

**APOSTILA ELABORADA PELO PROF. DR. MARCO ANTONIO S. VAS-
CONCELOS
PROF. DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA DA FEA - USP**

Capítulo 11 - O Lado Monetário da Economia

11.1. Conceito de moeda

Moeda é um instrumento ou objeto aceito pela coletividade para intermediar as transações econômicas, para pagamento de bens e serviços. Essa aceitação é garantida por lei, ou seja, a moeda tem “curso forçado”.

Antes da existência da moeda, o fluxo de trocas de bens e serviços na economia dava-se por escambo, com trocas diretas de mercadoria por mercadoria (**economia de trocas**). É fácil imaginar os transtornos trazidos por tal mecanismo. Para que alguém adquira qualquer mercadoria, deve encontrar alguém que possua aquilo que está querendo adquirir, e simultaneamente queira comprar aquilo que está sendo oferecido. Ou seja, precisa haver **dupla coincidência de desejos**. O desenvolvimento econômico seria facilmente obstruído pelo excesso de tempo que as pessoas despenderiam na realização das transações. Os indivíduos gastariam mais tempo trocando do que produzindo, limitando o tamanho do produto da sociedade.

Com a evolução da sociedade, certas mercadorias passaram a ser aceitas por todos, por suas características peculiares ou pelo próprio fato de serem escassas. Por exemplo, o sal, que, por ser escasso, era aceito na Roma Antiga como moeda. Em diversas épocas e locais diferentes, outros bens assumiram idêntica função. Portanto, a **moeda mercadoria** constitui a forma mais primitiva de moeda na economia.

Os metais preciosos passaram a assumir a função de moeda por diversas razões: são limitados na natureza, possuem durabilidade e resistência, são divisíveis em peso etc. Para exercer o controle sobre os metais em circulação, foi implantada a “cunhagem” da moeda pelos governantes, o que deu origem à atual **moeda metálica**.

O **papel-moeda** de hoje teve origem na moeda-papel. As pessoas de posse de ouro, por questão de segurança, guardavam-no em casas especializadas (embrião do atual sistema bancário), onde ourives – pessoas que trabalhavam o ouro e a prata – emitiam certificados de depósito dos metais. Ao adquirir bens e serviços, as pessoas podiam, então, fazer os pagamentos com esses certificados, já que, por serem transferíveis, o novo detentor do título poderia retirar o montante correspondente de metal com o ourives. Como o depositário do metal merecia a confiança de todos, esses certificados foram ganhando livre circulação, passando a ter aceitação geral, porque possuíam lastro e podiam ser convertidos a qualquer instante em ouro. Ao longo do tempo, entretanto, o lastro

tornou-se menor que 100%, pois o ourives, percebendo que sempre permanecia em sua firma determinado montante de metais preciosos que não eram utilizados, passou a emitir moeda-papel em proveito próprio, sem nenhum lastro.

Mais tarde, a partir do século XVII, surgiram os bancos comerciais privados. Esses bancos começaram a emitir notas ou recibos bancários que passaram a circular como moeda, dando origem ao papel-moeda. Alguns desses bancos receberam o privilégio do monopólio da emissão de notas bancárias, sendo esse monopólio a origem de muitos bancos centrais, como o Banco da Inglaterra, fundado em 1694 por um grupo de banqueiros privados para financiar os déficits da Coroa.

Posteriormente, o Estado passou a monopolizar a emissão de papel-moeda lastreado em ouro (**padrão-ouro**). O ouro, contudo, é um metal com reservas limitadas na natureza, e o padrão-ouro passou a apresentar um obstáculo à expansão das economias nacionais e do comércio internacional, ao impor um limite à oferta monetária, uma vez que a capacidade de emitir moeda estava vinculada à quantidade de ouro existente. Dessa forma, a partir de 1920, o padrão-ouro foi abandonado e a emissão de moeda passou a ser livre, ou a critério das autoridades monetárias de cada país. Assim, a moeda passou a ser aceita por força de lei, denominando-se **moeda de curso forçado** ou **moeda fiduciária** (de fidejussão, confiança), não sendo lastreada em metais preciosos.

Um último esforço da manutenção de um regime de moeda lastreada foi o Acordo de Bretton Woods (1944), pelo qual o dólar norte-americano respeitava uma regra de padrão-ouro, e as demais moedas tinham suas paridades fixadas em relação ao próprio dólar. Em 1971, com a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro, quase todas as moedas nacionais do mundo passaram a ser fiduciárias.

11.2. Funções e tipos de moeda

As funções da moeda no sistema econômico são fundamentalmente as seguintes:

- **instrumento ou meio de trocas:** por ter aceitação geral, serve para intermediar o fluxo de bens, serviços e fatores de produção da economia. A posse da moeda representa liquidez imediata para quem a possui. **Liquidez** é a qualidade da moeda de se transformar em algum ativo, sem custos, ou vice-versa, de um ativo se transformar em moeda;
- **denominador comum monetário:** possibilita que sejam expressos em unidades monetárias os valores de todos os bens e serviços produzidos pelo sistema econômico. É um padrão de medida;
- **reserva de valor:** a moeda pode ser acumulada para a aquisição de um bem ou serviço no futuro. Claro está que o requisito básico para que a moeda funcione como reserva de valor é sua estabilidade diante dos preços dos bens e serviços, já que a inflação corrói o poder de com-

pra da moeda, e a deflação (queda de preços) a valoriza.

11.2.1 Tipos de moeda

Definem-se três tipos de moeda:

- **moedas metálicas:** emitidas pelo Banco Central, constituem pequena parcela da oferta monetária e visam facilitar as operações de pequeno valor e/ou como unidade monetária fracionada (troco);
- **papel-moeda:** também emitido pelo Banco Central, representa parcela significativa da quantidade de dinheiro em poder do público;
- **moeda escritural ou bancária:** é representada pelos depósitos à vista (depósitos em conta corrente) nos bancos comerciais (é a moeda contábil, escriturada nos bancos comerciais).

O papel-moeda e as moedas metálicas em poder do público (famílias e empresas) são denominados **moeda manual**.

11.3.Oferta de moeda

Como qualquer mercadoria, a moeda tem seu preço e quantidade determinados pela oferta e demanda. A oferta de moeda é o suprimento de moeda para atender às necessidades da coletividade. Veremos que a moeda pode ser ofertada pelas autoridades monetárias e pelos bancos comerciais.

11.3.1. Conceito de meios de pagamento

A oferta de moeda também é chamada de meios de pagamento.

Os **meios de pagamento** constituem o total de moeda à disposição do setor privado não bancário, de liquidez imediata, ou seja, que pode ser utilizada imediatamente para efetuar transações.

Os meios de pagamento em sua forma tradicional são dados pela soma da moeda em poder do público mais os depósitos à vista nos bancos comerciais. Ou seja, pela soma da moeda manual e da moeda escritural.

$$\text{Meios de pagamento} = \text{moeda em poder do público} \\ + \text{depósitos à vista nos bancos comerciais}$$

Os meios de pagamento representam, então, quanto a coletividade tem de moeda “física” (metálica e papel) com o público ou no cofre das empresas somado a quanto ela tem em conta-corrente nos bancos.

Enfim, é a moeda que não está rendendo juros, aquela que não está aplicada em contas ou ativos remunerados.

Note, também, que o **conceito econômico de moeda é representado**

apenas pela moeda que está com o setor privado não bancário, ou seja, exclui-se a moeda que está com os próprios bancos comerciais e a que está com as autoridades monetárias. Nesse sentido, os depósitos à vista ou em conta corrente não são dinheiro dos bancos, mas dinheiro que pertence ao público não bancário. O dinheiro que pertence aos bancos são seus **encaixes (caixa dos bancos comerciais)** e suas **reservas** (quanto os bancos comerciais mantêm depositado no Banco Central).

Também não são considerados, na definição tradicional de meios de pagamento, as cadernetas de poupança e os depósitos a prazo nos bancos comerciais (captados via certificados de depósitos bancários – CDBs), por duas razões: não são de liquidez imediata e são remunerados, isto é, rendem juros.

Os meios de pagamento, conceituados como moeda de liquidez imediata, que não rendem juros, também são chamados, na literatura mais específica de **M1**. Para alguns objetivos, os economistas incluem como moeda a chamada **quase-moeda** – ativo que tem alta liquidez (embora não tão imediata) e que rende juros, como os títulos públicos, as cadernetas de poupança, os depósitos a prazo e alguns títulos privados, como letras de câmbio e letras imobiliárias. Assim, a inclusão da quase-moeda origina outras definições de moeda, como se segue:

- **M1** = moeda em poder do público + depósitos à vista nos bancos comerciais;
- **M2** = **M1** + depósitos para investimento + depósitos de poupança + títulos privados (depósitos a prazo, letras cambiais, hipotecárias e imobiliárias);
- **M3** = **M2** + fundos de renda fixa + operações comprometidas com títulos federais;
- **M4** = **M3** + títulos públicos federais, estaduais e municipais.

A Tabela 11.1, a seguir, apresenta os valores dos agregados monetários para o mês de dezembro de 2017. Pode ser observado que o valor da moeda em poder do público é de apenas 3,8% do total dos agregados monetários, ilustrando como sua importância é pequena em termos relativos, com a quase totalidade da moeda ficando no sistema bancário

Os meios de pagamento no conceito **M1** também são chamados de **ativos** ou **haveres monetários**. Os demais ativos financeiros, que rendem juros, são chamados de **ativos** ou **haveres não monetários**.

Monetização e Desmonetização da Economia

Em processos inflacionários intensos normalmente ocorre a chamada **desmonetização** da economia, isto é, diminuição da quantidade de moeda sobre o total de ativos financeiros, em decorrência do fato de as pessoas procurarem defender-se da inflação com aplicações financeiras que rendem juros.

A **monetização** é o processo inverso: com inflação baixa, as pessoas mantêm mais moeda que não rende juros em relação aos demais ativos financeiros.

O grau de **monetização** ou **desmonetização** pode ser medido pela razão

$$\frac{M1}{M4}$$

quando **M1** aumenta em relação a **M4**, há monetização; quando **M1** cai relativamente a **M4**, ocorre a desmonetização.

A Tabela 11.2, apresenta o grau de monetização nos últimos cinco anos. Sua queda no período indica que as pessoas e empresas buscam mais proteção financeira, aplicando mais a moeda de que dispõem em ativos que rendem juros (M4), ao invés de deixá-la em seu poder ou em depósitos à vista (M1)

Tabela 11.2. Grau de monetização

Anos	M1	M4	Grau de monetização
2013	344,8	4.459,4	0,08
2014	351,6	4.993,1	0,07
2015	334,4	5.554,3	0,06
2016	347,8	6.144,5	0,06
2017	363,0	6.636,0	0,05

Fonte: Banco Central do Brasil

Criação e Destruição de Moeda (ou de Meios de Pagamento)

Ocorre “**criação**” de moeda quando há aumento do volume de meios de pagamento; inversamente, a “**destruição**” de moeda ocorre quando se faz uma redução dos meios de pagamento. Alguns exemplos ilustram esses fatos:

- o **aumento dos empréstimos ao setor privado** é criação de moeda, pois os bancos comerciais tiram-na de suas reservas e a emprestam ao público;
- o **resgate de um empréstimo no banco** é destruição de moeda,

reduzem-se os meios de pagamento, já que saem do público e retornam ao caixa dos bancos;

- quando o **depositante retira depósito à vista e o coloca em depósito a prazo**, ocorre destruição de moeda, pois os depósitos a prazo não são meios de pagamento, dado que não são de liquidez imediata, e rendem juros.

Já com o saque de um cheque no balcão do banco não há nem criação nem destruição de meios de pagamento, pois simplesmente houve uma transferência de depósitos à vista (moeda escritural) para moeda em poder do público (moeda manual).

11.3.2. Oferta de moeda pelo Banco Central

O Banco Central é o órgão responsável pela execução da política monetária e cambial do país, que tem como objetivo regular o montante de moeda, crédito, taxas de juros e câmbio, de forma compatível com o nível de atividade econômica e o equilíbrio do balanço de pagamentos. Ou seja, o Banco Central deve procurar manter a liquidez da economia, atendendo às necessidades de transações do sistema econômico.

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central desempenham o papel de autoridade monetária. O CMN é presidido pelo ministro da Fazenda, e tem como componentes o ministro do Planejamento e o presidente do Banco Central. Cabe ao CMN as principais funções normativas e ao Banco Central as funções executivas de supervisão e fiscalização bancária, cabendo-lhe cumprir e fazer cumprir as decisões do CMN. Por exemplo, a fixação das metas de inflação é decidida pelo CMN, cabendo ao Banco Central, através do Comitê de Política Monetária (Copom), fixar a taxa de juros Selic, de acordo com aquela meta de inflação.¹

A seguir, neste e nos próximos capítulos, quando citarmos Banco Central, estaremos nos referindo às autoridades monetárias, o que inclui o CMN.

Funções clássicas do Banco Central:

- **execução da política monetária:** a principal atribuição de um Banco Central é o controle da oferta de moeda e crédito;
- **banco emissor:** cabe à autoridade monetária de um país a função de emitir o papel-moeda e a moeda metálica;
- **banco dos bancos:** o fluxo de caixa dos bancos tanto pode apresentar insuficiência de recursos como excesso. No primeiro caso, precisam ser socorridos, e quem o faz é o Banco Central. No segundo

¹ Selic – Serviço Especial de Liquidação e Custódia. O Copom reúne-se a cada 45 dias, e, além de fixar a taxa de juros Selic, indica a tendência (viés) da taxa de juros no período que antecede a próxima reunião.

caso, os bancos, para não deixarem seus recursos ociosos, depositam-nos no Banco Central. Além disso, há a necessidade de transferência de fundos entre os bancos comerciais, como resultado positivo ou negativo da câmara de compensação de cheques e outros papéis, o que é feito por meio de suas contas no Banco Central. No Brasil, a câmara de compensação de cheques e outros papéis foi delegada ao Banco do Brasil, sob supervisão do Banco Central;

- **banco do governo:** cabe ao Banco Central receber depósitos do governo e lhe conceder créditos. Muitos hoje questionam essa função, devido à eventual utilização abusiva do Banco Central pelo governo para o financiamento de déficits públicos;²
- **controle e regulamentação da oferta de moeda,** que é uma função normativa: regula a moeda e crédito do sistema econômico;
- **execução da política cambial e administração do câmbio:** controle das operações com moeda estrangeira e capitais financeiros os externos. Uma das mais importantes missões do Banco Central é a defesa da moeda nacional;
- **fiscalização das instituições financeiras.**

Para exercer essas funções, o Banco Central utiliza os instrumentos de política monetária.

Instrumentos de Política Monetária

As alterações de política monetária, sejam em função dos objetivos mais gerais de política econômica, sejam para correções de eventuais desvios na expansão ou contração dos meios de pagamento com relação à programação monetária, são feitas por meio dos seguintes instrumentos:

- **controle das emissões:** o Banco Central controla, por força de lei, o volume de moeda manual da economia, cabendo a ele as determinações das necessidades de novas emissões e respectivos volumes;
- **depósitos compulsórios ou reservas obrigatórias:** os bancos comerciais, além de possuírem os chamados **encaixes técnicos** (o caixa dos bancos comerciais), são obrigados a depositar no Banco Central um percentual determinado por este sobre os depósitos à vista. Basta o Banco Central aumentar ou diminuir o percentual do depósito compulsório para influir no volume ofertado de empréstimos bancários (e, portanto, na **criação de depósitos ou moeda escritural**). Além de uma conta de depósitos compulsórios, os bancos comerciais mantêm no Banco

² Essa questão do financiamento inflacionário das necessidades do governo é uma das preocupações principais de vários defensores, no mundo, da independência do Banco Central. Esse cuidado também existe no Brasil, o que explica a vedação constitucional de o “Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira” (art. 164, §1º). Não obstante, o mesmo artigo constitucional determina que “as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no Banco Central” (art. 164, §3º).

Central uma conta de **depósitos voluntários** (ou **reservas livres**), em que são lançados os cheques de compensação entre os bancos;

- **operações com mercado aberto** (*open market*): consistem na compra e venda de títulos públicos ou obrigações pelo governo. O Banco Central mantém uma carteira de títulos para realizar operações reguladoras da oferta monetária. Quando o governo coloca seus títulos para o público, o efeito é o de reduzir os meios de pagamento (“enxugar” os meios de pagamento), já que parte da moeda em poder do público retorna ao governo como pagamento desses títulos. Ao contrário, quando o governo compra os títulos, efetua pagamento em moeda a seus portadores, o que aumenta a oferta de moeda (os meios de pagamento). Essas operações afetam e são afetadas pelas remunerações oferecidas por esses títulos, que é a taxa de juros básica da economia (no Brasil, a taxa Selic): para vender os títulos públicos, o Banco Central normalmente deve elevar a taxa de juros;

- **operações de redesconto**: englobam a liberação de recursos pelo Banco Central aos bancos comerciais, que podem ser empréstimos ou redesconto de títulos. Existem os **redescontos de liquidez**, que são empréstimos para os bancos comerciais cobrirem eventual débito na compensação de cheques, e os **redescontos especiais** ou **seletivos**, que são empréstimos autorizados pelo Banco Central visando beneficiar setores específicos. Por exemplo, para estimular a compra de máquinas agrícolas, o Banco Central abre uma linha especial de crédito, pela qual os bancos comerciais emprestam (descontam) aos produtores rurais e redescontam o título no Banco Central. A mudança na taxa cobrada pelas autoridades monetárias influi no sentido de aumentar ou diminuir o crédito concedido aos bancos comerciais.

Além desses instrumentos típicos da política econômica, o Banco Central pode afetar o fluxo de moeda pela **regulamentação da moeda e do crédito**, por exemplo, fixando a taxa de juros Selic, a taxa de juros de redesconto, a taxa de longo prazo (TLP)³, ou com **medidas macroprudenciais**, que envolvem a exigência de capital próprio dos bancos, cobertura de crédito e fixação de prazos para o crédito ao consumidor. A fixação da taxa do compulsório também é considerada um tipo de medida macroprudencial.

Vale dizer que, embora não seja incluída explicitamente como instrumento de política monetária, a taxa de juros (no Brasil, a Selic) é a principal variável de controle da política monetária. Ela é determinada muito mais em função de objetivos gerais de política econômica, como o acompanhamento do nível de emprego e da taxa de inflação do que de operações específicas do mercado financeiro.

³ A TLP é a taxa utilizada nos empréstimos de longo prazo concedidos pelo BNDES-Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Entrou em vigor em 1º de janeiro de 2018, em substituição à TJLP-Taxa de Juros de Longo Prazo. É uma taxa subsidiada, abaixo da taxa básica de mercado Selic.

11.3.2.Oferta de moeda pelos bancos comerciais.

O multiplicador monetário

Os bancos comerciais também podem aumentar os meios de pagamento (isto é, aumentar a oferta de moeda) com a multiplicação da moeda escritural ou depósitos à vista.

Um depósito à vista ou em conta-corrente num banco comercial representa um fundo disponível, que pode ser movimentado a qualquer instante pelo titular da conta-corrente por meio de cheque. No entanto, existe um fluxo contínuo de depósitos e saques, de tal forma que o banco não precisa manter a totalidade dos recursos captados de depósitos à vista para fazer frente aos pagamentos dos cheques emitidos pelos correntistas. Dessa forma, o banco precisa guardar em seus cofres apenas a parte dos depósitos à vista que lhe permita cobrir as reservas técnicas ou de caixa (para pagamento dos cheques) e os depósitos compulsórios e voluntários (cheques de compensação), podendo emprestar o restante a seus clientes, pois dispõe de uma **carta-patente** que lhe permite fazer isso.

O cliente que tomou o dinheiro emprestado faz um depósito à vista no mesmo ou em outro banco. Desse novo depósito, o banco retém o montante de reservas que cubra as reservas técnicas, bem como o depósito compulsório e o depósito voluntário no Banco Central, e o restante torna a emprestar para outro cliente, que, por sua vez, faz novo depósito à vista, e assim sucessivamente.

Note que apenas os bancos comerciais, entre os intermediários financeiros privados, podem efetuar empréstimos com suas obrigações, isto é, depósitos à vista. Os chamados **intermediários financeiros não bancários**, como as financeiras, bancos de investimentos, apenas transferem recursos de aplicadores para tomadores, e suas obrigações não são consideradas meios de pagamento. Ou seja, **apenas os bancos comerciais podem criar oferta de moeda**, por terem carta-patente que lhes permite emprestar os depósitos do público, enquanto as instituições financeiras não bancárias não são autorizadas a manter depósitos, apenas transferindo dinheiro de emprestadores para tomadores, não criando moeda (meios de pagamento) adicional com essas operações.

O efeito de criação múltipla de depósito vista e, portanto, de meios de pagamento pode ser visualizado na Tabela 11.3; supõe-se que:

- a) a emissão primária da moeda pelo Banco Central é de \$ 100.000, sendo essa quantidade de moeda entregue ao público;
- b) as pessoas depositam todo o dinheiro nos bancos comerciais para movimentá-lo por meio de cheques (por simplificação, estamos supondo por enquanto que, nesse processo, o público não retém essa moeda adicional;
- c) os bancos precisam manter em reservas técnicas, compulsórias e voluntá-

rias, 40% dos depósitos;

d) os bancos retêm apenas o necessário para cobrir as reservas e emprestam os recursos remanescentes.

REVISÃO; Tabela 11.3.

Tabela 10.2 O efeito de criação múltipla do depósito à vista

Banco	Depósito à vista	Reserva dos bancos comerciais (40% dos depósitos à vista)	Empréstimos
A	100.000	40.000	60.000
B	60.000	24.000	36.000
C	36.000	14.400	21.600
D	21.600	8.640	12.960
E	12.960	5.184	7.776
Demais bancos somados	19.440	7.776	11.664
Total	250.000	100.000	150.000

Como observado, a oferta inicial de **moeda manual** de até \$ 100.000 transformou-se em uma oferta total de **moeda escritural** (depósitos à vista) de \$ 250.000.

O efeito multiplicador da **moeda escritural** é dado por uma progressão geométrica decrescente. De uma forma mais simples, ele é dado pelo **inverso da porcentagem da reserva bancária**, ou:

$$m = \frac{1}{r}$$

em que:

m = multiplicador monetário;

r = taxa ou porcentagem de reserva dos bancos comerciais sobre os depósitos à vista.

Multiplicador da Base Monetária

O multiplicador do exemplo anterior está bastante simplificado, uma vez que não considera o efeito da retenção de moeda em poder do público no mecanismo de multiplicação. Quanto mais o público (pessoas físicas e empresas não financeiras) retém, menos deposita nos bancos, e menor a multiplicação monetária.

A fórmula do multiplicador mais conhecida é a do multiplicador da base mo-

netária. A **base monetária** é a soma da moeda em poder do público e das reservas bancárias (técnicas, compulsórias e voluntárias). É praticamente o total da moeda emitida, excluindo apenas a moeda que permaneceu com o Banco Central. Assim, do que foi emitido, uma parte está em mãos do público e nos cofres das empresas, e a outra está em poder de bancos comerciais (ou em seu caixa, ou, então, depositado no Banco Central, à sua ordem).

Chamando:

P = saldo da moeda em poder do público;

R = total das reservas bancárias;

D = saldo dos depósitos à vista;

M = saldo dos meios de pagamento = $P + D$;

B = saldo da base monetária = $P + R$;

e sabendo que os meios de pagamento são um múltiplo da base monetária (pois os depósitos à vista superam o total de reservas bancárias), tem-se:

$$M = mB$$

Dessa forma, o **multiplicador da base monetária** é igual a

$$m = \frac{M}{B}$$

Há uma relação inversa entre o multiplicador e as taxas de retenção de moeda pelo público e de reservas bancárias. A decisão do público de reter mais moeda em seu poder, não depositando nos bancos comerciais, bem como o aumento da taxa de reservas requeridas pelos bancos comerciais (um aumento no compulsório), diminui a quantidade disponível de recursos na rede bancária para os bancos emprestarem.

O multiplicador da base monetária também pode ser calculado a partir das taxas de retenção do público, taxa de depósitos bancários e da taxa de reservas bancárias. Conforme demonstrado no Apêndice B, sua fórmula é

REVISÃO; NÃO sei porque está aparecendo esses cortes abaixo em “dr” e na palavra “depósitos” (e também nesta frase na palavra “porque”) Não existem tais cortes.

$$m = \frac{1}{c + dr}$$

onde

$c = \frac{P}{M}$ = taxa de retenção so público, ou preferência do público por moeda

$$d = \frac{D}{M} = \text{taxa de depósitos à vista ou preferência do público por depósitos à vista}$$

$$r = \frac{R}{D} = \text{taxa de reservas bancárias}^5$$

A Tabela 11.4, mostra a evolução desses parâmetros e do multiplicador monetário nos últimos anos

Tabela 11.4 (ESCANEADA).

Exercício: Multiplicador da Base Monetária

Dados, em R\$ milhões:

a) Saldo moeda em poder do público (PMPP).....	30.000
b) Saldo depósitos à vista bancos comerciais (DV).....	40.000
c) Saldo caixa dos bancos comerciais (R1).....	12.000
Saldo reservas voluntárias e compulsórias dos bancos comerciais (R2)...	8.000

Calcular o multiplicador monetário.

a) Cálculo a partir da própria definição:

$$m = \frac{M1}{B} = \frac{PMPP + DV}{PMPP + (R1 + R2)} = \frac{30.000 + 40.000}{30.000 + (12.000 + 8.000)} = \frac{70.000}{50.000} = 1,4$$

b) Cálculo a partir das taxas de comportamento do público e dos bancos:

$$C = \frac{PMPP}{M1} = \frac{30.000}{70.000} = 0,4286 \quad d = \frac{DV}{M1} = \frac{40.000}{70.000} = 0,571 \quad r = \frac{R}{DV} = \frac{R1+R2}{DV} = \frac{12.000+8.000}{40.000} = 0,5$$

Segue que

$$m = \frac{1}{0,4286+0,571(0,5)} \cong \frac{1}{0,714} \cong 1,4$$

Portanto, um aumento de, por exemplo, R\$ 1 bilhão da base monetária, leva a um aumento de R\$ 1,4 bilhões no saldo dos meios de pagamento.

⁵ No Brasil, a fórmula utilizada pelo Banco Central, é: $m = \frac{1}{c+d(R1+R2)}$ em que C é a percentagem da moeda retida pelo público sobre M1; D é a percentagem dos depósitos à vista sobre os meios de pagamento M1; R1 é a taxa de encaixes (caixa dos bancos comerciais) sobre os depósitos à vista; e R2 é a taxa de reservas (voluntárias mais compulsórias) sobre os depósitos à vista

Ressaltamos que o multiplicador monetário não tem nenhuma relação com o multiplicador keynesiano de gastos visto no capítulo anterior. O multiplicador monetário se refere ao mecanismo de multiplicação de moeda (meios de pagamento), enquanto o multiplicador keynesiano diz respeito ao efeito dos gastos sobre o nível de renda (não na moeda), refletindo um efeito na produção real de bens e serviços.

11.4. Demanda de moeda

A **demanda** ou **procura de moeda** pela coletividade corresponde à quantidade de moeda que o setor privado não bancário retém, em média, seja com o público, seja no cofre das empresas, e em depósitos à vista nos bancos comerciais.

O que faz com que pessoas e empresas retenham dinheiro que não rende juros, em vez de utilizá-lo na compra de títulos, imóveis etc.? Isto é, quais os motivos ou razões para a demanda de moeda *per se*?

São três as razões pelas quais se retém moeda:

- **demanda de moeda para transações:** as pessoas e empresas precisam de dinheiro para suas transações do dia a dia, para alimentação, transporte, aluguel etc.;
- **demanda de moeda por precaução:** o público e as empresas precisam ter certa reserva monetária para fazer face a pagamentos imprevistos ou atrasos em recebimentos esperados;
- **demanda de moeda por especulação (ou por portfólio):** dentro de sua carteira de aplicações (portfólio), os investidores devem deixar uma “cesta” para a moeda, observando o comportamento da rentabilidade dos vários títulos, para fazer algum novo negócio. Ou seja, a moeda, embora não apresente rendimentos, tem a vantagem de ter liquidez imediata e pode viabilizar novas aplicações.

As duas primeiras razões (transações e precaução) dependem diretamente do nível de renda. É de esperar que, quanto maior a renda (seja das pessoas, seja a renda nacional), maior a necessidade de moeda para transações e por precaução.

Considerando que a taxa de juros, para quem possui moeda, representa um rendimento, isto é, quanto se ganha com aplicações financeiras há uma relação inversa entre demanda de moeda por especulação e taxa de juros. Quanto maior o rendimento dos títulos (a taxa de juros), menor a quantidade de moeda que o aplicador retém em sua carteira, já que é melhor utilizá-la na compra de ativos rentáveis.

O motivo especulação (e, portanto, a influência da taxa de juros sobre a demanda de moeda) foi outra contribuição de Keynes para a teoria macroeconômica. Antes, na chamada teoria clássica e neoclássica, a demanda de moeda

era associada apenas à renda nacional, ou seja, só eram considerados os motivos transação e precaução para reter moeda.

11.5. O papel das taxas de juros

A taxa de juros tem um papel estratégico nas decisões dos mais variados agentes econômicos.

Para as empresas, as decisões dos empresários quanto à compra de máquinas, equipamentos, aumentos ou diminuição de estoques, de matérias-primas ou de bens finais, e de montantes de capital de giro serão determinadas não só pelo nível atual, mas também pelas expectativas quanto aos níveis futuros das taxas de juros. Se as expectativas quanto à trajetória das taxas de juros se tornarem pessimistas, os empresários deverão manter níveis baixos de estoques e mesmo de capital de giro no presente, uma vez que o custo de manutenção desses ativos poderá ser extremamente oneroso no futuro. O nível da taxa de juros também vai afetar as decisões de investimento em bens de capital: se as taxas estiverem elevadas, isso inviabilizará muitos projetos de investimentos, e os empresários optarão por aplicar seus recursos no mercado financeiro.

Os consumidores, por sua vez, exercerão um maior poder de compra à medida que as taxas de juros diminuam, e o contrário, se as taxas de juros aumentarem. Desse modo, se as autoridades governamentais optam por uma redução do nível da demanda, a taxa de juros tem um importante papel, pois a determinação de seu patamar acabará por influenciar o volume de consumo, notadamente de bens de consumo duráveis, por parte das famílias. Além de representar um aumento do custo do financiamento de bens de consumo, taxas de juros elevadas fazem com que as pessoas passem a preferir poupança a consumo, e dirigem sua renda não gasta para o mercado financeiro.

A fixação da taxa de juros doméstica, por outro lado, está relacionada com a demanda de crédito nos mercados financeiros internacionais. Se, por exemplo, tudo o mais constante, a taxa de juros no Brasil se tornar relativamente mais elevada do que a taxa praticada nos Estados Unidos, haverá maior demanda de crédito externo por parte das empresas brasileiras comparativamente à situação anterior; o contrário se observará se a taxa de juros diminuir no mercado interno.

O movimento de capitais financeiros internacionais está, desse modo, condicionado aos diferenciais de taxas de juros entre os diversos países.

Taxa de juros nominal e taxa de juros real

As diferenças entre as taxas de juros nominais e as taxas de juros reais merecem uma atenção especial, pois elas têm implicações nas decisões de investimento. As taxas de juros nominais constituem um pagamento expresso em percentagem, mensal, trimestral, anual etc., que um tomador de empréstimos faz ao prestador em troca do uso de determinada quantia de dinheiro. Se

não houver inflação no período, a taxa de juros nominal será igual à taxa de juros real desse mesmo período de tempo.

Contudo, quando há inflação, torna-se importante distinguir a taxa de juros nominal da taxa de juros real. Assim, enquanto a **taxa de juros nominal** mede o preço pago ao poupador por suas decisões de poupar, ou seja, de transferir o consumo presente para o consumo futuro, a **taxa de juros real** mede o retorno de uma aplicação em termos de quantidades de bens, isto é, já descontada a taxa de inflação.

A relação entre a taxa nominal de juros, a taxa real e a inflação é dada pela **equação de Fisher**:

em que:

$$(1 + i) = (1 + r) (1 + \pi)$$

i = taxa nominal de juros;

r = taxa real de juros;

π = taxa de inflação esperada.

Tem-se, então, que:

$$(1 + r) = \frac{(1 + i)}{(1 + \pi)}$$

e

$$r = \frac{(1 + i)}{(1 + \pi)} - 1$$

Como exemplo, vamos supor que a taxa de inflação esperada para o ano seja de 4%. Supondo ainda que o Copom fixe a taxa de juros Selic (nominal) em 6,5% para o ano,⁶ qual será a taxa real de juros? Aplicando-se a fórmula anterior, temos:

REVISÃO: $r = \frac{(1+0,065)}{(1+0,04)} - 1 = \frac{1,065}{1,04} - 1 \cong 1,024 - 1 \cong 0,024$

ou, em termos percentuais (0,024 x 100), a taxa real de juros esperada é de 2,4% no ano.

11.6. Moeda, nível de atividade e inflação: interligação entre o lado real e

⁶ A Constituição Federal de 1988 diz que “as taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar”.

o lado monetário da economia

No capítulo anterior analisamos o mercado de bens e serviços (lado real) e destacamos o papel dos instrumentos fiscais (tributação e gastos públicos) e sua aplicação no equacionamento de questões econômicas como desemprego e inflação. Mostraremos agora como os instrumentos de política monetária podem ser utilizados na solução dessas questões. A base para essa análise é a chamada teoria quantitativa da moeda, que passamos a discutir.

11.6.1. Teoria quantitativa da moeda

Existe uma relação direta entre o volume de moeda no sistema econômico e o lado real da economia, ou seja, há uma correspondência entre o total dos meios de pagamentos num sistema econômico e o valor global dos bens e serviços transacionados.

Para entender como se dá a correspondência entre moeda, nível de atividade e inflação, precisamos de um novo conceito, o de velocidade-renda da moeda.

A **velocidade-renda da moeda**, também chamada de **velocidade de circulação da moeda**, é o número de vezes que o estoque de moeda passa de mão em mão, em certo período, gerando produção e renda. É o número de giros da moeda, criando renda. É dada pela expressão:

$$V = \frac{\text{PIB nominal}}{\text{saldo dos meios de pagamento (M)}}$$

Supondo um PIB nominal (ou PIB monetário, igual ao PIB real vezes o nível geral de preços) igual a \$ 500 bilhões e um saldo de meios de pagamento de \$ 100 bilhões:

$$V = \frac{\$500 \text{ bilhões}}{\$100 \text{ bilhões}} = 5$$

Isso significa que o estoque de moeda de \$ 100 bilhões girou cinco vezes no período, criando \$ 500 bilhões de renda e produto (PIB). Cada unidade monetária criou cinco unidades de renda.

Em tempos de inflação mais baixa, a velocidade renda da moeda costuma se reduzir. Isso ocorreu, por exemplo, após a implantação do Plano Real, quando a taxa de inflação caiu substancialmente. Essa queda fez com que muitas pessoas e empresas passassem a reter mais moeda que não rende juros (*M1*). Ou seja, como a velocidade é a razão entre o PIB nominal e *M1*, *M1* aumentou mais que proporcionalmente em relação ao PIB, o que correspondeu a um aumento do grau de monetização da economia.

Isso posto, a **teoria quantitativa da moeda**, que mostra a correspondência entre os fluxos real e monetário, é dada pela expressão:

em que:

$$MV = Py$$

M = a quantidade de moeda na economia (manual 1 escritural), isto é, nas mãos do público e das empresas e em depósitos em conta-corrente nos bancos comerciais;

V = velocidade-renda da moeda;

P = nível geral de preços;

y = nível de renda nacional real (que é igual ao PIB nominal, deflacionado pelo índice geral de preços, ou seja,

$$y = \frac{PIB \text{ nominal}}{P}$$

O lado esquerdo da equação (**MV**) é explicado a partir do fato de que a quantidade de moeda na economia depende da velocidade com que ela circula. O lado direito da equação (**Py**) mostra que o valor total do PIB nominal será igual à quantidade de bens e serviços finais (PIB real) produzida vezes o preço dos bens e serviços finais transacionados no período.

Evidentemente, os dois lados da equação são iguais, por definição: a quantidade de moeda multiplicada pelo número de vezes em que ela circula, criando renda, é igual ao valor da renda (PIB) criada.

Usando o exemplo anterior, o saldo monetário de \$ 100 bilhões, multiplicando sua velocidade-renda (5), será igual ao próprio PIB monetário de \$ 500 bilhões.

Existem várias teorias sobre os fatores que afetam a velocidade-renda da moeda. Na chamada **teoria clássica**, supõe-se que seja constante no curto prazo, já que depende de fatores que só atuam no longo prazo, tais como os **hábitos da coletividade** (uso de cartões de crédito, de cheques) e o **grau de verticalização** da economia. O grau de verticalização ocorre quando, por exemplo, as empresas produtoras de bens finais resolvem também produzir alguns componentes (por exemplo, a Ford, na compra da Philco, que produzia rádios para a Ford). Evidentemente, a Ford não precisa pagar a Philco em moeda corrente, bastando apenas o registro contábil, o que dispensa o uso de numerário.

Para Keynes, a velocidade-renda da moeda é afetada no curto prazo pelas taxas de juros. Com o aumento do nível das taxas de juros, as pessoas reterão menos moeda, e sua velocidade de giro aumentará (isto é, como o saldo **M** diminui e, a um dado PIB, **V** se eleva). As pessoas procuram livrar-se rapidamente da moeda que não rende juros.

Outros economistas, principalmente os chamados **monetaristas**, consideram que a velocidade-renda da moeda é afetada também pelas expectativas de inflação futura: se as pessoas julgarem que a inflação deve aumentar, elas procuram se livrar da moeda, que não rende juros, e seu poder aquisitivo é corroído pela inflação. A velocidade de giro aumentaria, então. Como já observamos, a queda da velocidade-renda da moeda desde 1994 (ver item 10.8) deveu-se em larga medida à queda gradativa das taxas de inflação no período.

11.6.2. Moeda e políticas de expansão do nível de atividade

Suponhamos que a economia esteja operando abaixo do pleno emprego de sua produção potencial.

Como vimos no capítulo anterior, a estratégia adequada, no curto prazo, é estimular a demanda ou procura de bens e serviços para que as empresas tenham compradores para sua produção. Vimos também que a política fiscal de efeito mais rápido é o aumento dos gastos públicos. O governo deve promover o estímulo ao consumo de bens e serviços e aos investimentos em bens de capital e na ampliação de empresas, reduzindo a carga tributária. Ainda dentro da política fiscal, as autoridades econômicas devem criar estímulos às exportações (como isenções fiscais, por exemplo).

Agora estamos interessados na contribuição da política monetária para elevar o nível de atividade e de emprego da economia no curto prazo. Evidentemente, trata-se de promover uma **política monetária expansionista**, o que pode ser feito utilizando-se vários instrumentos:

- reduzir a taxa de juros básica (no Brasil, a taxa de juros Selic);
- aumentar as emissões de moeda, na exata medida das necessidades dos agentes econômicos, para não gerar inflação;
- diminuir a taxa do compulsório, ou seja, diminuir o percentual dos depósitos que os bancos comerciais devem reter à ordem do Banco Central, o que permitirá elevar o crédito bancário;
- recomprar títulos públicos no mercado, ou seja, “trocar papel por moeda”, o que elevará a quantidade de moeda disponível no mercado;
- diminuir a regulamentação no mercado de crédito, principalmente nos limites impostos aos prazos de empréstimos, ou no montante do crédito direto ao consumidor etc.

Tais medidas causarão impactos diretos sobre o nível de produto e renda da economia. Em termos da teoria quantitativa da moeda, e supondo que a velocidade-renda (V) e o nível de preços (P) não se alterem, se tivermos um aumento, por exemplo, de 10% na oferta monetária M , pode-se esperar um aumento de renda (e do emprego) da mesma magnitude, pois:

$$\begin{array}{ccccccc}
 M & & V & = & P & & y \\
 \text{(aumenta 10\%)} & & \text{(constante)} & & \text{(constante)} & & \text{(aumenta 10\%)}
 \end{array}$$

O sentido geral de uma política monetária expansionista é esse. Evidentemente, na prática, não existem em Economia proporcionalidades tão exatas. A expansão da moeda e do crédito deve diminuir a taxa de juros de mercado. Se for válida a hipótese de Keynes de que existe uma demanda especulativa de moeda, parte da expansão monetária ficará retida em mãos dos especuladores, dependendo do nível de taxas de juros, e não será utilizada imediatamente para atividades produtivas.

Por outro lado, precisamos conhecer **a elasticidade dos investimentos em relação às taxas de juros**, isto é, a sensibilidade ou resposta dos investimentos das empresas em relação à taxa de juros de mercado, para verificar qual o impacto final sobre a demanda agregada e sobre o nível de atividade e emprego.

É oportuno salientar que a expansão monetária deve levar ao aumento do nível de renda real y , mas também pode conduzir ao aumento de preços P . Apesar de um desemprego em nível agregado, alguns setores ou ramos de atividade podem estar operando à plena capacidade. Nesses setores, o estímulo ao aumento da demanda agregada, por meio de políticas monetárias ou fiscais expansionistas, provocaria apenas aumento do nível de preços, e não da produção e emprego.

11.6.3. A relação entre a oferta monetária e o processo inflacionário

Vamos supor agora uma economia que esteja atravessando um processo inflacionário. Vejamos como os instrumentos de política monetária podem ser utilizados para debelar ou amenizar esse processo.

Definimos no capítulo anterior o hiato inflacionário que ocorre quando a demanda agregada de bens e serviços está bastante aquecida e supera a capacidade produtiva da economia, ou a oferta de pleno emprego. É uma típica inflação de demanda.

Em tese, como se trata de uma situação em que a oferta agregada é escassa em relação à demanda, o ideal seria elevar a oferta, e não diminuir a procura. Em termos de política monetária, a oferta pode ser elevada por maior disponibilidade de financiamento à produção e diminuição das taxas de juros, inclusive subsidiadas. Entretanto, a oferta agregada é relativamente rígida no curto prazo, pois depende de recursos para ampliar as instalações da empresa, disponibilidade de mão de obra e tecnologia, que requerem um prazo maior para aquisição e posterior maturação, quando a produção se inicia.

Assim, para obter resultados mais rápidos, a política anti-inflacionária deve centrar-se mais no controle da demanda agregada. Os instrumentos recomendados de política monetária seriam dirigidos no sentido de “enxugar” os meios

de pagamento, tais como:

(REVISÃO; Vejam original. Não tem esses números abaixo. Como apareceram??)

- 11.6.3.1. aumento da taxa de juros básica (Selic);
- 11.6.3.2. controle das emissões pelo Banco Central;
- 11.6.3.3. venda de títulos públicos, retirando moeda de circulação;
- 11.6.3.4. elevação da taxa sobre as reservas compulsórias, diminuindo a disponibilidade dos bancos comerciais de efetuar empréstimos ao setor privado;
- 11.6.3.5. alteração das normas e regulamentação da concessão de créditos, diminuindo os prazos ou aumentando as exigências de contrapartida do comprador no crédito direto ao consumidor.

Recorrendo novamente à teoria quantitativa da moeda, supondo a velocidade-renda e a renda real y constantes, no nível de pleno emprego tem-se:

$$\begin{array}{ccccccc} M & & V & = & P & & y \\ \text{(queda)} & & \text{(constante)} & & \text{(queda)} & & \text{(constante)} \end{array}$$

Medidas de controle da demanda agregada, sejam fiscais ou monetárias, só são eficazes se a inflação for de demanda. No caso de um diagnóstico de inflação de custos, em que existe uma escassez de oferta devido aos altos custos de produção (a oferta encontra-se abaixo do pleno emprego), apertos monetários e fiscais aprofundam ainda mais o desemprego já existente. Voltaremos a esse ponto no Capítulo 12.

11.6.4. Eficácia das políticas monetária e fiscal

A eficácia das políticas monetária e fiscal pode ser avaliada a partir de sua velocidade de implementação, pelo grau de intervenção na economia e pela importância relativa das taxas de juros e do multiplicador keynesiano.

Quanto à **velocidade de implementação**, já podemos observar que a política monetária é mais eficaz que a política fiscal pois as decisões das autoridades monetárias normalmente são aplicadas de imediato, enquanto as decisões na área fiscal de acordo com a Constituição Federal, devem ser aprovadas pelo Poder Legislativo, e só são implementadas no exercício fiscal seguinte, devido ao princípio da anterioridade.

Quanto ao **grau de intervenção na economia**, a política fiscal é mais profunda que a política monetária. Uma alteração numa alíquota de impostos, a criação de novos impostos, elevação dos gastos públicos, por exemplo, afetam muito mais o setor privado do que qualquer política monetária (que sempre deixa um grau de liberdade para o setor privado para tomada de decisões).

A discussão da eficácia das políticas econômicas também depende **do papel da taxa de juros** – em particular, na sensibilidade (elasticidade) dos investimentos privados e na demanda de moeda especulativa em relação à taxa de juros – e do **multiplicador keynesiano**, a saber:

??? NOVAMENTE: ESSES NÚMEROS NÃO TEM NO ORIGINAL???

11.6.4.1. quanto maior a **sensibilidade dos investimentos em relação à taxa de juros**, maior a eficácia da política monetária. Por exemplo, uma política monetária expansionista tende a diminuir o custo do dinheiro (e, portanto, da taxa de juros). Se os investidores forem sensíveis a essa queda dos juros, tenderão a aumentar seus investimentos, com o conseqüente aumento da demanda agregada e do nível de produto e renda;

11.6.4.2. quanto maior a **sensibilidade da demanda especulativa relativamente à taxa de juros**, menor a eficácia da política monetária. Supondo novamente uma política monetária expansionista e a conseqüente queda dos juros, pode ocorrer que a maior parte da moeda fique nas mãos dos especuladores, já que a rentabilidade dos títulos está baixa (juros baixos) e eles esperam que deva melhorar no futuro (por isso guardam moeda para especulação). Keynes imaginou uma situação, inclusive, em que toda moeda adicional iria para especulação. A essa situação ele denominou **armadilha da liquidez**, quando a política monetária é totalmente ineficaz (e a única política econômica adequada seria a política fiscal);

11.6.4.3. quanto maior o **valor do multiplicador keynesiano de gastos**, maior a eficácia da política fiscal. Por exemplo, dada uma expansão dos gastos públicos, ou investimentos, ou redução da carga fiscal, o impacto sobre o nível de atividade e emprego seria mais poderoso quanto maior o efeito multiplicador.

A questão da eficácia das políticas monetárias e fiscais está no cerne do debate entre os keynesianos (**fiscalistas**) e os **monetaristas** ou **neoclássicos**.

Os keynesianos destacam os instrumentos de política fiscal (que é mais intervencionista que a política monetária) e também enfatizam o papel do mecanismo multiplicador keynesiano, que coloca em evidência o papel da política fiscal no aumento do nível de renda. Já os **monetaristas** consideram que a política monetária interfere menos na estrutura econômica, pois discrimina menos os setores, regiões e público do que a política fiscal (por exemplo, uma elevação das taxas de juros afeta praticamente todo mundo de maneira indistinta, enquanto um aumento na alíquota de um imposto, ou de gastos em determinada região, é mais discriminatório).

11.7 O Sistema Financeiro

Para avaliar o grau de desenvolvimento de determinado país, há vários indicadores econômicos. Um deles, sem dúvida alguma, é o tamanho e a diversificação de seu sistema financeiro. Um sistema financeiro forte e bem diversificado é condição necessária para atrair poupanças, sejam elas nacionais ou estrangeiras.

Com o crescimento econômico, inúmeros agentes vislumbram possibilidades de ganhos em determinados setores da produção. Pelo fato de não possuírem os recursos necessários para montar seus negócios, buscam nos intermediários financeiros os montantes requeridos para poder iniciar o processo de produção desejado.

Essa decisão, embora seja hoje bastante corriqueira, levou muitos anos para se consolidar. Isso porque ela pressupõe, de um lado, a existência de unidades econômicas que apresentem balanços com superávit, ou seja, que possuam gastos menores do que os rendimentos recebidos, e, de outro, que os agentes econômicos confiem no papel exercido pelos intermediários financeiros.

A precondição para o estabelecimento da intermediação financeira é a existência, de um lado, de **agentes econômicos superavitários (poupadores)** – dispostos a transformar suas disponibilidades monetárias em ativos financeiros, sujeitando-se aos riscos de mercado, com o fim de obter retornos reais positivos – e, de outro, de **agentes econômicos deficitários (investidores)** – com disposição para financiar seus déficits aos custos de mercado. Podemos entender o sistema financeiro como sendo um fundo do qual as unidades deficitárias retiram recursos, enquanto as superavitárias nele depositam.

Na verdade, o fato de haver agentes superavitários implica a possibilidade de geração de poupança, que é condição necessária para o crescimento econômico, embora não suficiente já a existência de agentes deficitários cuja necessidade de obtenção de recursos deriva de sua vontade de incorrer em gastos com bens de capital, demarca a criação de investimentos, condição suficiente para o crescimento econômico.

Assim, sem um sistema eficiente de intermediação financeira, o objetivo do crescimento econômico e do aprimoramento das condições de vida da sociedade fica comprometido, uma vez que passa a existir uma obstrução à indispensável transformação da poupança em investimentos produtivos.

Devemos entender por eficiência do sistema financeiro sua capacidade de viabilizar a realização de financiamentos de curto, médio e longo prazos, sob condições de minimização de riscos e de atendimento aos desejos e necessidades dos agentes superavitários – que determinam a oferta de recursos – e dos agentes deficitários – que materializam a demanda de recursos.

11.7.1 Segmentos do sistema financeiro

No que diz respeito a suas finalidades e às instituições que as praticam, as operações do sistema financeiro podem ser agregadas em cinco grandes mercados:

Mercado Monetário

Nesse segmento, são realizadas as operações de curtíssimo prazo com a finalidade de suprir as necessidades de caixa dos diversos agentes econômicos, entre os quais se incluem as instituições financeiras.

A oferta de liquidez nesse mercado é afetada pelas operações que sensibilizam as reservas bancárias que os bancos mantêm no Banco Central, por meio de operações de mercado aberto, para evitar flutuações muito acentuadas na liquidez bancária. Por exemplo: fundos de curto prazo, **open market**, **hot-money**, certificados de depósitos interbancários (CDIs) etc.

Mercado de Crédito

Nesse mercado, são atendidas as necessidades de recursos de curto, de médio e de longo prazos, principalmente oriundas da demanda de crédito para aquisição de bens de consumo duráveis e da demanda de capital de giro das empresas. A oferta, no mercado de crédito, é determinada fundamentalmente pelas instituições bancárias. Por exemplo: crédito rápido, desconto de duplicatas, giro etc.

Em linhas gerais, os financiamentos de longo prazo (investimentos) são atendidos por instituições oficiais de crédito, principalmente pelo Banco do Brasil e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Mercado de Capitais (Mercado de Valores Mobiliários)

Esse segmento supre as exigências de recursos de médio e de longo prazos, principalmente com vistas à realização de investimentos em capital. Nesse mercado é negociada grande variedade de títulos, desde os de endividamento de curto prazo (**commercial papers**) e de longo prazo (debêntures), passando por títulos representativos do capital das empresas (ações), e até de outros ativos ou valores (mercadorias, parcerias em gado etc.)

São típicos desse mercado os chamados **derivativos**, ou seja, títulos emitidos a partir de variações no valor de outros títulos, como opções, futuros etc.

As negociações nesse mercado podem ocorrer tanto nas Bolsas de Valores, Mercadorias ou Futuros, como fora delas, também chamadas de mercado de balcão.

Mercado Cambial

No mercado cambial são realizadas a compra e a venda de moeda estrangeira, para atender a diversas finalidades, como a compra de câmbio, para a

importação; a venda, por parte dos exportadores; e venda/compra, para viagens e turismo. As operações no mercado cambial são realizadas pelas instituições financeiras – bancos e casas de câmbio – autorizadas pelo Banco Central.

Mercado de Seguros, Capitalização e Previdência Privada

Nesse mercado, são coletados recursos financeiros ou poupanças destinados à cobertura de finalidades específicas, como a proteção a riscos (seguro), capitalização e obtenção de aposentadorias e pensões (previdência privada). Em razão da importância que têm na formação de poupanças no longo prazo, essas instituições também são chamadas de **investidores institucionais**.

Há, complementarmente a essa classificação, duas outras:

Mercados Primários e Secundários

Os mercados primários são aqueles em que se realiza a primeira compra/venda de um ativo recém-emitido; os mercados secundários caracterizam-se por negociar ativos financeiros já negociados anteriormente.

Mercados à Vista, Futuros e de Opções

Os mercados à vista negociam apenas ativos com preços à vista; os mercados futuros negociam os preços esperados de certos ativos e de mercadorias para certa data futura; os mercados de opções negociam opções de compra/venda de determinados ativos em data futura.

No Apêndice, analisamos um pouco mais a estrutura do Sistema Financeiro Nacional e o papel dos principais agentes do sistema no país.

Leitura Complementar:

Por que os juros são tão altos no Brasil

Uma das características da economia brasileira que mais chama a atenção dos observadores externos é o fato de a taxa de juros real (descontada a inflação ser uma das maiores do mundo. No contexto das décadas anteriores de grandes taxas de inflação juros altos eram explicados pela necessidade de embutir no rendimento dos ativos financeiros os a perda do poder de compra causada pelos aumentos de preços.

Atualmente, pelo contrário, numa economia que exhibe maior estabilidade de preços e, em geral, bons fundamentos macroeconômicos, a existência de taxas de juros tão elevadas é vista como uma anomalia. Por que essa situação ocorre?

Em primeiro lugar, apesar de termos um sistema bancário relativamente es-

tável, como ficou demonstrado com a crise financeira internacional em 2008, deve-se destacar que o mercado de crédito brasileiro ainda apresenta uma série de imperfeições. A proporção de depósitos que os bancos devem manter como reserva obrigatória (depósitos compulsórios) é também uma das mais elevadas do mundo, o que restringe a oferta de crédito, aumentando seu preço, ou seja, a taxa de juros. Além disso, o setor financeiro é um dos mais taxados na economia, tanto em termos de impostos diretos (Imposto de Renda – IR e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL), quanto indiretos (Impostos sobre as Operações Financeiras – IOF, Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – Cofins e Programa de Integração Social – PIS). Essa elevada carga tributária termina por encarecer o custo do crédito, sendo um dos principais fatores de elevação das taxas de juros.

Outra importante causa dos juros elevados é a inadimplência, que embora nos últimos anos esteja em patamares reduzidos em relação aos níveis históricos, continua alta para os padrões internacionais, devido principalmente à proteção ineficiente dos direitos dos credores e à dificuldade de diferenciar entre “bons” e “maus” pagadores. Em face do maior risco de inadimplência, os bancos e instituições financeiras aumentam os juros cobrados como forma de precaver-se de possíveis perdas.

Entretanto, embora exista uma unanimidade quanto ao fato de que os fatores microeconômicos, específicos do setor financeiro, apontados anteriormente, expliquem uma proporção importante dos altos níveis de taxa de juros existentes no Brasil, há um fator macroeconômico crucial: a taxa Selic. Essa taxa de juros, além de remunerar a maior parte dos títulos públicos e de ser o principal instrumento da política monetária, representa uma verdadeira taxa “piso”, a partir da qual os bancos e instituições financeiras estabelecem as taxas cobradas nos empréstimos, cartões de crédito etc. ao setor privado.

Para um grande grupo de economistas, a elevada taxa Selic, e portanto das demais taxas de juros praticadas no mercado, estariam mais associadas aos desequilíbrios fiscais, provocado por elevados déficits públicos, do que a fatores ligados ao próprio mercado financeiro. Políticas fiscais expansionistas, segundo as quais o consumo e as despesas públicas crescem muito acima da capacidade produtiva do país (demanda agregada superior à oferta agregada de bens e serviços), pressionam os preços para cima. Para manter a inflação estabilizada, o Banco Central vê-se obrigado a controlar a demanda através da elevação da taxa de juros Selic.

Particularmente em 2009 e 2010, embora justificada em parte como defesa diante da crise externa, no que aliás foi muito bem-sucedida, muitos analistas avaliam que tanto no governo Lula como no governo Dilma tem sido promovida uma expansão do consumo privado e dos gastos públicos muito acima do produto potencial do país, obrigando o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central a sucessivos aumentos da taxa Selic.

Apêndice A: A base jurídica do Sistema Financeiro Nacional⁷

O Sistema Financeiro Nacional possui dois subsistemas: o **normativo**, que engloba o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, e o da **intermediação financeira**.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional e tem como finalidade formular a política de moeda e crédito, objetivando o progresso econômico e social do país (art. 2º da Lei nº 4.595, de 31/12/1964).

O Banco Central do Brasil, por meio de resoluções, circulares e instruções, decorrentes das decisões do Conselho Monetário Nacional, fiscaliza, controla e regula a atuação dos intermediários financeiros.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) possui caráter normativo. Sua principal atribuição é fiscalizar as bolsas de valores e a emissão de valores mobiliários negociados nessas instituições, principalmente ações e debêntures. Compete à CVM, de acordo com a Lei nº 6.385, de 7/12/1976, art. 8º, regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas nessa lei e na lei das sociedades por ações, e fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários.

No subsistema da intermediação financeira, existem instituições bancárias e não bancárias. As primeiras são constituídas pelos bancos comerciais e pelo Banco do Brasil, que deixou de ser autoridade monetária. Já as não bancárias são:

- o **Sistema Financeiro da Habitação**, que, com a extinção do Banco Nacional da Habitação (criado em 1964), tem na Caixa Econômica Federal (CEF) seu órgão máximo, estando, porém, atrelada às decisões do Conselho Monetário Nacional;
- as **caixas econômicas** e as **sociedades de crédito imobiliário** (Lei nº 4.380, de 21/8/1964). As caixas econômicas estaduais, conforme o art. 24 da Lei nº 4.595, foram equiparadas à Caixa Econômica Federal;
- os **bancos de desenvolvimento**, sendo o BNDES a principal instituição financeira de investimentos do governo federal, nos termos das Leis nº 1.628, de 20/6/1952, e nº 2.973, de 26/11/1956. O BNDES foi criado na década de 1950, com o Banco do Nordeste do Brasil e o Banco da Amazônia. Antes dessa década, tinha sido criado o Banco de Desenvolvimento do Extremo-Sul. Mais tarde foram criados bancos estaduais de desenvolvimento, para atuarem no fomento das atividades econômicas do país e, em particular, do Estado-sede;

⁷ Para mais informações sobre as instituições e os aspectos legais que regem o Sistema Financeiro Nacional, consultar o *site* do Banco Central, www.bcb.gov.br.

- os **bancos de investimento**, que tiveram sua base legal estabelecida pela Lei nº 4.278/65, em seu art. 29, que estabeleceu a competência ao Banco Central para autorizar a constituição de bancos de investimento de natureza privada, cujas operações e condições de funcionamento são reguladas pelo Conselho Monetário Nacional.

Essas instituições foram criadas nas décadas de 1950 e 1960 para canalizar recursos de médio e longo prazos para suprimento de capital fixo e de giro das empresas. Elas repassam recursos de instituições oficiais no país, notadamente programas especiais, tais como PIS, Finame etc., bem como repassam e avalizam empréstimos obtidos no exterior.

Já as companhias de crédito, financiamento e investimento começaram a surgir espontaneamente no pós-guerra, em função da mudança observada na estrutura de produção do país, que se tornou mais complexa, notadamente após a década de 1960.

Essa alteração na estrutura de produção teve de ser acompanhada de um sistema creditício adequado, em face dos novos prazos de produção e financiamento das vendas dos bens de consumo duráveis, exigidos pelas novas condições de mercado. Ocorreu, porém, que a estrutura de crédito vigente não poderia, de forma adequada, atender a esse novo tipo de demanda de crédito no médio e longo prazos. Até meados da década de 1990, o processo inflacionário atingia níveis bastante elevados, o que ocasionava, além de outras consequências, sérias distorções na aplicação dos recursos poupados pelas unidades com superávits.

Desse modo, uma saída foi a expansão das financeiras. Muitas delas pertenciam a grupos financeiros que conseguiram se ajustar à demanda de crédito, que exigia prazos mais dilatados do que os proporcionados pelo sistema bancário de então.

Apêndice B: Dedução da fórmula do multiplicador da base monetária

Vimos no corpo do capítulo que que:

M= meios de pagamento

P = moeda em poder do público

D = depósitos à vista nos bancos comerciais

e que
$$M = P + D \quad (1)$$

Definimos também a base monetária

$$B = P + R \quad (2)$$

B= base monetária

R= total de reservas dos bancos comerciais

O multiplicador da base monetária (m) é dado por:

$$m = \frac{M}{B} \quad (3)$$

Também definimos as seguintes taxas:

$c = \frac{P}{M}$ = taxa de retenção do público, ou preferência do público por moeda

$d = \frac{D}{M}$ = taxa de depósitos à vista ou preferência do público por depósitos à vista

$r = \frac{R}{D}$ = taxa de reservas bancárias

Partindo dessas taxas, podemos então fazer

$$P=cM; D=dM \text{ e } R=rD \quad (4)$$

Isto posto, vamos reescrever a base monetária (2), utilizando (4):

$$B = cM + rD = cM + rdM \quad (5)$$

Dividindo-se (5) por M, vem

$$\frac{B}{M} = \frac{cM}{M} + \frac{rdM}{M} = c + dr \quad (6)$$

Invertendo (6), chegamos à fórmula do multiplicador da base monetária:

$$m = \frac{M}{B} = \frac{1}{c + dr} \quad (7)$$

No Brasil, o Banco Central separa a taxa de reservas r em:
 r_1 = taxa de encaixe (caixa) em moeda corrente,
 r_2 = taxa de reservas bancárias (soma das reservas obrigatórias (compulsório e das reservas