

CAPÍTULO 1

RESUMO

1. Em condições ideais, a moeda oficial de uma economia deve possuir três funções. A função *meio de troca* é decorrente da acentuada divisão do trabalho que é uma das mais importantes características das economias capitalistas modernas. O sistema de contratos é necessário para coordenar a produção realizada sob tais condições. A função *unidade de conta* é necessária para que contratos sejam firmados entre as partes. A função *reserva de valor* concede ao agente detentor de moeda a liberdade para adiar gastos e/ou reiniciá-los.
2. É considerado moeda em uma economia todo ativo capaz de liquidar quaisquer dívidas contratuais futuras ou à vista. Portanto, todo ativo com plena liquidez é considerado moeda, isto é, meio de pagamento. A liquidez é o atributo que qualquer ativo possui, em maior ou menor grau, de conservar valor ao longo do tempo e de ser capaz de liquidar dívidas.
3. O conceito de base monetária é equivalente ao conceito de papel-moeda posto em circulação pelo Banco Central mais os depósitos (voluntários e compulsórios) dos bancos junto às autoridades monetárias. A base monetária é, portanto, o somatório do papel-moeda em poder do público com o total de reservas dos bancos comerciais. Os bancos mantêm reservas *técnicas, compulsórias e voluntárias*. Quando um banco está em dificuldade em virtude da falta de reservas, o Banco Central pode socorrê-lo através de operações de redesconto de títulos e/ou empréstimos diretos.
4. Quando um banco concede um empréstimo, realiza uma operação meramente contábil no seu balancete. Faz um lançamento na conta “depósitos à vista” no valor do empréstimo (do lado do passivo) e faz um lançamento de mesmo valor na conta “empréstimos” (do lado do ativo). Assim, os agentes econômicos aceitam liquidar dívidas recebendo em contrapartida a titularidade sobre um depósito à vista. Um banco, portanto, ao conceder crédito, criou meios de pagamento, criou moeda escritural.
5. Os bancos comerciais e as autoridades monetárias podem, portanto, criar meios de pagamento. O Banco Central cria a chamada moeda manual. Os bancos comerciais criam a moeda escritural. Sendo assim, o sistema financeiro pode ser dividido em dois grandes blocos: (a) *sistema monetário*, que é formado pelas instituições que criam meios de pagamento e (b) *sistema não-monetário*, que é formado pelas instituições financeiras que não estão autorizadas a receber depósitos à vista (isto é, que não podem criar moeda).

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Discuta o que pode acontecer com o sistema de contratos de uma economia capitalista moderna se: (a) a sua unidade de conta oficial passa a ter valor instável em virtude da emergência de um processo inflacionário crônico; e (b) se, sob as condições do item a, o governo proíbe a assinatura de contratos indexados ou que utilizem unidades de conta não-oficiais.
2. Discuta o grau de liquidez dos seguintes ativos: (a) o dólar americano em um país com regime de câmbio flutuante e instável; (b) títulos públicos em uma economia com inflação alta, crônica e indexada; e (c) um quilo de feijão em uma economia onde predomina o comércio paralelo desse produto em virtude de um tabelamento oficial de preços.
3. Se um banco comercial pode criar meios de pagamento por intermédio de uma mera operação contábil, então, um banco pode realizar empréstimos sem ter recebido anteriormente quaisquer depósitos à vista. Sendo assim, discuta a possibilidade teórica de um banco ser aberto sem qualquer capital inicial. Será isto teoricamente possível?

CAPÍTULO 2

RESUMO

1. O Banco Central possui algumas funções típicas: emissor de papel-moeda e controlador da liquidez da economia, banqueiro dos bancos, regulador do sistema financeiro e depositário de reservas internacionais do país. A função de *emprestador de última instância* é uma função decorrente da posição de banqueiro dos bancos. O Banco Central deve socorrer os bancos comerciais e as instituições financeiras em dificuldade realizando operações de redesconto.
2. A mais importante rubrica do passivo do Banco Central é a base monetária (que pode ser dividida em duas sub-contas: papel-moeda em poder do público e encaixes totais em moeda dos bancos). O Banco Central também pode obter recursos tomando empréstimos no exterior. As principais contas do ativo do balancete do Banco Central são as seguintes: reservas internacionais, títulos públicos, redescontos e empréstimos aos bancos.
3. O sistema monetário é aquele conjunto de instituições que pode criar meios de pagamento, isto é, o Banco Central e os bancos comerciais. O balancete do sistema monetário é, assim, a soma algébrica do balancete do Banco Central com o balancete dos bancos comerciais. Quando se efetua o agrupamento das contas, percebe-se que as rubricas *reservas bancárias* e *empréstimos e redescontos* do ativo também aparecem no passivo. Assim, devem ser excluídas. As contas papel-moeda em poder do público e depósito à vista podem ser agrupadas em uma única conta, que conformam o total de meios de pagamento.
4. A quantidade ofertada de base monetária é estabelecida pelo Banco Central. A demanda pela base é realizada pelo público e pelos bancos. Os bancos demandam base pela necessidade de manter reservas (encaixes). O público demanda base para transformá-la em meios de pagamento. A questão relevante é que a quantidade total de meios de pagamento é um múltiplo da base monetária. A explicação para esse fato é que não é somente o Banco Central que cria meios de pagamento, os bancos comerciais também o fazem. Sendo assim, pode-se definir o *multiplicador monetário*, que é a razão meios de pagamento/base monetária que é positiva e, em geral, maior que 1 (um).
5. Uma regra prática para se avaliar variações da base monetária e dos meios de pagamento é visualizar tais rubricas como *contas-resíduo* nos seus respectivos balancetes. Assim, uma variação da base monetária (ou dos meios de pagamento) somente ocorrerá como resultado da diferença entre variações no valor das contas que estão do lado do ativo e variações do valor das contas do passivo não-monetário do balancete do Banco Central (ou do sistema monetário).

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. O multiplicador monetário é função das variáveis d e e , que são representativas dos comportamentos dos bancos comerciais e das imposições do Banco Central. Discuta que eventos econômicos podem alterar o nível dessas duas variáveis. O que ocorreria, por exemplo, em episódios de pânico bancários?
2. Quais os agentes econômicos que são capazes de determinar o estoque de moeda da economia? O público é capaz de determinar tal estoque através de sua demanda por crédito junto aos bancos comerciais?

CAPÍTULO 3

RESUMO

1. Este capítulo analisou as teorias de demanda por moeda em sua versão clássica, conhecida como teoria quantitativa da moeda. A TQM foi formulada por vários autores no decorrer dos séculos XVIII e XIX, mas só viria ganhar a sua forma definitiva, tal como ficou conhecida, através da equação de troca popularizada por Fisher ($MV = PT$) e da versão dos Saldos Monetários de Cambridge ($M = kPy$). Esta última formulação, segundo Milton Friedman, constituiu-se na primeira teoria de demanda por moeda.

2. No debate monetário ocorrido na Inglaterra na primeira metade do século XIX, seja na controvérsia bullionista, seja no debate entre as Escolas do Meio Circulante, Bancária e de Bancos Livres, o que estava em discussão era, no primeiro caso, uma explicação para a depreciação do valor cambial da libra e, no segundo, o controle monetário por parte do Banco da Inglaterra. Este debate resultou na proposta do Relatório da Comissão do Ouro de se restaurar a estabilidade monetária através da imposição ao Banco da Inglaterra de uma restrição de resgate de suas notas em ouro (retorno à conversibilidade) e, mais tarde, na Lei Bancária de 1844, que estabeleceu uma regra para emissão de notas por parte do Banco da Inglaterra, tal como havia sido defendido pela Escola do Meio Circulante.
3. A proposição central da teoria quantitativa da moeda é que o nível de preços varia diretamente com a quantidade de moeda em circulação, considerando estáveis no longo prazo a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações com bens e serviços. Sua identidade básica é a existência de uma identidade entre um fluxo de pagamentos em moeda e um fluxo de bens e serviços em que, em cada evento de compra e venda de bens e serviços, a moeda e os bens trocados são equivalentes.
4. Da proposição central acima, deriva, para a TQM, o postulado da neutralidade da moeda no longo prazo, uma vez que um aumento na quantidade de moeda em circulação não pode aumentar de forma permanente o nível de produto na economia, mas apenas temporariamente. O nível de produto é determinado, no equilíbrio de longo prazo, ao nível de sua plena capacidade por forças reais, relacionadas à disponibilidade de fatores de produção (mão-de-obra, capital e tecnologia).
5. Assim, a oferta de moeda deve crescer de modo suave ao longo do tempo para satisfazer as necessidades básicas da economia representadas pelo crescimento da renda real. Um aumento maior no estoque de moeda do que aquele determinado pelo crescimento da renda real acarretaria um aumento correspondente no nível de preços.
6. Wicksell desenvolveu uma teoria monetária mais refinada e complexa do que a teoria quantitativa da moeda, analisando uma economia dotada de um sistema bancário desenvolvido. Ele trabalha com três hipóteses: economia de moeda pura, economia de crédito puro e economia mista de moeda-crédito. As duas primeiras são hipotéticas, enquanto que a terceira é mais adequada à realidade. Somente para a primeira hipótese – economia de moeda pura – valem todas as premissas da teoria quantitativa da moeda.
7. Sua análise parte da existência de duas taxas: uma *taxa de juros de empréstimos ou de mercado*, determinada no mercado monetário pelo sistema bancário; e uma *taxa natural ou normal de juros*, que é a taxa de equilíbrio que iguala *ex-ante* a poupança com o investimento planejado a pleno emprego.
8. Wicksell desenvolveu uma análise do processo cumulativo em que os movimentos no nível de preços são atribuídos à discrepância entre as duas taxas de juros. Em particular, quando a taxa de juros de empréstimos permanecer abaixo da taxa natural, o investimento planejado excede a poupança. Isto resultará num aumento no nível de preços, uma vez que os bancos acomodem a demanda adicional de crédito, gerando um excesso de demanda agregada que pressiona os preços para cima. Da mesma forma, a taxa de empréstimos menor que a taxa natural, com a poupança excedendo o investimento planejado, resulta numa demanda agregada menor e um nível de preços mais baixo.
9. Há controvérsia se Wicksell foi ou não um teórico quantitativista. Aqueles que acham que sim dizem que o diferencial de taxas só resulta em inflação se houver emissão monetária para satisfazer a demanda real de transação. Aqueles que pensam que não, destacam que num sistema misto de moeda-crédito a velocidade de circulação da moeda torna-se variável, não se estabelecendo uma relação exata entre a quantidade de moeda e o nível de preços.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Analise o debate monetário estabelecido entre as Escolas do Meio Circulante, Bancária e dos Bancos Livres, considerando os seguintes itens:
 - a) questão da emissão excessiva de notas bancárias;
 - b) o monopólio de emissão por parte do Banco da Inglaterra;
 - c) a adoção de uma regra para emissão de notas.
2. Tomando como base a teoria quantitativa tanto na versão de troca de Fisher ($MV = PT$) como na abordagem de saldos monetários de Cambridge ($M = kPy$), analise as condições necessárias para que “uma mudança na quantidade de moeda cause uma mudança proporcional no nível de preços”. Em que condições isto não ocorreria?

3. Explique o papel dos bancos no processo cumulativo de Wicksell, seja quando a taxa de empréstimos está abaixo da taxa natural, seja quando ela está acima da taxa natural de juros.
4. Por que o processo cumulativo não é explosivo numa economia mista de moeda-crédito, mas é explosivo numa economia de crédito puro?

CAPÍTULO 4

RESUMO

1. Keynes desenvolveu sua teoria da preferência pela liquidez como uma teoria alternativa à tradição clássica, incluindo nesta a teoria dos fundos emprestáveis e a teoria quantitativa da moeda. Para a tradição clássica, a taxa de juros é o *preço* que equilibra a demanda por recursos para investir (determinada pela produtividade potencial do investimento) e a propensão de abster-se do consumo imediato enquanto para Keynes ela é um fenômeno fundamentalmente monetário, determinado pela preferência pela liquidez dos agentes e pela política das autoridades monetárias.
2. Para Keynes, a moeda não é um mero veículo temporário das transações que se dão entre mercadorias, mas um ativo com atributos específicos (entre eles o de ter o maior prêmio de liquidez entre os ativos), que lhe permite transportar a riqueza no tempo. A moeda é um ativo, uma forma específica de reter riqueza. A teoria da preferência pela liquidez mostra que quando as expectativas dos agentes são pessimistas, eles podem demandar segurança e flexibilidade no presente para enfrentar o futuro, representado por um ativo seguro que é a moeda. A posse da moeda permite aos agentes manter opções abertas perante a incerteza sobre o futuro.
3. No seu *Tratado sobre a Moeda*, Keynes distinguiu dois circuitos de circulação monetária: a *circuito industrial*, relacionado à quantidade de moeda necessária para dar suporte ao giro de bens e serviços produzidos na economia, que incorpora uma visão de moeda e suas funções muito próximas da TQM; *circuito financeiro*, que inclui operações com ativos financeiros, não sendo relacionado diretamente à renda corrente. Neste circuito a moeda não é apenas um meio de circulação, podendo tornar-se objeto de retenção como um ativo, o que é um primeiro passo para Keynes se diferenciar da TQM, já que esta ignorava a possibilidade de entesouramento ou retenção de saldos inativos.
4. Na Teoria Geral, Keynes formulou os motivos para demandar moeda: os motivos transação, precaução e especulação. O *motivo transação* está relacionado ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda e depende do montante da renda e da duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso, ou seja, das compras projetadas e dos hábitos de pagamento dos agentes. O *motivo precaução*, por sua vez, refere-se ao fato de que os agentes podem reter moeda por precaução para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas na realização de compras vantajosas, já que a moeda é um ativo seguro que serve para atravessar um futuro incerto e nebuloso. Por fim, o *motivo especulação* está relacionado à incerteza quanto ao comportamento futuro da taxa de juros, como resultado de uma mudança nas informações no mercado. A expectativa dos agentes quanto às variações futuras na taxa de juros – que os definem como “ursos” e “touro” – é o fator determinante que explica a preferência pela liquidez dos agentes e, conseqüentemente, justifica a conservação de recursos líquidos para o motivo especulativo. Em artigo publicado pouco depois da TG, Keynes introduziu um novo motivo para demandar moeda: o *motivo financeiro (finance)*, relacionado à demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, mas não rotineira, como é o caso do investimento em bens de capital.
5. A teoria da preferência pela liquidez pode ser vista como integrante da *teoria de precificação de ativos*, formulada no capítulo 17 da TG. Nesta abordagem, a preferência pela liquidez é refletida em termos do *trade off* entre *retornos monetários* ($a + q - c$) e o *prêmio pela liquidez* (l), determinantes da *estrutura de demanda por ativos*, que se diferenciam de acordo com combinações de retornos monetários e prêmio de liquidez que eles oferecem, sendo a liquidez valorizada quando a incerteza aumenta (e vice-versa).

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Por que para Keynes os agentes podem querer reter moeda como um ativo, em determinadas circunstâncias? Por que isto pode levar a uma não-neutralidade da moeda na economia?

2. Por que para Keynes a taxa de juros é um fenômeno eminentemente monetário e não determinado por fatores reais?
3. Qual a diferença entre a circulação monetária industrial e a circulação monetária financeira? Em que medida estes circuitos se distinguem ou não da teoria quantitativa da moeda?
4. Explique de que forma as expectativas dos agentes quanto ao comportamento futuro da taxa de juros definem se o agente será “urso” ou “touro”. Quais os impactos desses movimentos sobre a demanda por moeda?
5. Analise a seguinte frase: “Tanto a demanda precaucionária por moeda quanto a especulativa se definem por causa da incerteza quanto ao futuro.” Certo ou errado? Por quê?
6. Com base na teoria de precificação de ativos formulada por Keynes, analise as diferenças e especificidades da *moeda* em relação a outros ativos.

CAPÍTULO 5

RESUMO

1. Neste capítulo foram analisados os modelos keynesianos neoclássicos de demanda por moeda – o modelo de composição de carteiras de Tobin (demanda especulativa); a abordagem de estoques de Baumol-Tobin (demanda transacional), e também o modelo de racionamento de crédito de Stiglitz e outros. No caso dos dois primeiros, a atenção esteve voltada para uma redefinição dos motivos para demandar moeda, elaborados originalmente por Keynes, enquanto, no caso do último, a atenção voltou-se para o lado da oferta de crédito, procurando-se microfundamentar por que a assimetria de informações pode gerar racionamento de crédito e afetar a demanda por moeda.
2. Há diferenças nas premissas seguidas por Keynes e Tobin: enquanto Keynes definiu a demanda precaucionária e especulativa em função da existência de incerteza quanto ao futuro, no modelo de composição de carteira de Tobin os agentes passam a agir em função de um risco mensurável. Ademais, na maior parte da Teoria Geral, Keynes formulou sua teoria da preferência pela liquidez num mundo dicotômico em que o agente tinha duas opções excludentes: reter moeda *ou* adquirir títulos. Tobin, contudo, elaborou seu modelo de composição de carteira partindo da premissa que a maior parte das pessoas prefere, uma dada combinação de moeda e títulos e que, portanto, dados os riscos envolvidos, é razoável supor que um misto de ativos monetários e não-monetários é que maximiza a satisfação individual com relação à composição de carteira de um indivíduo.
3. A conclusão que se obtém no desenvolvimento teórico do modelo de Tobin é que, dado que uma expansão da taxa de juros induz a liberação de maiores parcelas de ativos monetários para aplicação em títulos, e, por conseguinte, em maiores riscos e retornos esperados, a função demanda por moeda para especulação reage inversamente à taxa de juros. Deste modo, o modelo de carteira de ativos de Tobin permite a constituição de uma teoria de demanda por moeda para especulação, ao analisar a repartição do montante de riqueza líquida existente entre títulos e moeda, em função das taxas de juros e das expectativas com relação à remuneração e ao risco associado aos ganhos de capital.
4. No que se refere à demanda transacional, que segundo Keynes é função da renda corrente, a contribuição de Baumol-Tobin procura mostrar que os agentes poderão num determinado período de renda aplicar parte de seus recursos em títulos que rendem juros, deixando apenas uma pequena parte sob a forma de moeda para fazer frente às necessidades imediatas de transação, já que ele pode vender títulos quando necessário para efetuar os seus pagamentos correntes. A principal conclusão do modelo Baumol-Tobin para demanda de moeda para transações é que *as elevações da taxa de juros resultam numa ampliação do número de transações e conseqüente aumento do montante de moeda aplicado em títulos*. Logo, a demanda por moeda para fins transacionais reage às mudanças nas taxas de juros, provocando um movimento inverso na demanda por moeda para transação.
5. O ponto de partida da teoria de racionamento de crédito é analisar por que o mercado de crédito não funciona como um mercado competitivo de bens e serviços, onde os desajustes entre oferta e demanda são “resolvidos” através do movimento do preço da mercadoria. Ou seja, por que a taxa de juros cobrada nas operações de crédito não se comporta como o preço de uma mercadoria qualquer, se elevando sempre que a demanda pela mesma aumenta? A resposta dada a esta pergunta é a existência de *assimetria de informações* nos mercados financeiros, na medida em que um participante deste mercado com frequência não sabe o suficiente sobre outro participante para tomar uma decisão mais precisa com respeito à transação. Por exemplo, um tomador de

empréstimo normalmente tem uma informação melhor do que o emprestador sobre os retornos potenciais e os riscos associados aos projetos de investimento para o qual os fundos são alocados. Esta insuficiência ou assimetria de informações pode afetar o comportamento de cada tomador individual (risco moral) ou o grau de risco do conjunto de tomadores de crédito (seleção adversa), gerando um racionamento no crédito, situação em que os emprestadores se recusam a fazer empréstimos mesmo que os tomadores estejam dispostos a pagar a taxa de juros estabelecida ou mesmo uma taxa maior. Em outras palavras, o *racionamento de crédito* é uma condição no mercado de empréstimos em que a oferta de fundos do emprestador é menor que a demanda do tomador, nos termos contratuais estabelecidos.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Em que medida o modelo de composição de carteira de Tobin, relacionado à demanda especulativa por moeda, se diferencia do enfoque original de Keynes sobre a demanda especulativa?
2. Com relação ao modelo de composição de carteira de Tobin, analise (inclusive graficamente) o efeito provocado por uma queda na taxa de juros sobre a demanda especulativa por moeda.
3. Qual é o pressuposto básico do modelo Baumol-Tobin de demanda transacional, que faz com que esta demanda seja também função da taxa de juros?
4. No modelo de estoques de moeda de Baumol, a demanda transacional por moeda está diretamente relacionada à taxa de juros e inversamente à renda. Certo ou errado? Explique.
5. Quanto à teoria de racionamento de crédito, analise:
 - a) Qual a diferença entre seleção adversa e risco moral?
 - b) Qual a relação entre assimetria de informação e racionamento de crédito?

CAPÍTULO 6

RESUMO

1. Milton Friedman – o mais conhecido entre os teóricos monetaristas – sustenta que a teoria quantitativa da moeda deve ser vista como uma teoria da demanda por moeda e que esta está relacionada a um conjunto limitado de variáveis econômicas de uma forma previsível e estável, entre as quais a renda permanente é a mais importante. O modelo de demanda por moeda de Friedman, portanto, é um ressurgimento, em bases teóricas mais sofisticadas, da tradicional abordagem quantitativa na sua versão de Cambridge ($M = k.P.y$). Contudo, ao invés de considerar “ k ” como essencialmente fixa, este economista assume “ k ” como uma função estável de um número menor de variáveis econômicas, o que permite ver a velocidade-renda da moeda como previsível, ainda que não-constante.
2. Sua análise da demanda por moeda por parte das unidades básicas detentoras de riqueza na sociedade é feita de forma análoga à análise da demanda por um serviço de consumo, e, por isso, a moeda é um ativo que produz um fluxo de serviços para o seu possuidor. Daí a importância de considerar a restrição orçamentária do agente detentor de riqueza, os preços e retornos dos ativos e os gostos e preferências dos agentes.
3. A demanda por moeda, de acordo com Friedman, é função da riqueza total – y (representada pela renda permanente); relação entre riqueza humana e não-humana – w ; gostos e preferências e outros fatores que podem afetar a utilidade da moeda – u ; taxa esperada de retorno dos títulos de renda fixa – r_a ; taxa esperada de retorno dos títulos de renda variável – r_b ; e taxa esperada de variação dos preços – $1/P dP/dt$ – sendo a função diretamente proporcional às três primeiras variáveis e inversamente proporcional às três últimas.
4. A função demanda por moeda na teoria monetarista é uma equação $M = kPy$ na forma expandida. Em princípio, uma mudança em qualquer das variáveis acima que venha a produzir uma mudança na oferta de moeda altera o equilíbrio preexistente, podendo resultar em mudanças compensatórias em qualquer das outras variáveis. Na prática, contudo, o impacto inicial normalmente ocorre sobre a riqueza total (y) e sobre as taxas esperadas de retorno dos ativos, mas o impacto final se dá predominantemente sobre o nível de preços (P), tal como estabelecido pela teoria quantitativa original. Como a elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros é baixa, a função demanda por moeda depende principalmente do nível de riqueza total dos agentes.

5. Segundo o modelo de demanda por moeda na hiperinflação de Cagan, aumentos extremos no nível de preços – típicos dos fenômenos hiperinflacionários – não podem ocorrer sem aumentos correspondentes no estoque de moeda, que são normalmente menos que proporcionais por causa das diminuições na demanda por saldos monetários reais. Uma característica comum de todas as hiperinflações é que o aumento de preços é sempre maior que o aumento da oferta monetária e, assim, os encaixes reais caem para níveis muito baixos. Governos recorrem a emissão de moeda rapidamente quando eles são incapazes de conter a expansão das despesas orçamentárias e aumentam a tomada de empréstimos junto ao público. Em todos os casos verificados de hiperinflação, o crescimento da moeda é alto porque o déficit orçamentário é elevado.
6. Caso mantida por um longo período de tempo, uma taxa maior de expansão monetária acaba por levar a um aumento proporcional das inflações corrente e esperada e à diminuição dos saldos monetários reais. Se o crescimento da moeda for maior do que a quantidade que maximiza a senhoriagem, o aumento no crescimento da moeda provocará a diminuição da senhoriagem. Com o tempo, o governo perceberá que a expansão da moeda rende cada vez menos senhoriagem e que não poderá financiar um déficit orçamentário cada vez maior no longo prazo com uma taxa constante de expansão monetária. Assim, a única forma de lograr êxito será aumentar de maneira contínua a taxa de expansão monetária. Por isso, as hiperinflações quase sempre se caracterizam pelo aumento das taxas de expansão monetária e da inflação.
7. O estudo feito por Cagan estimou a demanda por saldos monetários reais na hiperinflação como dependente inversamente da *taxa esperada de inflação*, resultado que é plenamente compatível com o modelo de demanda por moeda de Friedman. Em condições anormais de aceleração inflacionária, a taxa esperada de inflação se torna o fator fundamental no comportamento da demanda por moeda.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Por que o modelo monetarista de demanda por moeda é considerado a nova teoria quantitativa da moeda? Os resultados obtidos por este modelo são semelhantes aos da TQM? Justifique.
2. Discuta no que se refere à função demanda por moeda desenvolvida por Friedman:
 - a) o comportamento da velocidade-renda da moeda;
 - b) o papel da taxa de juros;
 - c) a relação entre a taxa esperada de inflação e a demanda por moeda.
3. Quais os efeitos no modelo de Friedman de uma queda nas taxas esperadas de juros dos títulos (renda fixa e variável)? Explique.
4. Analise com relação ao modelo de demanda por moeda na hiperinflação de Cagan o seguinte:
 - a) a relação entre demanda por encaixes reais e a taxa de inflação esperada;
 - b) por que o governo na hiperinflação tende a aumentar continuamente a taxa de expansão monetária, acelerando a inflação?

CAPÍTULO 7

RESUMO

1. Keynes e os pós-keynesianos acreditam que a moeda afeta motivos e decisões e é, em síntese, um dos fatores mais fundamentais em uma economia, de tal forma que não existe uma única posição de equilíbrio de longo período igualmente válida sem se considerar a política monetária corrente. Ao contrário, existem inúmeras posições que correspondem a diferentes políticas monetárias. Em suma, Keynes e os pós-keynesianos defendem a idéia de que a moeda não é neutra nem no curto nem no longo período e que, conseqüentemente, a política monetária pode ser eficaz para alterar variáveis reais.
2. As autoridades monetárias têm à sua disposição três instrumentos para fazer uso com o intuito de atingir seus objetivos: (a) a fixação compulsória de reservas bancárias; (b) a determinação da taxa de juros das operações de desconto (e empréstimos de liquidez); e (c) as operações de compra e venda de títulos públicos. Os dois primeiros instrumentos afetam a capacidade dos bancos comerciais de conceder crédito de curto termo para satisfazer as necessidades de antecipação de receitas das firmas, isto é, afetam as decisões de produção. Com as operações de *open-market*, as autoridades monetárias podem afetar as decisões de investimento da economia.

3. O Banco Central opera suas políticas em uma economia monetária que pode ser sinteticamente definida como sendo uma economia de duas esferas de circulação da moeda: a industrial e a financeira. Na primeira esfera, a moeda exerce a sua função de meio de troca, faz girar bens e serviços. Na outra, a moeda faz girar ativos financeiros. Nessa esfera, a moeda transforma-se em um ativo que possui os mesmos atributos dos ativos que faz girar.
4. A arte da política monetária sugerida por Keynes e pelos pós-keynesianos, que visa ao aumento do produto, é transformar moeda-ativo em moeda meio de troca. A arte é induzir a viagem de moeda da circulação financeira para a circulação industrial. Então, recomenda-se aumentar o estoque monetário da circulação financeira por meio de operações de mercado aberto para reduzir a taxa de juros dos ativos líquidos com o objetivo de estimular estratégias privadas de recomposição de portfólios mais ilíquidos e, ao mesmo tempo, que rendam lucros compensadores.
5. A política monetária não afeta diretamente o produto na circulação industrial. Simplesmente induz o vazamento de moeda da circulação financeira em direção a essa circulação. Sendo assim, a política monetária pós-keynesiana que visa ao aumento do investimento se depara com os agentes econômicos que devem agir de acordo com os sinais emitidos pelo Banco Central. Entretanto, as decisões de recomposição de portfólio são tomadas com base em expectativas de cenários futuros. Portanto, a eficácia da política monetária não depende exclusivamente da utilização dos seus instrumentos, mas é função, fundamentalmente, das avaliações sobre contextos futuros feitas pelos agentes econômicos e, conseqüentemente, das decisões de portfólio daí resultantes.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Pode-se encontrar economias capitalistas organizadas de forma diferente do padrão anglo-americano. Então, uma economia que não possui um mercado de títulos desenvolvido, tal como a alemã, pode ter a sua política monetária explicada pela teoria de Keynes e dos pós-keynesianos?
2. A preocupação central do capítulo foi apresentar a teoria da política monetária dos pós-keynesianos que busca a redução do desemprego. Porquanto, são políticas monetárias expansionistas. Então, desenvolva formalmente, passo a passo, o que ocorreria em caso de contração monetária. Qual a trajetória da economia e seu novo ponto de equilíbrio?
3. Os pós-keynesianos tentam teoricamente mostrar que o nível de emprego e produto é sensível a variações no estoque de moeda da economia. Discuta o realismo deste resultado, tendo como base séries de dados das variáveis produto e meios de pagamento. Tente relacioná-las e identificar possíveis influências defasadas da moeda sobre o produto.

CAPÍTULO 8

RESUMO

1. O receituário de política monetária de Keynes é bastante diferente do receituário sugerido pelos velhos-keynesianos. Embora reconheçam que teoricamente existem mecanismos capazes de explicar a influência de variações no volume de moeda sobre o produto, consideram que a política monetária possui uma potência reduzida, pelo menos quando comparada com a política fiscal. O receituário proposto pelo velho-keynesianismo advém da constatação empírica de que a função demanda por bens de capital possui uma baixa elasticidade-juros.
2. O velho-keynesianismo relegou a moeda e a política monetária a um papel secundário em relação à política fiscal de gastos governamentais. Uma política monetária expansionista que reduza a taxa de juros drasticamente teria um impacto desprezível sobre as decisões empresariais de investimento e, portanto, um reduzido efeito sobre o nível de emprego e renda. Como uma política de gastos públicos, por exemplo, impacta diretamente essas variáveis, a política fiscal é sempre preferida à política monetária, que requer um grande esforço (de redução da taxa de juros) para obter resultados desprezíveis sobre o produto.

3. Os velhos-keynesianos consideram que o modelo IS-LM é o instrumental capaz de descrever os fenômenos essenciais da economia. A curva IS é o conjunto de pontos de equilíbrio no mercado de bens (demanda igual ao produto) representado no plano renda (Y) e taxa de juros (i). A curva LM é o conjunto de pontos de equilíbrio no mercado monetário (demanda por moeda igual à oferta) representado no mesmo plano. A interseção das duas curvas é o ponto em que a economia está em equilíbrio no mercado monetário e no mercado de bens.
4. A curva IS é, para os velhos-keynesianos, basicamente vertical. Logo, a política monetária torna-se quase que impotente para alterar a renda. Em verdade, não é recompensador fazer uma expansão monetária, que provavelmente será custosa, já que precisa reduzir drasticamente a taxa de juros para obter apenas reduzidos aumentos da variável renda. Resta, então, aos adeptos da síntese neoclássica, como instrumento de intervenção macroeconômica, a política fiscal.
5. Uma versão especial do receituário velho-keynesiano de política econômica emerge quando associada à função demanda por bens de investimento com baixa elasticidade-juros vislumbrando-se uma função demanda por moeda com elevadíssima elasticidade-juros. Dessa forma, a IS seria basicamente vertical e a LM, quase horizontal. Essa versão especial tornou-se conhecida como a *armadilha da liquidez*. Nessa situação, o público transforma todo o aumento de oferta monetária em encaixes inativos. Assim, somente uma política fiscal expansionista poderia afetar consideravelmente a renda. Uma política monetária expansionista produziria efeitos nulos sobre as variáveis reais.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Os velhos-keynesianos adotam a hipótese de que o investimento é muito pouco sensível a variações na taxa de juros. Discuta o realismo desta hipótese tendo como base, primeiramente, as economias em desenvolvimento e, posteriormente, as economias desenvolvidas. Colete séries de dados das variáveis investimento e taxa de juros e tente relacioná-las.
2. A preocupação central do capítulo foi apresentar a teoria da política monetária dos velhos-keynesianos, que busca a redução do desemprego. Porquanto são políticas monetárias expansionistas. Então, desenvolva formalmente através de equações e gráficos o que ocorreria em caso de contração monetária. Qual a trajetória da economia e seu novo ponto de equilíbrio?
3. Analise e discuta a afirmação feita por James Tobin em seu livro *Policies for Prosperity*: “Os contra-revolucionários anti-keynesianos rejeitam a administração macroeconômica ativista tal como a *sintonia fina* e o *stop-go* e alegam que é desestabilizadora. ...Os oponentes acreditam que o governo é a principal fonte de choques desestabilizadores...”

CAPÍTULO 9

RESUMO

1. A hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego é o ponto de partida para a construção da teoria da política monetária friedmaniana. Quando a economia está em repouso, isto é, não está sob o efeito de nenhuma intervenção de política macroeconômica, a sua taxa corrente de desemprego é igual à taxa natural. Quando a economia possui uma taxa de desemprego igual à sua taxa natural somente vigoram o desemprego friccional e o desemprego voluntário.
2. No modelo monetarista, os trabalhadores formam expectativas de preços utilizando-se exclusivamente de informações sobre o *passado*. A fórmula apresentada a seguir é um dos exemplos de processos de formação de expectativas consistentes com o modelo, que são chamadas genericamente de *expectativas adaptativas*:
$$\dot{P}_t^e = \dot{P}_{t-1}$$
3. A curva de Phillips com expectativas adaptativas pode mostrar por que a moeda não é neutra durante um determinado período de tempo. Se há uma expansão monetária, os empresários podem oferecer um salário nominal mais elevado aos trabalhadores que estão voluntariamente desempregados. Estes, por sua vez, considerarão que um salário nominal mais elevado representa um salário real mais elevado. Dessa forma, parte dos trabalhadores aceitará trabalhar pelo novo salário esperado.

4. Como os efeitos reais da política monetária somente permanecem durante o período em que os trabalhadores estão sofrendo de ilusão monetária, para que o desemprego permaneça abaixo da taxa natural é necessário que os trabalhadores sejam iludidos continuamente. Para tanto, é necessário que a política monetária aumente continuamente a taxa de inflação, isto é, deve acelerar a velocidade de crescimento dos preços. Somente assim os trabalhadores subestimarão a inflação futura permanentemente. A inflação presente será sempre maior do que a inflação passada e a taxa corrente de desemprego permanecerá em um nível inferior à taxa natural de desemprego.
5. Em um contexto de contínua ilusão monetária, os trabalhadores teriam suas preferências individuais não-satisfeitas, em virtude dos cálculos incorretos que realizam quando comparam a satisfação que os salários esperados podem oferecer e a satisfação proporcionada pelas horas de lazer. Já que uma política de expansionismo monetário pode reduzir o nível de satisfação individual dos trabalhadores, Friedman opõe-se ao seu uso.
6. Como os monetaristas acreditam que a inflação é um fenômeno essencialmente monetário, isto é, que a taxa de inflação é proporcional à taxa de variação do estoque de moeda da economia, sugerem que a inflação deve ser eliminada por intermédio da redução da taxa de crescimento do estoque monetário. Contudo, uma redução da taxa de expansão monetária resulta em aumento da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural. O dilema enfrentado pelas autoridades monetárias é que quanto maior a contração monetária visando a uma redução drástica da inflação, maior será o desemprego em relação ao desemprego expresso pela taxa natural. Caso as autoridades desejem combater a inflação com menores custos sociais, terão que reduzir a inflação gradualmente.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Para Friedman, a política de aumento dos gastos governamentais não causa nenhuma variação permanente do nível de renda. Há o efeito *crowding-out*, isto é, todo aumento de gastos públicos tem o seu efeito sobre a renda anulado. Isto ocorre porque os gastos privados são reduzidos na mesma magnitude da elevação dos gastos do governo. E, sabendo-se que uma expansão monetária somente pode ter um efeito passageiro sobre a renda, como você poderia representar as idéias monetaristas através do modelo IS-LM?
2. Se o governo anuncia que fará uma política monetária expansionista visando ao aumento do produto e do emprego, qual a influência que essa informação exercerá sobre as expectativas de preços dos agentes no modelo monetarista? Essa informação será considerada relevante por agentes que formam expectativas do tipo adaptativas?
3. Durante a década de 1990, a economia americana cresceu e as pressões inflacionistas foram irrisórias. Em janeiro do ano 2000, o desemprego foi o menor dos últimos 30 anos. Isto tem levado muitos economistas à conclusão de que a teoria da taxa natural de desemprego e da curva de Phillips não pode mais explicar o mundo real. Segundo matéria publicada na *The Economist*: “Isso é um erro, porque confunde uma relação em mudança com o rompimento de uma relação.” Você concorda com a revista inglesa?

CAPÍTULO 10

RESUMO

1. A corrente novo-clássica está baseada em muitas hipóteses monetaristas. O que diferencia basicamente as idéias de Lucas das de Friedman é que o primeiro acredita que se os agentes são maximizadores, então, maximizam também a utilização das informações que recebem. Isto implica que não formam expectativas olhando unicamente para trás (*backward-looking*), mas também olham para frente (*forward-looking*). As expectativas não são adaptativas, mas são do tipo que ficou conhecida como *racionais*. É por isso que muitos chamam a escola novo-clássica de *escola das expectativas racionais*.
2. Ao se afirmar que as expectativas são racionais, supõe-se que todo e qualquer agente possui o mesmo modo de entender a economia e que tal modo corresponde à verdadeira forma de operação da economia. Assim, um aumento da oferta de moeda anunciado pelo governo representa apenas uma mensagem de que preços e salários irão se elevar, então, a única reação dos agentes deve ser se antecipar elevando os preços e salários da econo-

nia. Nada mais que isto ocorre. Em outras palavras, uma política monetária expansionista será ineficaz para alterar variáveis reais, por exemplo, o nível de emprego e de produto.

3. A taxa corrente de desemprego somente não coincidirá com a taxa natural quando os governantes implementarem uma política monetária de surpresa porque, dessa forma, haverá decepção das expectativas de variação do estoque monetário e, conseqüentemente, de variação do nível de preços. Portanto, qualquer conjunto de decisões individuais que possa afastar a economia da taxa natural é necessariamente fruto de erros expectacionais. No modelo novo-clássico, os agentes privados erram porque são surpreendidos. A surpresa é sempre fruto da introdução de novas variáveis no mundo real ou da alteração inesperada da magnitude de variáveis já existentes.
4. Muitos adeptos da economia novo-clássica se dedicaram nos últimos anos à elaboração de propostas de organização do Banco Central e de condução da política monetária capazes de reduzir os estímulos à implementação de políticas de surpresa monetária. As mais importantes propostas são a criação de bancos centrais independentes e a utilização de metas de inflação como objetivo da política monetária.
5. A independência de um Banco Central não significa tão-somente autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central. Significa, acima de tudo, independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. Os proponentes da tese da IBC têm argumentado que um Banco Central independente deve assumir a tarefa estatutária única de *guardião da estabilidade* do poder de compra da moeda.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Em 1990, o Plano Collor implementou uma drástica medida na economia que se tornou conhecida como “confisco das poupanças”. Os agentes econômicos foram surpreendidos e grande parte da liquidez da economia ficou apreendida no Banco Central do Brasil durante um ano e meio. Se o governo adotasse a mesma medida novamente, obteria o mesmo sucesso do primeiro evento?
2. Discuta a causalidade sugerida por Alesina e Summers entre taxa média de inflação e grau de independência do Banco Central. Será que um elevado grau de independência do Banco Central gera baixas taxas de inflação na economia? Ou será que países que possuem baixas taxas de inflação (podem e) constituem bancos centrais com maior independência?
3. Segundo a teoria novo-clássica dos ciclos reais, os governantes perdem a capacidade de surpreender os agentes econômicos. Tal fato é, obviamente, conhecido pelos dirigentes do Banco Central – que são racionais no sentido novo-clássico do termo. Então, pergunta-se: por que os governantes permanecem realizando políticas monetárias expansionistas para reduzir o desemprego, se sabem que não poderão atingir o seu objetivo?

CAPÍTULO 11

RESUMO

1. O regime de metas de inflação foi implementado em vários países ao longo das décadas de 1990 e de 2000. A adoção de um regime de metas de inflação tem característica principal o reconhecimento explícito de que o principal objetivo da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Para atingir tal objetivo, uma meta numérica para inflação é anunciada (seja um ponto ou uma banda) assim como um horizonte de tempo para alcançar a meta inflacionária (que pode ser um ano ou mais). Nesse sistema, a taxa de juros de curto prazo atua como principal instrumento de política monetária que deve ser calibrada para fazer com que a inflação tenda a convergir para a meta estabelecida pela autoridade econômica.
2. Os defensores de tal regime argumentam que sua simplicidade e a transparência tornam mais fáceis ao público entender a intenção e os efeitos da política monetária, reduzindo assim a incerteza quanto ao comportamento futuro da inflação. Esta estratégia também pode aumentar a prestação de contas em relação ao desempenho da inflação e permitir uma acomodação flexível da política monetária sem sacrificar a credibilidade da política monetária e a reputação dos bancos centrais.

3. O Brasil adotou o regime de metas de inflação em junho de 1999. No Brasil, as metas são propostas pelo Ministro da Fazenda, mas estabelecidas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central. A variação do índice de preços escolhida como meta para a inflação é a variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE. Além do centro da meta, o CMN determina o intervalo de tolerância adotado, que tem variado entre 2,0 e 2,5% acima e abaixo da meta central, de modo a conferir algum grau de flexibilidade à política monetária.
4. Os proponentes da adoção de metas inflacionárias se apóiam em teorias monetárias que não são consensuais entre os economistas. Alguns os economistas que acreditam na existência da taxa natural de desemprego e na curva de Phillips não são favoráveis à adoção do regime de metas de inflação. Dentre eles, destaca-se Milton Friedman, o maior expoente monetarista, que está entre aqueles que condenam a concessão de plena liberdade aos dirigentes do banco central para alcançar o objetivo da estabilidade de preços – subjacente ao regime de metas de inflação. Outros autores críticos deste regime monetário afirmam, grosso modo, que uma correta e responsável administração monetária, fiscal e cambial associada à instituição de regras eficientes são as âncoras que o nível de preços necessita.
5. Cabe ressaltar que as economias desenvolvidas e em desenvolvimento que não aderiram ao regime de metas têm mantido a inflação em níveis aceitáveis. Como foi mostrado, não há evidências de que conceder ao banco central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja necessariamente benéfico. Por exemplo, o *Federal Reserve System* tem explicitamente dois objetivos, conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego.
6. Em suma, as evidências empíricas são inconclusivas em relação à adoção do regime de metas. Ademais, existem controvérsias relevantes acerca da teoria que sustenta tal regime.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Analise as principais características do regime de metas de inflação e os *trade-offs* entre credibilidade e flexibilidade envolvidos na definição deste regime.
2. O regime de metas de inflação somente poderá ser bem sucedido se adotado por um banco central independente. Discuta esta proposição.
3. Em que medida no Brasil a taxa de juros tem sido capaz de controlar a inflação? Qual o peso dos preços administrados no cálculo do IPCA e as implicações deste peso sobre a eficácia da política monetária?

CAPÍTULO 12

RESUMO

1. Em termos didáticos é útil – para entender o *modus operandi* da política monetária – montar uma estrutura analítica, dividindo a política monetária em *objetivos*, *metas* e *instrumentos*, pois isto permite uma visualização mais clara do seu funcionamento. Em boa medida, tanto os objetivos finais da política como a escolha das variáveis operacionais a serem privilegiadas estão relacionadas ao quadro referencial teórico adotado. Em termos gerais, os *objetivos ou metas finais* da política monetária são: estabilização de preços, um nível de atividade econômica elevado, uma baixa taxa de desemprego e maior estabilidade do sistema financeiro.
2. As *metas intermediárias* estão entre as metas finais de política e as ações do Banco Central através de seus instrumentos de política. Duas podem ser as metas intermediárias: (i) taxa de juros de longo prazo; (ii) agregados monetários. A idéia central do uso destas metas é de que é através delas – impactando nos custos e disponibilidade de crédito ou diretamente no nível dos gastos dos agentes – que as autoridades monetárias procuram alcançar os objetivos finais da política, já que estes últimos não podem ser afetados diretamente pela política monetária. Já as *metas operacionais* referem-se àquelas variáveis que são resultado direto da operacionalização de um instrumento de política monetária, sendo fortemente associadas às metas intermediárias e aos instrumentos de política. São dois os tipos de metas operacionais: (i) determinação da taxa de juros básica de curto prazo; (ii) controle das reservas agregadas.

3. A *Regra de Taylor* tem sido usada como uma espécie de função de reação do Banco Central na determinação da taxa de juros de curto prazo. Serve, assim, como um guia operacional que o Banco Central pode seguir no processo decisório de política monetária. A regra relaciona o movimento da taxa de juros fundamentalmente a desvios da inflação presente ou esperada em relação à meta inflacionária estabelecida pela autoridade econômica e também ao chamado hiato do produto, ou seja, o desvio do produto efetivo de um país com relação ao produto potencial. Tal regra de política monetária na prática não deve ser utilizada de forma mecânica, sendo necessário que o Banco Central observe o comportamento de outras variáveis econômicas relevantes na determinação da taxa de juros.
4. Os *instrumentos de política monetária* são os métodos e meios usados na operacionalização desta política que afetam diretamente as variáveis operacionais, com vistas a atingir as metas intermediárias. Os instrumentos clássicos de política monetária são três: recolhimento compulsório, redesconto de liquidez e operações de mercado aberto.
5. Os *recolhimentos compulsórios* são depósitos – sob a forma de reservas bancárias – que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central em reserva bancária, sendo calculados como um percentual sobre os depósitos. Tais depósitos podem ser efetuados em espécie (reservas bancárias) ou em títulos elegíveis pelo Banco Central. Sua principal função na implementação da política monetária é estabilizar a demanda por reservas bancárias, de modo a facilitar a ação do Banco Central na fixação da taxa de juros. O formato do compulsório no Brasil foi desenhado para dar suporte ao gerenciamento diário de reservas por parte do Banco Central, seja por permitir alguma flexibilidade na gerência de caixa das instituições financeiras, seja porque esta forma de recolhimento, sendo defasada e com base na média das posições diárias de depósito durante o período de movimentação, facilita o gerenciamento de liquidez tanto dos bancos como do Banco Central, ajudando, desta forma, na estabilização da taxa de juros do mercado de reservas bancárias.
6. As *operações de redesconto ou de assistência financeira de liquidez* são empréstimos, na forma de crédito em reservas bancárias, concedidos pelo Banco Central aos bancos, voltadas normalmente para atender necessidades episódicas de reservas por parte das instituições bancárias. Este instrumento tem funcionado em vários países como uma “válvula de segurança”, colocada à disposição dos bancos para solucionar eventuais problemas individuais de caixa ao final do dia ou ao final do período de manutenção do recolhimento compulsório, evitando a existência de saques a descoberto na conta de reservas bancárias. Neste sentido, as operações de assistência financeira à liquidez são usadas indiretamente como apoio no controle da liquidez, com vistas à maior estabilidade da taxa de juros no mercado monetário. O modelo atual das operações de redesconto no Brasil tem um caráter limitado e desencorajador no acesso a essas operações, o que requer um papel mais ativo das operações de mercado aberto no gerenciamento de liquidez. Em outras palavras, as operações de redesconto atuam de forma apenas auxiliar no gerenciamento de reservas feito pelo Banco Central, isto é, que colocada à disposição dos bancos uma linha de assistência de liquidez – com taxas normalmente acima da taxa de juros básica (Selic) - que ajude a solucionar eventuais problemas individuais de caixa ao final do dia ou ao final do período de manutenção do recolhimento compulsório, evitando a existência de saques a descoberto na conta de reservas bancárias..
7. As *operações de mercado aberto* são realizadas através da compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central, afetando diretamente o volume de reservas dos bancos, sendo que: (i) se as vendas de títulos são maiores que o resgate em um determinado dia, as reservas se contraem; (ii) se o resgate de títulos é superior à venda em um determinado dia, as reservas se expandem. Este instrumento é recomendado tanto para a realização da gerência de liquidez, como para a sinalização da taxa de juros básica. Em particular, tem sido considerado como o mais indicado e eficaz para a realização do gerenciamento de liquidez de que dispõe o Banco Central, pois atua diretamente sobre as reservas bancárias. Por isso, a tendência internacional revela o uso cada vez mais intenso desse instrumento, como forma de evitar a volatilidade na taxa de juros de curto prazo.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Quanto à estrutura analítica de política monetária, qual a diferença entre metas operacionais, metas intermediárias e metas finais de política?
2. Por que o Banco Central tem dificuldade de controlar simultaneamente a taxa de juros e a oferta de moeda? Explique.
3. Utilizando a Regra de Taylor tradicional, calcule a taxa de juros nominal de curto prazo, considerando os seguintes dados em um determinado período: parâmetros $g = 1$ e $h = 0,5$; taxa de inflação acumulada no período

igual a 4,5%, meta de inflação igual a 4,0%, produto real efetivo igual a 6,0%, produto potencial estimado em 5,0%, e taxa real de juros de equilíbrio igual a 2,0%.

4. Explique por quê, quando o banco tem que cumprir o recolhimento compulsório pela média das posições diárias de depósito durante o período de movimentação, este procedimento proporciona à instituição bancária uma maior flexibilidade na gerência do seu fluxo de caixa.
5. Analise o que vem a ser o “gerenciamento de liquidez” por parte do Banco Central e qual o seu objetivo. Em particular, enfatize de que forma os três instrumentos de política monetária – recolhimento compulsório, desconto de liquidez e operações de mercado aberto – podem ser usados no gerenciamento de liquidez do mercado.

CAPÍTULO 13

RESUMO

1. O *mercado de reservas bancárias* é o mercado através do qual os bancos realizam suas operações financeiras. Cada vez que um agente não-financeiro faz um depósito em moeda ou compra um título emitido pelo banco vai haver um impacto na conta de reservas bancárias da instituição. Essa conta é a conta corrente que os bancos mantêm no Banco Central para fins de execução de suas operações com o restante do sistema econômico e entre si. Na ocorrência cotidiana de perdas e ganhos de saldos de reservas bancárias entre as instituições financeiras, surgem excessos e deficiências quanto à exigibilidade do Banco Central; os bancos acabam trocando reservas entre si pelo prazo de um dia, com lastro em títulos públicos federais. Como o sistema bancário como um todo não é capaz de criar ou destruir reservas bancárias, resta ao Banco Central, como única instituição com poder de criar ou destruir primariamente moeda, exercer o controle da liquidez.
2. De modo a promover o ajuste adequado da liquidez do sistema bancário para atender seus propósitos de política, o Banco Central cotidianamente faz previsões quanto ao saldo consolidado de reservas do sistema bancário. A intenção da autoridade é garantir a taxa de juros definida pelas suas decisões de política sem, contudo, elevar sobremaneira o grau de fragilidade do sistema bancário, o que poria em risco todo o sistema financeiro. A variação da liquidez pode se dar de forma autônoma e não-autônoma em relação ao Banco Central. A *variação não-autônoma* decorre da ação do Banco Central enquanto gerenciador da liquidez. A mesma é determinada basicamente pelas exigibilidades compulsórias. Já a *variação autônoma* decorre de mudanças nos ativos externos líquidos, nos empréstimos ao governo, na preferência do público em reter papel-moeda e das variações dos depósitos do Tesouro Nacional. O Banco Central, ao realizar sua tarefa de prever a liquidez, vai estar basicamente inferindo a respeito desses fatores.
3. O controle da liquidez pelo lado da oferta pode se dar por dois tipos de operações, ambas no âmbito do mercado aberto: operações compromissadas ou leilões informais, por um lado, e leilões formais, de outro. As *operações compromissadas* são o instrumento mais utilizado pelo Banco Central para fazer o ajuste fino da liquidez. Nessas operações, o Banco Central negocia moeda com os bancos (como doador ou tomador), com a garantia representada pela caução de títulos públicos federais. Nos leilões informais, o Banco Central opera apenas com instituições credenciadas (*dealers*). Estes leilões são comunicados através de contatos telefônicos. Quando o objeto de negociação no leilão informal são títulos federais, estas operações são ditas *definitivas*. Este também é o caso dos leilões formais de títulos. Os leilões formais estão abertos a todas às instituições participantes do SELIC e são comunicados através de portaria do Tesouro Nacional.
4. A *formação da taxa de juros de curto prazo* vai depender das inferências do Banco Central quanto às condições no mercado de reservas, bem como quanto a suas metas intermediárias e finais. Assim, o Banco Central decide, com base em uma série de critérios, muitos dos quais explicitados nos relatórios dos comitês de política monetária, qual a taxa de juros adequada para a operação da economia. A partir daí, vai procurar “fazer” essa taxa no mercado bancário, criando um “consenso” a respeito da taxa de juros que deve prevalecer. Isto é feito com base na combinação dos instrumentos de política que tem a seu dispor. O recolhimento compulsório é utilizado para moldar parcialmente a demanda por reservas e o mercado aberto é a arena para os ajustes de oferta. No dia-a-dia, a autoridade ajusta a oferta à demanda de modo a produzir uma trajetória suave – com baixa volatilidade – na taxa de juros compatível com as metas anunciadas. Isto é feito basicamente através de operações compromissadas e leilões informais de títulos e dinheiro. Os leilões formais são utilizados para configurar o nível *normal* de liquidez no mercado monetário.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Defina o que vem a ser “mercado de reservas bancárias” e “conta de reservas bancárias”.
2. Mostre por que as operações compromissadas são mais adequadas para condução do ajuste fino da liquidez do mercado monetário do que as operações definitivas.
3. Discuta as vantagens do leilão de preço uniforme sobre o leilão de preços múltiplos sob o ponto de vista do emissor do título.
4. Mostre por que a determinação da oferta total de reservas não está totalmente sob controle do Banco Central.
5. Comente a seguinte afirmação: “A execução da política monetária pode ser desdobrada em dois aspectos: o primeiro é o gerenciamento de liquidez diário (...) [e] o segundo é a sinalização.” (Torres, 1999, pp. 26-7).
6. Discuta a relação entre a taxa de juros básica e o custo do dinheiro no curto prazo.

CAPÍTULO 14

RESUMO

1. Ao contrário da política fiscal, a política monetária envolve instrumentos que não causam impacto diretamente as decisões do público. Por isso, para discutir a eficácia da política monetária é necessário determinar como as decisões da autoridade monetária se traduzem em estímulos efetivos para famílias e empresas. É preciso determinar-se quais são os elos que conectam os instrumentos à disposição do banco central e os fatores que afiml influenciam a decisão do público. Estes são os mecanismos, ou canais, de transmissão da política monetária.
2. Um elemento de grande importância nesse quadro é a curva de rendimentos. Esta curva relaciona as maturidades de contratos às taxas de juros anualizadas pagas por cada um. Embora a curva de rendimentos seja uma construção puramente descritiva, ela tende a exibir padrões estáveis de relação entre as diversas taxas de juros, apoiando a hipótese de que fatores sistemáticos estejam em operação na determinação desses padrões. Dentre esses possíveis elementos sistemáticos destacam-se as diferenças de risco e os modos de formação de expectativas.
3. Se existe um padrão de relacionamento entre as diversas taxas de juros, é possível identificar um primeiro mecanismo de transmissão da política monetária. O banco central fixa a taxa de curtíssimo prazo e esta, através de deslocamentos da curva de rendimentos, determina o valor das taxas restantes, inclusive aquelas que influenciam o comportamento de investidores e consumidores.
4. Em países que não têm um mercado de capitais suficientemente desenvolvido para construir uma curva de rendimentos, o canal mais provável de transmissão da política monetária é o de crédito. Por este canal, a autoridade monetária fixa o preço das reservas. Os bancos acrescentam um *mark up* (chamado de *spread*) sobre esse custo para formar as taxas de juros sobre empréstimos. As altas ou baixas dessas taxas levam consumidores e investidores a se comportar como esperado pela autoridade monetária.
5. Com a abertura financeira da maioria das economias nos últimos 20 a 25 anos, outro canal de transmissão se abriu para aqueles países que adotam o câmbio flutuante. Nessas economias, elevações da taxa de juros induzem movimentos de entrada de capitais que valorizam a moeda doméstica e barateiam importações de bens e serviços. Reduções da taxa de juros obtém o efeito inverso.
6. No caso do Brasil atual, não operam o canal de ativos, por causa do reduzido horizonte da curva de rendimentos. Também opera com reduzida eficácia o canal do crédito, dada a atrofia do crédito ao setor privado no país. Opera, por outro lado, com grande força o canal da taxa de câmbio. Além disso, as taxas de curtíssimo prazo situam-se em patamares tão elevados que provavelmente acabam por afetar diretamente decisões de consumo e investimento que em outras condições seriam insensíveis a variações dessas taxas.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Se a curva de rendimentos for formada de acordo com a hipótese das expectativas, isto é, de que as taxas de juros de longo prazo têm de corresponder à seqüência esperada de taxas de curto prazo, como deveria ser inter-

- pretada a ocorrência de uma curva de rendimentos “invertida” (isto é, descendente ao invés de ascendente)?
2. Em uma curva de rendimentos “normal”, as taxas de juros anualizadas crescem com a maturidade dos contratos. Avalie a dificuldade que pode representar o elevado nível médio da taxa de juros de curtíssimo prazo no Brasil para o alongamento de maturidades de contratos financeiros e construção de uma curva de rendimentos normal.
 3. Muitos analistas apontam o problema de que no Brasil o efeito-riqueza induzido pela política monetária não tem maior importância e é sempre suplantado por um “efeito-renda” de sinal contrário, representado pelo fato de que uma elevação das taxas de juros ao invés de reduzir a riqueza dos agentes privados aumenta sua renda (pelo recebimento dos juros sobre a dívida pública, que crescem quando o Banco Central aumenta a taxa SELIC). Explique e avalie o raciocínio envolvido nessa afirmação.

CAPÍTULO 15

RESUMO

Neste capítulo foram apresentados os conceitos básicos necessários ao conhecimento dos sistemas financeiros existentes atualmente. Partiu-se da noção de relação financeira como sendo a que se estabelece entre agentes que gastam menos que sua renda corrente e aqueles que gastam mais do que recebem. Os primeiros, chamados de unidades superavitárias, usam seus excedentes para financiar os gastos dos outros, chamados de unidades deficitárias. Na concretização de uma relação financeira, o devedor emite uma obrigação em favor do credor, que representa, para este último, um ativo, isto é, uma forma de riqueza. Relações financeiras podem ter lugar de diversas formas. Devedores e credores podem negociar diretamente ou ter sua interação intermediada por instituições financeiras. Dependendo das características dessas operações, definem-se diversos tipos de mercados financeiros: de crédito ou de capitais; públicos e privados; primários e secundários; intermediados ou desintermediados. Um sistema financeiro é definido pelo conjunto de mercados e instituições financeiras existentes e pelos procedimentos de operação adotados, por costume ou por imposição legal/regulatória.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Como se distingue a atividade de acumulação de capital em sociedades mais primitivas em relação às modernas economias de mercado?
2. Quais são as vantagens para a sociedade da existência de um sistema de crédito que permite isolar a realização de investimentos da propriedade prévia de recursos?
3. Na Seção 3, mercados foram classificados de acordo com vários critérios: mercados de capitais *versus* mercados de crédito; mercados públicos *versus* mercados privados; mercados primários *versus* mercados secundários; intermediação *versus* desintermediação financeira. Foi proposta a idéia de que, em todos eles, a informação relevante à realização de transações financeiras é o critério decisivo de diferenciação. Justifique essa afirmação.

CAPÍTULO 16

RESUMO

Bancos comerciais constituem, por qualquer critério, o mais importante tipo de instituição financeira existente em economias modernas de mercado. Embora não seja simples definir com precisão um banco, propusemos a noção de que bancos são instituições financeiras cuja forma de captação principal seja a aceitação de depósitos. Bancos comerciais, por sua vez, caracterizam-se pela aceitação de depósitos à vista como forma típica de captação. Tendo este tipo de obrigação como principal item de seu passivo, bancos comerciais vêm suas opções ativas restritas principalmente a ativos de curta duração ou alta liquidez.

Bancos comerciais modernos são organizados de acordo com o princípio da reserva fracionária. Essas instituições, assim, mantêm reservas de caixa para atender a possíveis resgates de depósitos. No entanto, como depósitos à vista são em geral substitutos superiores ao meio circulante, resgates de depósitos ocorrem, em condições normais, apenas para a realização de transações de pequeno valor. Como a maior parte dos valores em depósito é raramente (ou nunca) resgatada, os bancos podem operar na suposição de que este tipo de passivo, apesar de à vista, tem duração indefinidamente longa. Essa característica dá aos bancos o privilégio de criação de depósitos para além de sua capacidade efetiva de resgate, dando origem ao multiplicador bancário.

A operação eficiente dos bancos, de qualquer forma, depende de como seu balanço é determinado, combinando-se da forma mais adequada a natureza, prazos e termos das obrigações passivas que emite com as características dos ativos que adquire. De fundamental importância, neste particular, é a adequada percepção dos riscos a que a instituição está sujeita.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Identifique fatores adicionais aos citados neste capítulo que possam definir preferências, por parte do público, por depósitos à vista sobre meio circulante.
2. Como pode um banco individual construir uma reputação de solidez suficiente para captar depósitos à vista? Que outros fatores podem contribuir para esta construção?
3. Em algumas economias desenvolvidas, as autoridades monetárias já não impõem aos bancos a obrigação de formação de reservas compulsórias. Quais poderiam ser as razões para tal comportamento? Que conseqüências podem advir disto?

CAPÍTULO 17

RESUMO

Neste capítulo foram apresentados os diversos tipos de instituição financeira que povoam um sistema financeiro moderno. Este sistema se divide em instituições bancárias e instituições financeiras não-bancárias. Entre as primeiras, o principal tipo de instituição é o banco comercial, cuja dinâmica de operação foi objeto do capítulo anterior. Aqui vimos que bancos comerciais captam não apenas depósitos à vista, mas também depósitos a prazo, o que lhes permite fazer aplicações de mais longo prazo que aquelas que seriam convenientes se sua única fonte de captação fossem depósitos à vista. Bancos comerciais, em sua atividade, correm vários tipos de riscos, notadamente riscos de crédito e de liquidez. Bancos de investimento têm uma forma de operação bastante diversa da do banco comercial. Sua principal fonte de captação são os depósitos a prazo e a emissão de títulos, mas, no curto prazo, dependem também da oferta de crédito por parte dos bancos comerciais. Sua principal forma de aplicação de recursos é a subscrição de papéis, mas quando os tomadores finais têm boa reputação, o banco de investimento pode restringir suas atividades às de um corretor de papéis. Outras instituições depositárias são os bancos de poupança e as cooperativas de crédito. Entre as instituições financeiras não-bancárias temos as companhias de crédito, financiamento e investimento e as corretoras e distribuidoras de valores. Outras instituições, normalmente não-classificadas como financeiras, atuam no sistema, notadamente as seguradoras, os fundos de pensão e de investimento, e empresas organizadas com o objetivo de ofertar financiamentos, como as de arrendamento mercantil e de *factoring*.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Bancos comerciais são normalmente protegidos por “redes de proteção” (como o emprestador de última instância) porque depósitos à vista são meios de pagamento. Assim, muitos julgam que se um banco comercial passa por dificuldades, há o risco de que o sistema de pagamentos seja comprometido, gerando riscos sistêmicos. Quais são esses riscos?

2. Por que outras instituições financeiras não gozam também de proteção equivalente? Por que letras de câmbio, por exemplo, também não se tornam meios de pagamento?
3. A que riscos estão submetidos investidores institucionais? É possível identificar alguma classe de risco que seja comum a todas as suas variedades?

CAPÍTULO 18

RESUMO

Neste capítulo foram discutidas as características das principais formas de estruturação do sistema financeiro. Um sistema financeiro é definido não apenas pela identificação de seus participantes e dos mercados em que interagem, mas também pela natureza das restrições legislativas e regulatórias que limitam sua operação. Assim, os sistemas financeiros podem ser classificados em quatro tipos, de acordo com dois critérios paralelos de enquadramento. Por um lado, de acordo com a forma pela qual aplicadores e tomadores se relacionam, temos de um lado os sistemas baseados em mercado de capitais e de outro os sistemas baseados em crédito. Em paralelo a essa classificação, temos outra, apoiada na latitude de operação permitida às instituições financeiras. Assim, temos de um lado os sistemas segmentados, onde as instituições financeiras têm sua operação confinada a segmentos do mercado, em contraste com os sistemas de banco universal, em que uma mesma instituição tem a possibilidade de operar em quantos segmentos desejar.

Em paralelo aos sistemas financeiros domésticos, há ainda que se conhecer a operação do sistema financeiro internacional, cuja operação é restrita principalmente por regras de comportamento geradas pelos próprios participantes do mercado. Este mercado se apóia em dois segmentos principais, o de empréstimos bancários, feitos normalmente através de grupos (sindicatos) de instituições, e o de títulos, dividido, por sua vez, em dois segmentos, o de instrumentos de mercado monetário e o de bônus e notas.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Sistemas financeiros segmentados privilegiam a segurança do sistema contra “contágio” de crises de um mercado para outro. Seria possível conceber-se regulações que pudessem tornar um sistema de bancos universais igualmente seguro?
2. Espera-se que, normalmente, o custo dos recursos financeiros para os tomadores seja menor em sistemas de mercado de capitais quando comparado com sistemas baseados em crédito. Que vantagens poderiam explicar essa diferença?
3. Como poderiam reguladores agir para reduzir a incidência de problemas de “conflito de interesses” em sistemas de banco universal?

CAPÍTULO 19

RESUMO

Neste capítulo foram discutidos os princípios que justificam a definição de regras para a operação dos mercados e das instituições financeiras. Em todo o mundo, o sistema financeiro é sujeito a extensa regulação e está sujeito à supervisão contínua por parte de autoridades especialmente treinadas para isto. As razões para esta preocupação são: 1. a de que a operação do sistema financeiro é fonte de importantes externalidades, tanto positivas quanto negativas, tornando necessária a definição de regras que defendam as externalidades positivas e coíbam, na medida do possível, as negativas; 2. a hipótese de que a relação entre aplicadores, tomadores e instituições financeiras é marcada por importantes assimetrias de informação, que, se não submetidas a algum tipo de controle, poderiam implicar a exploração indevida dos contratantes menos informados pelos mais informados. Por causa das externa-

lidades, definiu-se um conjunto de regulações prudenciais. Por causa da assimetria de informações, definem-se regras de defesa dos consumidores.

A própria existência de regulações prudenciais, por sua vez, acabou por levar à definição de outras regras de operação destinadas a contrabalançar os seus efeitos. Como toda regulação é uma intervenção no mercado, e esta pode ter efeitos distorsivos, julgou-se necessário então definir novas regras destinadas exatamente a reequilibrar os incentivos dados aos participantes do mercado.

Problema relacionado ao da regulação é o da supervisão financeira, isto é, a atividade de fiscalização da operação das instituições financeiras para se determinar se as regras estão sendo cumpridas. Os métodos de supervisão têm passado por importante transformação nos últimos anos, privilegiando-se atualmente uma abordagem que dá mais autonomia às instituições financeiras na sua administração de risco. Uma importante questão que se coloca atualmente aos supervisores é a de como lidar com conglomerados financeiros, já que, tradicionalmente, o aparato de supervisão era organizado em linhas funcionais, isto é, de especialização por tipo de atividade.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Identifique as distorções de incentivos a que a existência de um empregador de última instância e um seguro de depósitos podem conduzir. São essas distorções idênticas nos dois casos?
2. Discuta as inter-relações entre a regulação prudencial e a regulação voltada para a defesa do consumidor.
3. Examine as vantagens e desvantagens da reunião das funções de supervisão dos diversos mercados financeiros em um só organismo.

CAPÍTULO 20

RESUMO

Neste capítulo examinamos as principais tendências evolutivas dos sistemas financeiros modernos. Iniciamos pela discussão do conceito de inovação financeira e de transformação estrutural. Mostramos que inovações financeiras, relativamente infrequentes no passado, tornaram-se a principal arma competitiva entre instituições financeiras atualmente, como, aliás, já ocorria em outros setores. A onda mais recente de inovação e transformação iniciou-se na década de 1970, em reação ao aumento dramático de instabilidade financeira causado pela colapso do sistema cambial de Bretton Woods, pelo aumento da inflação e pela utilização de elevações das taxas de juros como instrumento de política monetária. Em paralelo, desenvolvimentos importantes tiveram lugar em termos tecnológicos, especialmente no que se refere a informática e comunicações, e político-ideológicos, firmando-se uma cultura de redução da intervenção do Estado e de desregulação, particularmente impactantes para o setor.

Discutimos, então, as principais transformações e inovações que têm tido lugar nas mais avançadas economias capitalistas: a tendência à securitização; o crescimento dos mercados de derivativos; a emergência de investidores institucionais; a transformação dos bancos antes especializados em bancos realmente universais; e a liberalização dos mercados financeiros doméstico e internacional.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. As inovações e transformações estruturais referidas neste capítulo apresentam elevado grau de interdependência. Explícite quais são as principais relações entre o avanço de formas securitizadas de circulação financeira, a desregulação financeira doméstica e o crescimento dos investidores institucionais.
2. Analise as possíveis implicações do desenvolvimento de uma inovação como a introdução de contas remuneradas em uma economia em alta inflação.
3. Analise as conseqüências positivas e negativas da tendência à globalização financeira.

CAPÍTULO 21

RESUMO

1. Neste capítulo apresentamos dois tipos de modelos de alocação de portfólio: um menos convencional, com base naquele desenvolvido por John Maynard Keynes e outro mais convencional, com base nos *modelos de média variância* iniciados por um seminal artigo de James Tobin, de 1958.
2. No modelo de Keynes, os agentes alocam seus portfólios de acordo com suas expectativas de retorno sobre estes, definida pela relação entre *preço futuro* (esperado) e *preço à vista*. Essas expectativas são realizadas num ambiente de *incerteza*. Ou seja, mesmo que os agentes possam utilizar informações sobre preços do passado para projetar preços futuros, nem sempre o passado é um guia confiável para realizar esse exercício. Este é o caso dos bens de capital, que possuem longos prazos de maturação, e cujo *preço futuro* está relacionado com a demanda agregada em, muitas vezes, diversos anos à frente. No caso de ativos financeiros de curto prazo, os preços futuros são mais claramente definidos (dado o curto prazo de vencimento), porém os preços *à vista* podem variar significativamente de acordo com as mudanças de expectativas de curto prazo e da demanda especulativa por moeda.
3. O modelo de alocação de portfólio de Keynes tem características bastante peculiares (em relação ao atuais modelos de alocação de portfólio) no que se refere: (a) ao modelo de formação de expectativas de curto prazo, que respectivamente determinam os preços futuros de ativos financeiros; (b) à especificidade da moeda enquanto ativo financeiro numa economia monetária, dadas as suas elasticidades de produção e substituição negligenciáveis; (c) ao modelo de formação de expectativas de longo prazo, que determinam os preços *futuros* dos bens de capital, e, por conseguinte, seus preços *à vista* e sua produção corrente; (d) ao processo multiplicador gerado a partir dos gastos autônomos, que faz com que variações do investimento tenham efeitos ampliados sobre a demanda dos demais bens e serviços da economia. Não surpreende que, tradicionalmente, este modelo de equilíbrio de alocação de portfólio e seus impactos sobre a dinâmica macroeconômica têm sido descritos através de dois aspectos da teoria de Keynes (a teoria do investimento e a teoria da preferência pela liquidez), que se unidos à teoria do multiplicador da renda, do produto e do emprego, geram o chamado *princípio da demanda efetiva*. Porém, este modelo possibilitou também o desenvolvimento de toda a teoria contemporânea de alocação de portfólio. O que mudou, e esta foi uma mudança significativa de abordagem, foi a forma como esses modelos estilizam a formação das expectativas que vão determinar o preço futuro dos ativos financeiros e dos bens de capital.
4. A característica distintiva desses modelos em relação ao de Keynes se relaciona ao modelo de formação de expectativas. No modelo de Tobin, utiliza-se a idéia de que os preços/retornos futuros dos ativos são formados a partir de distribuição probabilística dos preços/retornos dos ativos. Este é o conceito de *risco*. Os modelos mais recentes de alocação de portfólio e determinação de preços de ativos se baseiam na utilização da *hipótese de mercados eficientes* no modelo de formação de expectativas dos investidores em títulos financeiros. Este é o caso, por exemplo, do modelo de determinação de preços de ativos de capital, ou *capital asset pricing model*, CAPM.
5. Note que no modelo CAPM é que o preço/retorno dos ativos, em todo momento, reflete fielmente os chamados “fundamentos” desses ativos, ou seja, o retorno futuro dos agentes que o emitem e as características de riscos dos negócios em que se envolvem. Somente por um período curtíssimo alguns agentes podem ter retornos superiores aos do mercado, porém esses retornos se devem à utilização de informações ainda não disponíveis ao mercado (por exemplo, informações privilegiadas). Por fim, os mercados financeiros não são suscetíveis a variações de preços que não reflitam exclusivamente mudanças dos fundamentos da economia, e portanto “bolhas especulativas” somente são concebíveis enquanto fenômenos de curtíssimo prazo e de efeito irrelevante sobre a alocação de recursos no longo prazo. Este quadro, paradoxalmente, está longe de ser aquele desenhado por Keynes, quando descreveu a relação entre bolhas especulativas e *performance macroeconômica* em economias de mercado. Na realidade, o modelo de Keynes representa uma visão alternativa ao *mainstream* do funcionamento das economias de mercado, e da relação entre os mercados financeiros e os mercados reais. No próximo capítulo veremos que essas diferenças vão se refletir em outro aspecto da teoria financeira: a teoria do financiamento.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Analise as diferenças entre incerteza e risco enquanto representação da formação de expectativas nos modelos de alocação de portfólio de Keynes e de Tobin.
2. Analise os potenciais da diversificação de ativos a partir dos seguintes dados sobre dois ativos financeiros:

Estado dos Negócios	Probabilidade de Ocorrência (%)	Retorno do Ativo A (\$)	Retorno do Ativo B (\$)
<i>Retração</i>	30%	13,00	10,00
<i>Normalidade</i>	50%	12,60	8,00
<i>Crescimento</i>	20%	19,00	5,00

3. Explique o conceito de aversão a risco.
4. Por que a diversificação de ativos é um ato racional?
5. Explique o sentido econômico do coeficiente β .

CAPÍTULO 22

RESUMO

1. Neste capítulo apresentamos duas visões sobre o processo de financiamento em economias de mercado: uma que representa a visão convencional e outra com base no circuito *financiamento-poupança-funding*.
2. Uma das características dos modelos convencionais é basear sua estilização do processo de financiamento através de um processo de transferência de recursos entre poupadores e investidores, ambos maximizadores de recursos. A curva de oferta de “capital” é determinada em última instância pelos poupadores, através de um exercício de maximização de utilidade no tempo, com base em preferências intertemporais bem definidas. Neste modelo, o sistema financeiro aparece como um simples intermediário na intermediação da poupança, sem maior relevância do ponto de vista analítico.
3. Mostramos que somente neste contexto há dois problemas que poderiam explicar um possível mau funcionamento dos mercados financeiros no processo de intermediação de poupança: incompletude de mercados e falhas na distribuição de informações. O problema de incompletude de mercados foi analisado por dois autores de origem neoclássica: Gurley e Shaw. Sua visão básica era que, dada a importância de compatibilizar as necessidades de *demanda de diversificação* por parte dos poupadores e as necessidades de financiamento dos investidores, o subdesenvolvimento financeiro poderia gerar níveis de poupança e investimento menores do que o potencial. O problema de *assimetrias de informações* e seus impactos sobre a intermediação financeira, para a oferta de crédito para as empresas e para o crescimento, tem sido analisado mais recentemente.
4. A visão keynesiana sobre o processo de financiamento se diferencia de forma fundamental daquela convencional. Nesta visão, a restrição financeira primordial ao investimento é a oferta de *financiamento*, ou seja, oferta de crédito bancário financiado a partir da criação de moeda (depósitos) dos bancos. O volume de poupança é determinado pelo investimento, e sua importância está ligada mais à forma como ela é alocada ao longo do processo multiplicador de renda. Quando a poupança é alocada em títulos de longo prazo de empresas, estas podem transformar seus passivos de curto prazo em ativos de longo prazo, repagando suas dívidas junto aos bancos. Da mesma forma que a expansão da oferta de *financiamento* amplia a vulnerabilidade financeira de bancos financiadores e empresas inversoras, o *funding* a reduz.
5. A forma como a poupança é alocada determina, portanto, o grau de fragilização financeira da economia no crescimento. Esta alocação, por sua vez, depende em grande medida da existência de instituições especializadas em administração de risco (gerado por problemas de *descasamento de vencimentos*) e mercados especializados em títulos financeiros com distintos prazos. Neste sentido, a análise keynesiana ressalta a importância do contorno institucional através do qual o circuito *financiamento-poupança-funding* se realiza, e o fato de que o subdesenvolvimento de mecanismos de financiamento adequado pode gerar níveis de investimento e, conseqüentemente, poupança baixos, e um crescimento econômico financeiramente frágil.

- Existem mecanismos distintos de *finance-funding*, de acordo com a estrutura do sistema financeiro e da articulação entre instituições financeiras e setor produtivo. Aqui analisamos dois tipos – os sistemas com base em mercado de capitais e os sistemas com base em bancos universais.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

- Análise a relação entre poupança e investimento e mercados de títulos financeiros na teoria de fundos emprestáveis.
- Explique o conceito de *taxa natural de juros* (r_n) e os efeitos macroeconômicos de uma taxa de juros de mercado diferente de r_n .
- Explique o conceito de *demanda por diversificação* de Gurley e Shaw e sua consequência para a análise da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.
- Qual o papel das assimetrias de informação para o volume de fundos emprestáveis na teoria contemporânea de intermediação financeira?
- Explique o circuito *financiamento-poupança-funding* no modelo keynesiano.

CAPÍTULO 23

RESUMO

Neste capítulo introduziu-se o conceito de economia aberta. Ao adotar esta perspectiva, a análise da política monetária requer que se tenha em conta a compra e venda de moedas estrangeiras, isto é, o mercado de câmbio. O comportamento do mercado cambial está subordinado, antes de mais nada, ao regime cambial vigente em cada economia. Discutimos os tipos “puros” de regime cambial, o de taxas de câmbio fixas e imutáveis e a livre flutuação. Foram examinadas as formas que o regime de câmbio fixo assumiu na história econômica moderna, do padrão-ouro ao conselho da moeda. Em seguida, examinamos as condições de operação de regimes cambiais que combinam características dos dois regimes extremos, discutindo as linhas gerais do sistema adotado na conferência de Bretton Woods, em 1944 e do Sistema Monetário Europeu.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

- O acordo de Bretton Woods buscou reconstruir, no pós-guerra, um sistema de taxas fixas de câmbio, semelhante, nesse aspecto, ao que caracterizava o padrão-ouro internacional. Taxas de câmbio flutuantes só foram adotadas porque, em seguida ao colapso do acordo em 1971, não se conseguiu construir nenhum outro sistema que pudesse sustentar taxas fixas de câmbio. Discuta as razões que poderiam justificar a preferência então demonstrada por taxas de câmbio fixas.
- Desde o início dos anos 1970 o câmbio flutuante passou a predominar entre as principais economias avançadas (com exceção da experiência das moedas européias, que vieram a integrar o euro) e sem um acordo monetário internacional do tipo do de Bretton Woods. Porém, ao contrário do que muitos temiam, o processo de integração da economia internacional avançou substancialmente neste contexto, a ponto de se considerar o período das últimas décadas como a segunda era de globalização (a primeira sendo a do período do padrão ouro). Por que os temores não se confirmaram?
- O maior problema do padrão-ouro clássico, segundo a maioria dos analistas, é que os países com déficits em seus balanços de pagamentos eram premiados com mais urgência a proceder a ajustes do que os superavitários. Discuta a causa dessa assimetria.

CAPÍTULO 24

RESUMO

Neste capítulo estudamos a relação entre os mercados monetário e cambial. Vimos como a forma de operação da política monetária e os efeitos da política mudam numa economia aberta, e como eles são determinados pelo tipo de regime cambial e grau de mobilidade internacional de capitais. Estudamos ainda as relações entre a taxa de câmbio e a taxa de juros. Para tanto, examinamos dois modelos: o de Mundell Fleming e o de Modelo do Mercado de Ativos.

O modelo Mundell-Fleming mostra que em uma economia aberta a política monetária tem efeitos muito diferentes dos observados numa economia fechada. Em um regime de câmbio fixo, a política monetária se revela impotente para afetar os níveis de renda e emprego. Caso não haja mobilidade de capitais, através de políticas de esterilização é possível obter alguma eficácia da política monetária, mas apenas no curto prazo. Com mobilidade plena de capitais, nem no curto prazo. Em compensação, em um regime de câmbio flutuante a política monetária é mais eficaz para alterar os níveis de renda e emprego do que numa economia fechada. A elevada eficiência da política monetária neste caso pode ser atribuída ao fato de que as mudanças na taxa de câmbio ocasionadas por diferenças entre as taxas de juros interna e externa operam como mecanismos de transmissão da política monetária e potenciam seus efeitos.

Através da abordagem do mercado de ativos, examinamos as relações entre a taxa de juros interna, a taxa de juros externa, a taxa de câmbio presente e a futura. Vimos que o equilíbrio no mercado de câmbio está associado à condição de paridade dos juros. Em um regime de câmbio fixo, os juros internos são determinados pelos juros externos, enquanto em um regime de câmbio flutuante, com os juros fixados pela autoridade monetária, a taxa de câmbio vai se alterar de forma a nivelar os juros internos com a soma dos juros externos, da desvalorização cambial esperada e do risco-país.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Discuta a consistência de uma política econômica que pretenda usar a chamada âncora cambial (fixando a taxa de câmbio) como instrumento de combate à inflação, simultaneamente com uma política monetária ativa.
2. Até que ponto, e em que condições, seria factível usar uma política de esterilização para realizar uma política monetária expansionista de forma eficaz, num regime de câmbio fixo?
3. Qual o efeito de um aumento do déficit público de um país sobre o valor externo de sua moeda? E de uma política monetária expansionista?
4. Explique de que forma a taxa de câmbio se torna um mecanismo de transmissão da política monetária numa economia aberta com câmbio flutuante.
5. Comentamos neste capítulo que, durante o governo Reagan, o dólar apreciou-se fortemente até 1985, por conta de um *mix* de política monetária altamente contracionista com uma política fiscal expansionista – associada ao aumento dos gastos militares e aos cortes nos impostos. Neste período, o déficit em conta corrente dos EUA também subiu acentuadamente, transformando a maior economia do planeta de credora em devedora líquida frente ao resto do mundo. Represente graficamente o ocorrido na economia americana neste período, com o diagrama do modelo Mundell-Fleming usado neste capítulo, e supondo mobilidade finita de capitais.
6. No primeiro semestre do ano 2000, as taxas de juros básicas nos EUA chegaram a ficar cerca de 3 pontos percentuais acima das taxas de juros fixadas pelo Banco Central Europeu. Como se explica uma diferença tão grande de rentabilidade em um mundo com grande mobilidade internacional de capitais?
7. Qual seria o efeito de um aumento das taxas de juros externas em um regime de câmbio fixo e em um regime de câmbio flutuante, de acordo com a abordagem do mercado de ativos?

CAPÍTULO 25

RESUMO

Neste capítulo examinamos as características do regime cambial brasileiro atual, a condução da política cambial e a estrutura e funcionamento do mercado de câmbio, com seus diversos segmentos. Vimos como a política de âncora cambial adotada no Plano Real levou a uma forte apreciação real da moeda doméstica e a uma crise cambial que resultou na adoção do regime de câmbio flutuante. Vimos também que de acordo com os testes do tipo Calvo-Reinhart o regime brasileiro parecia não estar muito distante do que seria a flutuação genuína verificada no mundo real, onde ela nunca é totalmente pura. Em seguida examinamos a estrutura do mercado de câmbio brasileiro, tal como ele opera na atualidade, a partir dos desenvolvimentos derivados da progressiva liberalização das regras para compra e venda de moeda estrangeira e do crescente papel do setor financeiro privado na determinação da taxa de câmbio e no suprimento de liquidez ao mercado. Por fim, vimos que as transações cambiais estão distribuídas entre três mercados – o primário, o interbancário e o futuro – sendo que a determinação da taxa de câmbio é cada vez mais influenciada pela demanda por moeda estrangeira enquanto um ativo financeiro, que se expressa sobretudo nos dois últimos segmentos do mercado.

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. O regime cambial adotado no Brasil em janeiro de 1999 foi definido oficialmente como de flutuação. Porém o Banco Central tem feito, desde então, intervenções no mercado de câmbio, tanto para comprar como para vender moeda estrangeira. Até que ponto esta atuação do Banco Central seria contraditória com a existência de um regime de flutuação cambial genuína?
2. Em que sentido se poderia dizer que os bancos autorizados a operar em câmbio desempenham um papel passivo no mercado primário? E em que sentido eles teriam um papel ativo na determinação da taxa de câmbio? Como conciliar as duas proposições?
3. Quais os mecanismos através dos quais se pode realizar o ajuste entre as posições cambiais derivadas das transações primárias com os clientes e as posições desejadas pelos bancos?
4. Com câmbio flutuante, o Banco Central deixa de ter a obrigação de intervir permanentemente no mercado de câmbio, ora para suprir uma eventual escassez de divisas, ora para adquirir um excedente de moeda estrangeira. Sendo assim, a conexão permanente entre mercado monetário e balanço de pagamentos através da expansão (contração) monetária derivada de um aumento (redução) das reservas associado ao superávit (déficit) global, perde sua importância. Vimos que no caso brasileiro, passaram-se longos períodos sem que ocorressem intervenções. Porém outros elos importantes passam a ligar o mercado de câmbio à política monetária. Discuta a mudança na relação entre balanço de pagamentos, câmbio e política monetária quando se passa do regime de câmbio fixo para o flutuante.