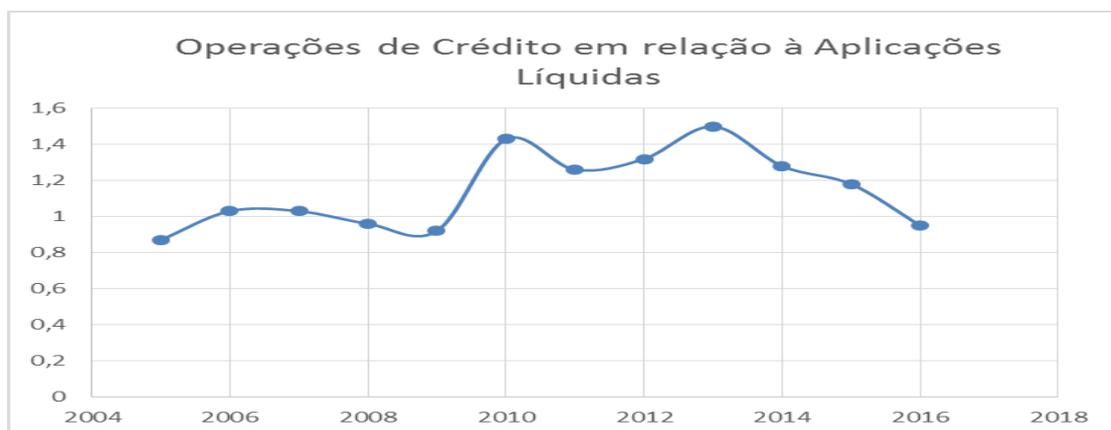
Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 2 – Relação entre as contas [(B)+(C)]/(A) para o Banco do Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 3 – Relação entre as contas (D)/[(B)+(C)] para o Banco do Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 4 - Relação entre as contas (D)/(F) para o Banco do Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor

Por ser um banco público, sem todas as “exigências” de mercado e com compromissos de fornecer crédito, sem influência da desconfiança do mercado, não se observa forte alteração na estrutura de aplicações, de 2006 a 2016.

Por outro lado, observa-se uma fraca tendência, nos últimos três anos, de enfatizar as aplicações em TVM, em relação às operações de crédito, conforme relação “D/(B+C)”. Porém, há uma ênfase inversa até 2013. Também, se observa uma tendência de aumento da relação Operações de Crédito com Depósitos.

A relação entre as “Operações de Crédito” e “Depósitos” é crescente, nesse banco, especialmente a partir de 2011, quando se estimula, via política governamental, a facilitação do crédito. Há queda em 2016, devido à retração econômica. Fenômeno que será visto em todos os bancos.

Porém, a análise da “tendência” temporal em aumentar/diminuir os recursos em tesouraria (títulos públicos), ainda se mostra incompleta, para a função desse banco. Embora não haja uma mudança acentuada, ao longo dos anos selecionados, esse banco ainda apresenta uma relação entre “Operações de Crédito” e “Recursos de Tesouraria” muito baixa. Praticamente inadmissível em países institucionalmente mais sólidos. Não há como entender o porquê de se ter recursos em tesouraria maiores que os aplicados em crédito a não ser pela hipótese da dominância financeira. Não há como se considerar que exista uma baixa demanda por ou uma insegurança tão grande a ponto de, mesmo um grande banco público, ter mais recursos aplicados em tesouraria do que em crédito. Cabe ressaltar a tendência em aumentar a relação D/(B+C), até 2014, invertendo-se após essa data.

Como pode ser observado, essa situação é ainda mais distorcida quando se avaliam as contas dos bancos privados. Além de apresentar recursos em tesouraria em proporção mais alta que em crédito, essa relação vem se alargando ainda mais, nos últimos 12 anos e sem ponto de inflexão a partir de 2011 como se observa nesse banco. Na tabela seguinte são apresentadas as contas de balanço de um grande banco privado, atuante em todos os segmentos.

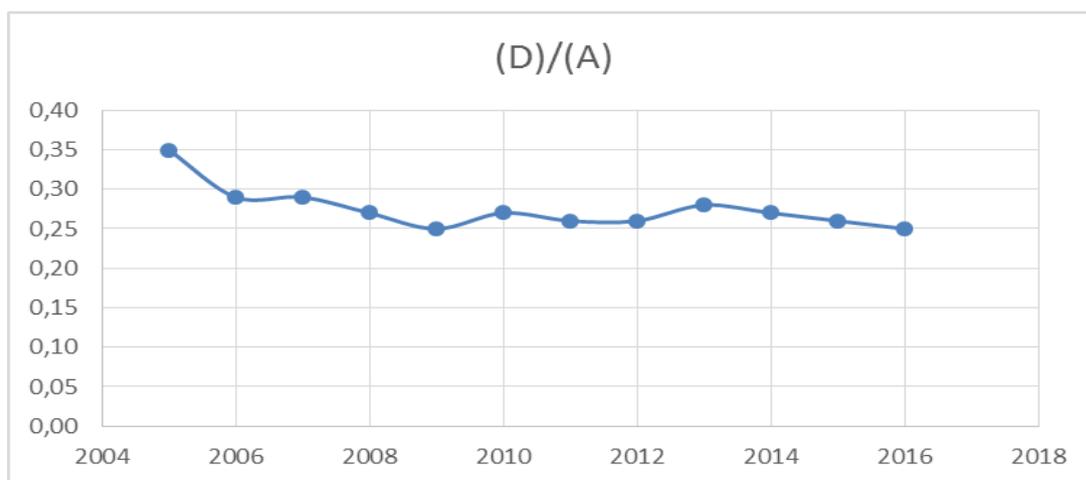
Tabela 2 – Contas selecionadas do balanço de um grande banco privado - Banco Bradesco (em R\$ bilhões)

ANO	CONTAS ATIVO (R\$ bilhões)				CONTAS PASSIVO (R\$ bilhões)		
	(A) CIRC REAL L P	(B) APLIC INT LIQ	(C) TVM&Ins Fin Der	(D) OP CRED	(E) CIRC EXIG L P	(F) DEPÓSITOS	(G) OBR OP COMP
2005	144,6	39,3	18,0	50,2	153,0	95,5	24,5
2006	198,4	44,3	52,9	56,8	210,0	117,4	47,3
2007	266,4	69,0	62,3	77,2	275,5	141,5	72,3
2008	368,7	112,2	83,9	100,5	408,0	228,3	91,8
2009	406,9	148,5	92,7	103,1	456,7	246,8	125,9
2010	511,1	109,3	150,1	135,7	577,5	276,9	182,3
2011	610,9	122,7	195,4	160,8	679,8	296,8	215,1
2012	679,3	208,6	188,7	174,0	758,4	285,2	279,1
2013	710,5	211,2	180,1	196,1	793,2	303,5	286,6
2014	802,7	285,0	184,3	214,2	883,8	275,1	356,4
2015	820,1	196,4	239,4	217,3	859,8	211,9	309,7
2016	941,2	237,6	289,5	235,9	993,4	245,2	363,3

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil.

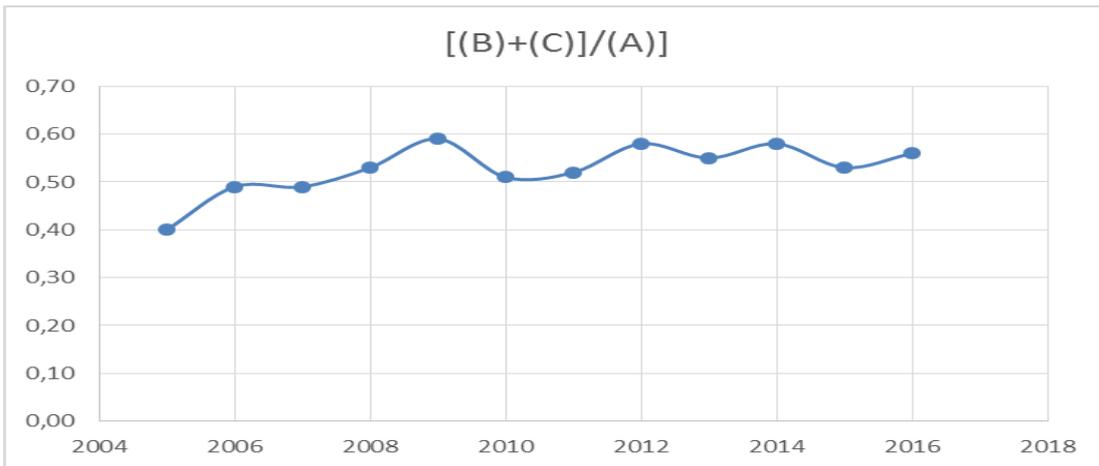
Da manipulação dos dados acima, obtêm-se os gráficos seguintes:

Gráfico 5 – Relação entre as contas (D)/(A) para o Banco Bradesco



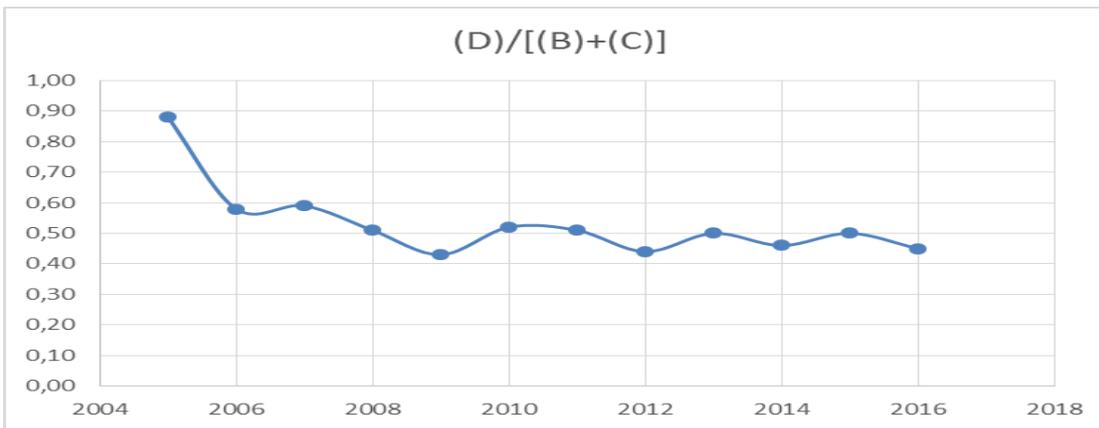
Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 6 – Relação entre as contas [(B)+(C)]/(A) para o Banco Bradesco



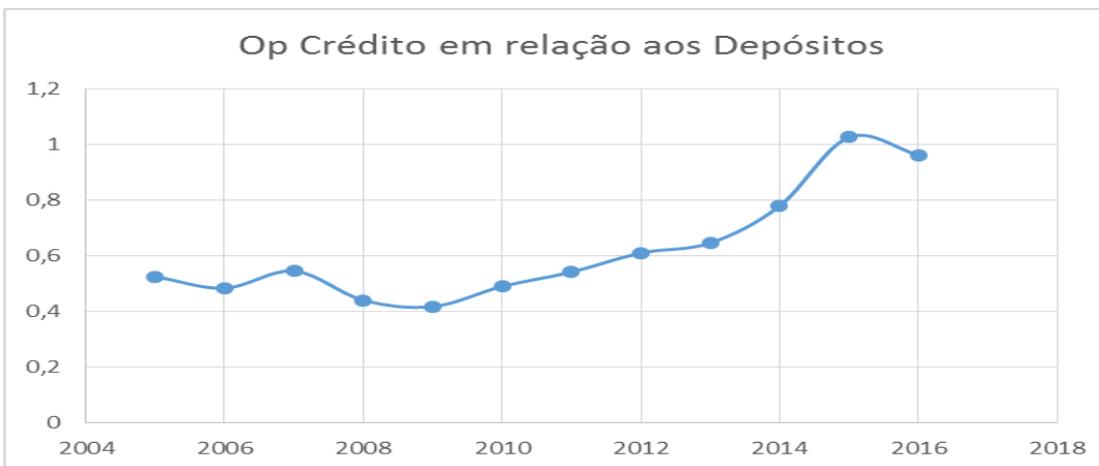
Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 7 – Relação entre as contas (D)/[(B)+(C)] para o Banco Bradesco



Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 8 – Relação entre as contas (D)/(F) para o Banco Bradesco



Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se uma forte tendência de priorizar as aplicações em TVM, em detrimento das operações de crédito, conforme relação “D/(B+C)”. Comparativamente ao banco público, esse banco apresenta uma relação muito menor entre recursos aplicados em crédito com os recursos aplicados em tesouraria.

A relação entre as “Operações de Crédito” e “Depósitos” é crescente, também para esse banco, mas muito menor que aquela do banco do Brasil. Há queda em 2016, devido à retração econômica, fenômeno que ocorre com os demais bancos estudados.

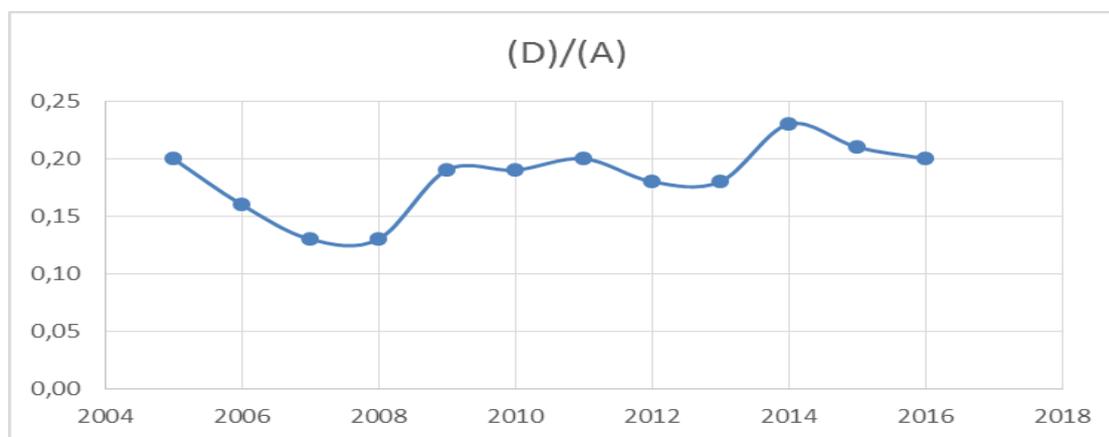
Tabela 3 – Contas selecionadas do balanço de um banco privado - Banco Itaú (em R\$ bilhões)

ANO	CONTAS ATIVO (R\$ bilhões)				CONTAS PASSIVO (R\$ bilhões)		
	(A) CIRC REAL L P	(B) APLIC INT LIQ	(C) TVM&Ins Fin Der	(D) OP CRED	(E) CIRC EXIG L P	(F) DEPÓSITOS	(G) OBR OP COMP
2005	108,0	36,9	19,5	21,8	127,6	84,6	23,2
2006	150,9	48,4	40,3	24,7	179,4	113,6	39,0
2007	255,4	102,3	67,8	32,9	287,8	166,3	70,4
2008	325,8	128,6	99,1	42,4	378,3	199,8	111,0
2009	425,3	183,5	106,4	82,3	510,9	248,2	174,5
2010	564,7	168,4	159,6	108,6	675,3	353,1	196,7
2011	631,2	213,6	151,4	126,7	757,8	391,0	204,4
2012	698,6	274,9	176,6	126,9	789,9	299,7	323,1
2013	736,7	239,5	218,4	135,8	818,3	327,6	302,9
2014	931,9	296,1	288,1	211,1	1.006,1	324,7	412,3
2015	1.014,5	314,8	317,3	211,9	1.080,1	274,5	459,0
2016	1.019,1	344,6	295,8	199,4	1.072,9	319,4	444,0

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil.

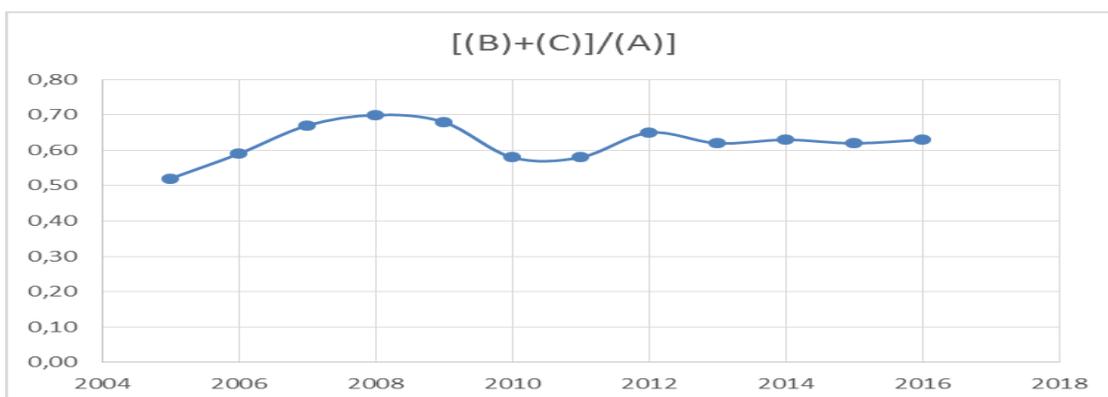
Da manipulação dos dados acima, obtêm-se os gráficos seguintes:

Gráfico 9 – Relação entre as contas (D)/(A) para o banco Itaú



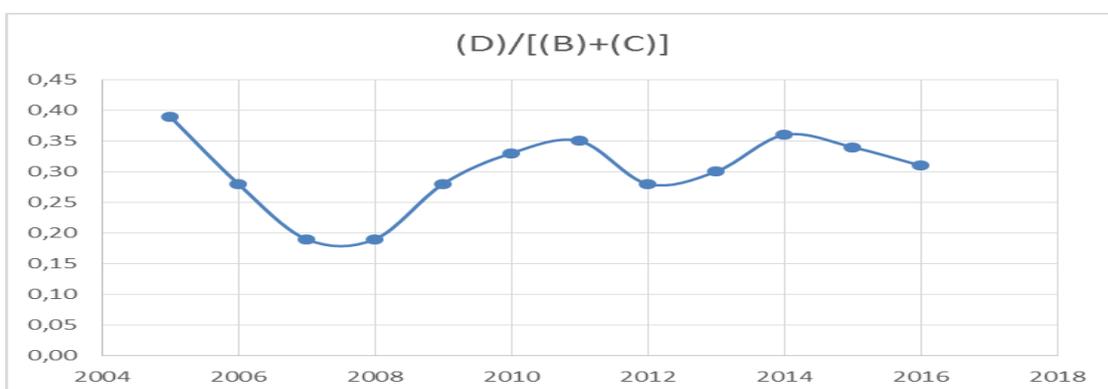
Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 10 – Relação entre as contas [(B)+(C)]/(A) para o banco Itaú



Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 11 – Relação entre as contas (D)/[(B)+(C)] para o banco Itaú



Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 12 – Relação entre as contas (D)/(F) para o Banco Itaú



Fonte: Elaborado pelo autor

Os dados para esse banco mostram uma relação ainda mais distorcida entre os recursos líquidos em tesouraria e os recursos aplicados em crédito, quando comparados aos ativos totais ou mesmo às captações.

A relação das operações de crédito sobre o ativo circulante é praticamente estável, no período estudado, além de muito baixas. As aplicações em recursos de liquidez, em tesouraria, são mais altas do que os bancos anteriormente estudados (que, por sua vez, já são muito altas). A relação das operações de crédito com às captações é, também, mais baixa do que os demais bancos, subindo a partir de 2011, mas caindo, como os demais, em 2016.

Esses dados mostram a distorção nas aplicações dos recursos captados pelos bancos, conforme se anunciava no quadro de dominância fiscal-financeira, abordado ao longo do trabalho.

2.4 Considerações preliminares

Pode-se observar, pelos resultados apresentados, que há uma preferência por liquidez dos bancos brasileiros. Preferência mais acentuada nos bancos privados e com tendência de aumento. O direcionamento dos recursos para tesouraria em detrimento do crédito é um indicador de dominância fiscal-financeira, pois as elevadas taxas de juros proporcionadas pela política monetária, no caso dos títulos públicos, são acompanhadas de elevada liquidez e segurança, o que não acontece com o crédito, mesmo que os empréstimos sejam feitos a taxas elevadas também.

CONCLUSÃO

Conclui-se que a alta liquidez das instituições financeiras brasileiras (mais de 50% das captações) tolhe a possibilidade dos recursos serem aplicados no setor produtivo, agravando, ainda mais, a oferta de bens e serviços (gargalo inflacionário). Essa alta liquidez deve-se ao quadro de dominância fiscal, onde os altos encargos sobre a dívida favorecem o entesouramento dos recursos financeiros captados pelos bancos, em títulos rentáveis da dívida pública, influenciando negativamente na eficácia da política monetária. Essa ineficácia, por sua vez, reflete-se na aplicação do modelo novo-keynesiano de utilização das taxas de juros para controlar a inflação, causando a hipotética dominância fiscal-financeira (onde, além dos altos encargos sobre a dívida pública, a política monetária acaba causando mais inflação, pela aplicação equivocada do modelo), levando à redução de recursos ao investimento e crédito, drenando recursos para o setor rentista.

Observa-se, também, a necessidade de maior avaliação da real eficácia da utilização das taxas de juros para controle da inflação (premissa novo-keynesiana), independente de seu efeito colateral apresentado por Blanchard, pois há indícios de que sua operacionalização, para o ambiente macroeconômico brasileiro, apresenta algumas inconsistências, que exigem estudos mais aprofundados, conforme preliminarmente mostrado nesse trabalho.

REFERÊNCIAS

AGHION, P., BACCHETTA, P., BANERJEE, A. A simple model of monetary policy and currency crises. **European Economic Review**, vol. 44, n. 4-6, p. 728-738, 2000.

ARAÚJO, V.L. Preferência pela liquidez do setor bancário no ciclo de expansão do crédito no Brasil: 2003-2010. **Revista Análise Econômica**, v. 31, n. 59, p. 47-75, março 2013.

ARIDA, P., **Revisão da Crise: Metodologia e Retórica na História do Pensamento Econômico**. (In José Márcio Rego, org. (1991). Editora Bial. 11-46, São Paulo: (Publicado originalmente como texto para discussão da PUC do Rio de Janeiro em 1983). Disponível em <http://www.bresserpereira.org.br/view.asp?cod=3769>. Acesso em 12/07/2017.

BANCO MUNDIAL (The World Bank). **O Banco Mundial no Brasil**, 2017. Disponível em <http://www.worldbank.org/pt/country/brazil>. Acesso em 15/02/2017

BARBOSA, F. H. A inércia da taxa de juros na política monetária. **Ensaios Econômicos EPGE** (Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas), Rio de Janeiro, n. 534, 2004(a).

BARBOSA, F. H. Dois experimentos de política monetária no modelo Novo-Keynesiano, **Ensaios Econômicos EPGE** (Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas), Rio de Janeiro, no. 547, 2004 (b)

BARRO, R. J. On the determination of the public debt. **The Journal of Political Economy**, p. 940-971, 1979. Disponível em <https://dash.harvard.edu/handle/1/3451400>. Acesso em 15/08/2017.

BARRO, R. J. Rational expectations and the role of monetary policy. **Journal of Monetary Economics** (110), p. 161-193, 1976. Disponível em http://econpapers.repec.org/article/eeemoneco/v_3a2_3ay_3a1976_3ai_3a1_3ap_3a1-32.htm. Acesso em 15/08/2017.

BCB (Banco Central do Brasil). **Histórico de taxas de juros**, 2017. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp> Acesso em 03/11/2017

BIS (Bank of International Settlements), 2016. **Basell Committee on Banking Supervision**, 2016. Disponível em <https://www.bis.org/bcbs/>. Acesso em 1/06/2016.

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lesson from Brazil. **NBER Working Paper**, n. 10389, Mar. 2004. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>. Acesso em 16/07/2017.

BUITER, W. H., The unfortunate uselessness of Most 'State of the Art' Academic Monetary Economics. **VoxEU, Research-based policy analysis and commentary from leading economists**, March 6, 2009. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2492949>. Acesso em 15/08/2017.

CARNEIRO, D. D.; WU, T. Y. H. Dominância fiscal e desgaste do Instrumento único de política monetária no Brasil. **Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças**, Texto Para Discussão n. 7, maio 2005.

CASTELLI, J. R. *A crise econômica japonesa dos anos 1990 e a armadilha de liquidez, 2010*. Tese de Mestrado apresenta à Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

COCHRANE, J.H., Michelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates; Dec.2016. Disponível em <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane>. Acesso em 16/06/2017.

COCHRANE, J. H. Long Term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level. **Econometrica**, v. 69, nº 1, 2001. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w6771>. Acesso em 15/08/2017

COCHRANE, J. H. Money as stock: price level determination with no money demand. **NBER Working Paper** n. 7.498, Jan, 2000. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w7498>. Acesso em 15/08/2017

COCHRANE, J. H. A frictionless view of U.S. inflation. **NBER Macroeconomics Annual**, 1998, volume 13, Cambridge. Disponível em <http://www.nber.org/chapters/c11250.pdf>. Acesso em 15/08/2017

FAVERO, C. A.; GIAVAZZI F. Inflation targeting and debt: lessons from Brazil. **National Bureau of Economic Research**, Paper no. w10390, 2004.

FED (Federal Reserve). **Balance Sheet Trends – Accessible**, 2017. Disponível em https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends_accessible.htm Acesso em 30/10/2017.

FERREIRA, L.A.M. *Dominância Fiscal ou Dominância Monetária no Brasil: uma análise do Regime de Metas de Inflação*, Fevereiro/2015. Dissertação apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Ciências Econômicas.

FMI (International Monetary Fund). **Home Page**, 2016. Disponível em www.imf.org/. Acesso em 13/06/2016

FRANCO, G., LARA RESENDE, A., PESSOA, S., NAKANE, M. Por que os juros são altos no Brasil?, **CLP Papers**, n. 6, 2011.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, march, 1968.

GADELHA, S. R. de B.; DIVINO, J. A. Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. **Economia Aplicada**, v. 12, n. 4, p. 659-675, 2008.

INFOMONEY, 2017. Ranking Mundial de Juros Reais – Out/17. Disponível em <http://moneyou.com.br/wp-content/uploads/2017/10/rankingdejurosreais251017.pdf> Acesso em 31/10/2017.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. Londres: Macmillan, 1973.

KYDLAND, F. E., Prescott, E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, 85:473–492, 1977.

LARA RESENDE, A.; **Juros, moeda e ortodoxia**; O mundo neokeynesiano sem moeda; Companhia das Letras, São Paulo, 2017;

LARA RESENDE, A. Towards a Wicksellian Pure Credit Economy, **mimeo Columbia University**, Dezembro, 2016.

LARA RESENDE, A. A armadilha brasileira. Instituto de Estudos de Política Econômica. **Instituto Casa das Garças**, Texto para discussão n. 19, julho 2011.

LÊNIN, V.I., *A Luta de Classes*, in **Obras Escolhidas em três tomos**, Edições Avante! Edições Progresso, Lisboa-Moscovo, 1977, t. 1, p. 13.

LOYO, E. Tight money paradox on the loose: A fiscalist hyperinflation, **Discussion Paper, John F. Kennedy School of Government**, June, 1999. Disponível em <http://sims.princeton.edu/yftp/Loyo/LoyoTightLoose.pdf>. Acesso em 15/08/2017.

LUCAS, R. E. Jr. Some international evidence on output-inflation tradeoffs. **American Economic Review** 63:326–34, 1973.

LUCAS, R. E. Jr. Principles of fiscal and monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, 17:117–34, 1986.

LUQUE, C.A., VASCONCELLOS, M.A.S., Considerações sobre o Problema da Inflação, Disponível em <http://www.barrosmelo.edu.br/aluno/professores/escaninho/uploads/8703.pdf>. Acesso em 06/11/2017.

MARX, K. **O Capital, vol. I**, Disponível em <http://www.marxists.org/archive/marx/works/1867-c1/ch31.htm>. Acesso em 15/08/2017.

MOLLO, M. L. R., As controvérsias monetárias do século XIX, **Ensaio FEE**, (15) 1: 80-97, 1994. Também disponível em Fonseca, P. C. D. e Mollo, L. R. M., Metalistas x Papelistas: Origem Teóricas e Antecedentes do Debate entre Monetaristas e Desenvolvimentistas, in http://professor.ufrgs.br/pedrofonseca/files/mollo_m_fonseca_p_metalistas_x_papelistas_-_origens_teoricas_e_antecedentes_do_debate_entre_monetaristas_e_d Acesso em 05/09/2017.

MONTES, G.C.; FEIJÓ, C.A. Credibilidade, política monetária e racionamento de crédito. **Revista de Economia Contemporânea**, v.15, n. 01, p. 05-29, jan./abr. 2011.

MOREIRA, T. B.; LOUREIRO, P. R.; SOARES, F. A. R.; SACHSIDA, A. The interaction of monetary and fiscal policy: The Brazilian case. **Modern Economy**, v. 2, p. 114-122, 2011. Disponível em <http://bdadolfo.blogspot.com.br/2015/12/um-resumo-de-meu-cv.html> Acesso em 15/08/2017.

- MOREIRA, T.B.S.; CARVALHO Jr, A.C. Interação entre políticas monetária, fiscal e cambial no Brasil: Um Enfoque sobre a consistência das políticas. **Economia e Desenvolvimento**, Recife (12), 2013
- MUNHOZ, V.C.V.; GASPAR, L.C. Volatilidade dos fluxos internacionais de capitais e a oferta de crédito na economia brasileira entre 1995 e 2009. **Revista Análise Econômica**, v. 30, n. 57, p.7-41, jan./mar. 2012.
- NAKANO, Y. **Intolerância ao Endividamento**. In: MENDONÇA, F. (Org.). **A dívida pública brasileira**. Brasília: Ed. Plenarium, p.: 129-130, 2005.
- OLIVEIRA, G. C. O comportamento da estrutura patrimonial de grandes bancos privados diante do recente ciclo de crédito no Brasil 2002-05. **Indicadores Econômicos FEE**, v.34, n.04, p.179-196, março 2007.
- OREIRO, J. L. C, PAULA, L. F., SILVA, G.J.C., ONO, F.H., Determinantes macroeconômicos do *spread* bancário no Brasil: teoria e evidência recente. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, vol.10 no.4, Out/Dez. 2006.
- OREIRO, J.L. Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária: uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária. **Estudos Econômicos**, v.35, n. 01, p.101-131, jan./mar. 2005.
- PARREIRAS, M. A. *A estrutura institucional da dívida pública brasileira e seus impactos sobre a gestão da política: uma análise empírica do regime de metas de inflação*, 2007. Tese de mestrado apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- PAULA, L.F.R. Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky. **Análise Econômica**, v.29, p.21-38, mar. 1998.
- PAULA, L.F.R, ALVES Jr, A.J. Banking behaviour and the Brazilian economy after the real plan: a post-keynesian approach; **Banca Nacional e del Lavoro Quarterly Review**, n. 227, p. 337-365, dez. 2003.
- PRATES, D.; BIANCARELLI, A. M. *Panorama do ciclo de crédito recente: condicionantes e características gerais: projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeiras brasileira e o papel dos bancos públicos*. **BNDES Paper**, 2009. Disponível em http://www.bndes.gov.br/siteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empre sa/pesquisa/SubprojetoII.2_PIF.pdf. Acesso em 13 de maio de 2016.
- RODAVIVA, Programa de entrevista, 1999. Disponível em <http://www.rodaviva.fapesp.br/imprimir.php?id=761> Acesso em 03/11/2017.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Fall 1981, 1-17.
- SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana; **Revista Análise Econômica**, ano 21, n. 39, mar. 2003

SILVA, G.J.C.; OREIRO, J.L.C.; PAULA, L.F.R. Spread bancário no Brasil: uma avaliação empírica recente. In: PAULA, L.F.R.; OREIRO, J.L. **Sistema Financeiro: Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.191-220.

SIMS, C. Active fiscal, passive money equilibrium in a purely backwardlooking model, **Discussion Paper Princeton University**. 2016. Disponível em <http://yftp/OldKeynesianFTPL/BackwardAFPM.pdf>. Acesso em 15/08/2017.

SOBRINHO, N. F. S., *Uma avaliação do canal de crédito no Brasil*, Rio de Janeiro, 2003. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Economia da FEA-USP, como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Ciências Econômicas.

SOUZA, J.B.L., DIAS, M.H.A. Dominância fiscal e seus impactos na política monetária: uma avaliação para a economia brasileira. Disponível em https://www.anpec.org.br/sul/2016/submissao/files_I/i6-fd7914e250fc2dc88d99cbf3e074ae93.pdf; Acesso em 26/12/2017.

SPIILIMBERGO, A; SYMANSKI, S; BLANCHARD, O; COTRELLI, C; Fiscal Policy for the Crisis; **IMF Staff Position Note**, SPN/08/01; December 29, 2008

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, v.71, p. 393-410, Issue 3, jun.1981

Brasil - STN (Secretaria do Tesouro nacional), Brasília. **Relatório Anual 2015 Dívida Pública Federal**, no. 13, 2016.

TAYLOR, J. B. Low inflation, pass-through, and pricing power of firms. **European Economic Review**, n. 44, p. 1389-1408, 2000.

VINHADO, F.S, BELEM, V.C. Preferência pela liquidez dos bancos no Brasil: uma investigação empírica com dados em painel dinâmico. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, vol. 3, n. 2, pag 24-38, maio/ago. 2013.

WOODFORD, M. **Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy**. Princeton University Press, Princeton, 2003.

WOODFORD, M. Fiscal requirements for price stability. **Journal of Money, Credit and Banking** (33), 2001.

WOODFORD, M. Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Politics**, 1995, North-Holland, p. 1-46.

WOODFORD, M. Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. **Economic Theory** (4), n. 3, p. 345-380, 1994. 50

WORLDBANK, **Real interest rate (%)**, 2017. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR> . Acesso em 31/10/2017

DEBATE MÍDIA IMPRESSA (2015/2017)

BELLUZZO, L. G., GALÍPOLO, G., Metas de inflação e os ardis da razão. Valor Econômico, fev. 2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/opiniaio/4860762/metas-de-inflacao-e-os-ardis-da-razao>; Acesso em 06/11/2017.

COUTINHO, L., O porquê dos juros altos, Valor Econômico, fev. 2017, Disponível em <http://www.valor.com.br/opiniaio/4864602/o-porque-dos-juros-altos>; Acesso em 06/11/2017.

FRAGA, A., O debate dos juros altos no Brasil, O Globo, fev. 2017, Disponível em <http://oglobo.globo.com/economia/o-debate-sobre-os-juros-no-brasil-por-arminio-frag-neto-20903057>; Acesso em 06/11/2017.

GASPARI, E.; André Lara Resende é patrulhado por falar de tema interditado, Folha de São Paulo, nov. 2017, Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/colunas/eliogasparsi/2017/02/1856724-andre-lara-resende-e-patrulhado-por-falar-de-tema-interditado.shtml>; Acesso em 06/11/2017.

LISBOA, M., PESSÔA, S., Nada de novo no debate monetário, no Brasil. Valor Econômico, jan. 2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/cultura/4842254/nada-de-novo-no-debate-monetario-no-brasil>; Acesso em 06/11/2017.

LOPES, F. L.; André, Cochrane e a teoria fiscal dos preços, Valor Econômico, fev. 2017; Disponível em <http://www.valor.com.br/cultura/4872458/andre-cochrane-e-teoria-fiscal-dos-precos>; Acesso em 06/11/2017

LOYO, A.; Neofisherianismo, vai entender. Valor Econômico, fev. 2017; Disponível em <http://www.valor.com.br/cultura/4857030/neofisherianismo-vai-entender>; Acesso em 06/11/2017

NAKANO, Y.; Aritmética monetarista desagradável, Valor Econômico, fev. 2017; Disponível em <http://www.valor.com.br/opiniaio/4855902/aritmetica-monetarista-desagradavel>; Acesso em 06/11/2017.

PESSÔA, S.; Dominância Fiscal, Instituto Millenium, Outubro, 2015. Disponível em <http://www.institutomillenium.org.br/artigos/114053/>; Acesso em 06/11/2017.

PRADO, M.C.R.M.; Monetarismo revisitado, 100 anos depois; Valor Econômico, fev. 2017; Disponível em <http://www.valor.com.br/opiniaio/4863328/monetarismo-revisitado-100-anos-depois>; Acesso em 06/11/2017.

LARA RESENDE, A.; Juros e conservadorismo intelectual; valor Econômico, jan. 2017; Disponível em <http://www.valor.com.br/cultura/4834784/juros-e-conservadorismo-intelectual>; Acesso em 06/11/2017.

RIBEIRO, A.; O economista incendiário; Valor Econômico, fev. 2017, Disponível em <http://www.valor.com.br/cultura/4872440/o-economista-incendiario>; Acesso em 06/11/2017.

SAFATLE, C.; Governo cogita reduzir a meta de inflação para 2019; Valor Econômico, fev. 2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/brasil/4864732/governo-cogita-reduzir-meta-de-inflacao-para-2019>; Acesso em 06/11/2017

SENNA; J. J.; Taxa de juros e inflação; Valor Econômico, fev. 2017, Disponível em <http://www.valor.com.br/cultura/4864408/taxa-de-juros-e-inflacao>; Acesso em 06/11/2017

VALOR ECONÔMICO; Economistas discutem no Valor impacto do juro alto na inflação; Valor Econômico, fev. 2017. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/4852372/economistas-discutem-no-valor-impacto-do-juro-alto-na-inflacao>; Acesso em 06/11/2017.