**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS**

**Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais**

**Curso de Ciências Econômicas**

**André Luís dos Santos Soares**

**COMPORTAMENTO BANCÁRIO SOB A ÓTICA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ**

**Belo Horizonte**

**2017**

**André Luís dos Santos Soares**

**COMPORTAMENTO BANCÁRIO SOB A ÓTICA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas do Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientadora: Profa. Dra. Maria Letícia L. Estanislau

**Belo Horizonte**

**2017**

**André Luís dos Santos Soares**

*Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas do Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.*

**COMPORTAMENTO BANCÁRIO SOB A ÓTICA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ**

RESUMO DAS AVALIAÇÕES:

1. Do professor orientador:\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_
2. Da banca examinadora:\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_
3. Nota final:\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

CONCEITO: \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Belo Horizonte, 05 de maio de 2017

**RESUMO**

O presente trabalho realizou um estudo sobre o comportamento bancário sob a ótica da preferência pela liquidez. O objetivo do trabalho foi analisar se momentos de incerteza afetam o comportamento dos cinco maiores bancos do Brasil tanto pelo lado do ativo quanto do passivo, revelando assim sua preferência pela liquidez. A taxa de juros Selic foi utilizada como proxy para se mensurar a incerteza. Para retratar a preferência pela liquidez foram utilizados indicadores demonstrando a proporção de títulos e valores mobiliários em relação ao ativo total, além da relação entre depósitos a prazo sobre o passivo exigível. Os resultados demonstraram que alterações no patamar de incerteza afetam a preferência pela liquidez e que há uma diferença relevante entre o comportamento dos bancos públicos e privados.

Palavras-chave: Preferência pela liquidez. Keynes. Regime de metas de inflação.

**ABSTRACT**

The present work carried out a study on the banking behavior from the perspective of liquidity preference. The objective of this study was to analyze if moments of uncertainty affect the behavior of the five largest banks in Brazil on both the asset and liability side, thus revealing their preference for liquidity. The Selic interest rate was used as a proxy to measure uncertainty. To portray liquidity preference, indicators were used to show the proportion of securities in relation to total assets, in addition to the relation between time deposits over liabilities. The results showed that changes in the level of uncertainty affect the liquidity preference and that there is a significant difference between the behavior of public and private banks.

Keywords: Preference for liquidity. Keynes. Regime of inflation targets.

**LISTA DE TABELAS**

TABELA 1 – Valores do teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF), sem intercepto e tendência para títulos e valores mobiliários (TVM)....................................................48

TABELA 2 - Valores do teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF), sem intercepto e tendência para taxa Selic...........................................................................................49

TABELA 3 - Teste de causalidade de Granger entre a taxa Selic e os títulos e valores mobiliários (TVM) entre o primeiro trimestre de 2000 e o quarto trimestre de 2016...........................................................................................................................49

**SUMÁRIO**

[1 INTRODUÇÃO 8](#_Toc484350731)

[2 KEYNES, BANCOS E A LUTA PARA ESCAPAR DAS VELHAS IDEIAS 12](#_Toc484350732)

[2.1 Teoria da firma bancária 15](#_Toc484350733)

[2.1.1 Visão de Gurley e Shaw 16](#_Toc484350734)

[*2.1.2* *A “visão nova” de Tobin* 17](#_Toc484350735)

[2.1.3 *Visão pós-keynesiana* 19](#_Toc484350736)

[3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI) 24](#_Toc484350737)

[3.1 Arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação 24](#_Toc484350738)

[3.2 Regime de Metas de Inflação no Brasil 27](#_Toc484350739)

[4 Metodologia 35](#_Toc484350740)

[4.1 Causalidade de Granger 35](#_Toc484350741)

[4.2 Estacionaridade 37](#_Toc484350742)

[5 Comportamento Bancário e suas peculiaridades 38](#_Toc484350743)

[5.1 O teste de causalidade Granger 48](#_Toc484350744)

[6 CONSIDEÇÕES FINAIS 50](#_Toc484350745)

[7 REFERÊNCIAS 52](#_Toc484350746)

# INTRODUÇÃO

Com o passar dos anos e desenvolvimento do capitalismo, tanto em forma quanto tamanho, cada vez mais se torna notório o papel relevante dos bancos no cerne desse modelo econômico. O papel que o sistema bancário traz consigo, de administrador do sistema de pagamentos, fornecedor de liquidez e crédito, dentre outros, é peça fundamental para compreensão dinâmica de uma economia capitalista.

Apesar de não ter se referido de forma substancial sobre o comportamento bancário em seus trabalhos, John Maynard Keynes sempre evidenciou o papel crucial do sistema bancário na determinação do investimento, e como consequência no nível de atividade econômica. Ademais, Keynes se faz fundamental para compreensão deste estudo, pois, suas importantes contribuições sobre os pressupostos de uma economia monetária, tal como o papel da moeda na economia, a preferência pela liquidez, taxa de juros, formam a pedra angular deste estudo.

Como dito anteriormente, Keynes não abordou de forma densa o comportamento bancário, mas deixou como legado importantes contribuições, que, posteriormente, foram utilizadas na construção de uma teoria bancária baseadas em seus pressupostos, particularmente, a escola de pensamento pos-keynesiana criou uma teoria da firma bancária baseada em seus pensamentos. Além da visão pos-keynesiana, se faz necessário ressaltar outras duas visões sobre a teoria da firma bancária, a visão clássica, e a “visão nova”.

A visão clássica, desenvolvida por Gurley & Shaw (1955), entende como função principal de um banco ser mero intermediador entre os agentes superavitários e deficitários, não interferindo nas condições de financiamento da economia, pois como é apenas um intermediador, o volume de crédito ofertado depende exclusivamente dos agentes superavitários. (GUERREIRO, 2015)

A visão nova da firma bancária evolui da visão clássica e acrescenta algumas considerações, tal como o limite de crédito a ser ofertado pelos bancos não ser restringido pela disponibilidade dos agentes superavitários, já que os bancos podem recorrer a empréstimos do Banco Central, mercado interbancário ou pela venda de ativos. Mesmo que se apresente de forma mais flexível que a visão clássica, os bancos não tem capacidade de criar moeda, pois a quantidade desta é determinada exogenamente. Outro ponto diz respeito à preferência do público por determinadas instituições, interferindo no volume de depósitos à vista. Essa situação gera incertezas que levam os bancos a dividirem sua carteira de ativos em ativos líquidos (baixa rentabilidade e alta liquidez) e empréstimos e investimentos (baixa liquidez e alta rentabilidade) visando adequar seu balanço a incertezas derivadas dos depósitos à vista. (GUERREIRO, 2015)

A visão pós-keynesiana, leva em consideração um ambiente de incertezas, cujo objetivo da firma bancária é a maximização dos lucros. Os bancos sob essa perspectiva deixam de ser agentes passivos, como proposto pelas duas explicações anteriores, e passam a controlar ativamente os dois lados de seu balanço. Pelo lado do ativo, critica-se a dicotomia da visão nova que dividia os ativos em líquidos e ilíquidos, considerando que existem diversos ativos com diversos graus de liquidez, cabendo aos banqueiros administrar essa composição de acordo com seu grau de incertezas. Pelo lado do passivo, os bancos deixam de ser expectadores e passam a trabalhar de modo a modificar a estrutura do passivo utilizando taxas de juros mais altas para alongar os depósitos, além de influenciar as preferências dos depositantes através da publicidade. (PAULA; OREIRO, 2008)

Percebe-se com a leitura dos parágrafos anteriores que o fator incerteza permeia o comportamento de duas visões da firma bancária, a visão nova, em relação à preferência dos depósitos à vista, e a pós-keynesiana, que fundamenta a composição de seu balanço ativo/passivo em torno das incertezas que o futuro lhe reserva. John Maynard Keynes, através da preferência pela liquidez, trata desse tema ao considerar a moeda mais que um mero meio de troca (função neutra), considerando-a também uma forma de riqueza, ou seja, um ativo cuja principal característica é sua liquidez por excelência. Liquidez esta que se traduz aos agentes como forma de acalmar as inquietações diante das incertezas que o futuro proporciona. (CARVALHO et al, 2007)

Ao se considerar a moeda um porto seguro em meio a incertezas, torna-se racional retê-la. Dessa forma, parte da moeda deixa de circular no circuito produtivo, e, assim, a moeda influencia a economia real (produção, renda, emprego) tornando-se, portanto, não neutra. Levando-se esse fator em consideração, alterações quanto às expectativas dos agentes podem acarretar em mudanças na preferência pela liquidez destes, resultando em oscilações no produto, investimento e renda. (CARVALHO et al, 2007)

Depreende-se, portanto, que é relevante a manutenção de um ambiente econômico que proporcione segurança e previsibilidade, pois, alterações no ambiente econômico podem afetar a preferência pela liquidez dos agentes. Em um panorama brasileiro, percebe-se uma dificuldade crônica em se manter um ambiente econômico estável, que pode ser percebido pelas altas taxas de juros vigentes, historicamente, no país.

O indicativo que trouxe questionamentos e motivou essa pesquisa está no fato de que mesmo em momentos de dificuldades na economia, em que o aumento das taxas de juros gera um efeito colateral perverso na economia como um todo, o setor bancário continua com lucros elevados. Explicando de outra forma: em momentos de incertezas, quando os agentes tendem a se resguardarem, ou, preferirem a liquidez, e, consequentemente, há uma diminuição nos lucros, o setor bancário, no Brasil, consegue se destacar.

Nesse sentido, o presente estudo pretende analisar o comportamento bancário sob a ótica da preferência pela liquidez, pautado pelo seguinte questionamento: existe uma relação de causalidade entre a taxa de juros (SELIC) e a preferência pela liquidez dos bancos? Preferência pela liquidez que se retrata na quantidade de recursos destinados à aplicação de títulos e valores mobiliários (produtos que geram liquidez e baixo rendimento) em detrimento ao crédito (produto que gera baixa liquidez e maior rendimento)?

A partir desse questionamento, apresentar-se-á o referencial teórico a respeito da preferência pela liquidez e da teoria da firma bancária; assim como a descrição do regime de metas de inflação e suas peculiaridades já que é o regime monetário responsável pela determinação da taxa de juros (SELIC); além de se testar a causalidade entre taxa de juros e preferência pela liquidez dos bancos durante o regime de metas de inflação.

Esse questionamento se mostra relevante dada importância que os bancos têm em uma economia capitalista, tanto em momentos de euforia, quando se torna necessária a acomodação do crédito, que subsidia o crescimento econômico, quanto em momentos de retração, posto que, baseados na preferência pela liquidez os bancos se dirigem à liquidez e passam a retrair o crédito. Assim, é de suma importância avançar no entendimento ou questionamento sobre o comportamento dos bancos, dado sua importância para economia como um todo, além de se verificar a dimensão dos ganhos auferidos com a opção pela liquidez.

Com o intuito de se verificar se há uma relação entre preferência pela liquidez e oscilações da taxa de juros, ou ainda mais, saber se além de relações entre tais variáveis, se existe uma causalidade entre elas, será utilizado o teste de causalidade de Granger. Para subsidiar este teste serão utilizados dados trimestrais dos balancetes dos cinco maiores bancos do país, que representarão uma *proxy* da preferência pela liquidez, além de médias trimestrais dos valores da taxa Selic. O intervalo temporal utilizado para ambas variáveis será do primeiro trimestre do ano 2000 ao quarto trimestre do ano de 2016.

O trabalho se divide em cinco capítulos além desta introdução. O capitulo dois apresentará o conceito de Preferência pela liquidez, desenvolvido por John Maynard Keynes, além da teoria da firma bancária de acordo com três visões diferentes: a clássica, “visão nova” e a visão pós-keynesiana. No terceiro capítulo será apresentado o Regime de Metas de Inflação (RMI) e suas peculiaridades. No capítulo quatro será demonstrada a metodologia do teste econométrico, no quinto capítulo é apresentado a analise do comportamento bancário e o resultado dos testes econométricos, e por fim, no sexto capitulo, são apresentadas as observações conclusivas.

# **KEYNES, BANCOS E A LUTA PARA ESCAPAR DAS VELHAS IDEIAS**

Com o intuito de embasar o estudo proposto, algumas peculiaridades que rondam o cerne do comportamento bancário serão abordadas. Para tanto, John Maynard Keynes, em sua luta para “escapar das velhas ideias” (BELLUZZO, 2016), contribui de forma preponderante para construção de um arcabouço teórico, cuja participação de algumas variáveis se tornaram fundamentais na concepção ou análise da teoria econômica. Dentre essas concepções, a teoria da preferência pela liquidez é de grande valia para este estudo, pois, a partir dela é possível compreender melhor o papel da moeda, da taxa de juros e do comportamento dos agentes que se norteiam por esta concepção.

A teoria da preferência pela liquidez, formulada por Keynes (1883-1946) está inserida na obra clássica a *Teoria Geral do Emprego do juro e da moeda*, publicado em 1936. Além desta obra, é importante ressaltar a contribuição de seu trabalho anterior, o *Tratado sobre a Moeda,* publicado em 1930, que introduziu importantes considerações e que seriam posteriormente condessados na Teoria Geral (BELLUZZO, 2016). A teoria criada por Keynes refere-se a uma visão alternativa à teoria monetária clássica que é baseada na teoria quantitativa da moeda (TQM) que tem como ponto de partida a equação de trocas, em que é relacionado o volume de transações de uma economia, avaliados a preços correntes com o estoque de moeda vigente multiplicado pela taxa de circulação da moeda.

A partir dessa relação, os clássicos formulam algumas premissas relacionadas ao papel da moeda. De um lado a importância da moeda se dá na estabilidade dos preços, pois segundo eles, o nível de preços é diretamente proporcional à quantidade de moeda emitida, ou seja, quanto mais moeda emitida maior será o nível de preços. Por outro lado, a moeda não é importante no que tange à economia real (produto, emprego e taxa de juros) que são afetadas somente pela oferta, ou seja, a oferta é exógena, previamente definida. (FROYEN, 2002)

Em suma, os clássicos viam a moeda apenas como um meio de troca, pois, “o que realmente importa no processo de troca é a relação de uma mercadoria com a outra, a moeda sendo apenas um véu ou um óleo que se interpõe nesse processo e o agiliza” (AMADO, 2000, p. 44).

No que tange ao modelo clássico, importante frisar o papel da taxa de juros, já que este foi alvo de críticas por parte de Keynes e ajuda na compreensão da teoria da preferência pela liquidez. No modelo clássico, a taxa de juros se dava no ponto de equilíbrio entre o montante de fundos que os indivíduos desejavam emprestar com aqueles que os indivíduos desejavam tomar emprestados. Neste modelo, pelo lado dos demandantes de fundos emprestáveis (Firmas), a quantidade requisitada de empréstimos se daria pela expectativa de lucro de seus respectivos projetos cuja influência das taxas de juros era preponderante, pois representa o custo de se tomar os empréstimos. Dessa forma, quanto mais baixas as taxas de juros, mais lucrativos se tornariam os projetos.

Pelo lado dos ofertantes de empréstimos (poupadores), a poupança é função positiva da taxa de juros, quanto maior esta taxa maior o incentivo de abster-se do consumo e aumentar a poupança. Importante frisar que toda essa poupança era preferencialmente investida por meio de títulos, pois a moeda em si não paga juros (FROYEN, 2002).

Baseados, portanto, nestas considerações do modelo clássico, Keynes desenvolveu conceitos alternativos sobre economia monetária. Para Keynes, diferentemente dos clássicos, a moeda não é apenas um meio de troca, mas também reserva de valor devido sua capacidade de transportar riqueza no tempo. Segundo Carvalho e outros (2007, p. 46), “ela [moeda] é mais do que uma forma conveniente de estabelecer a ponte entre os fluxos de entrada e saídas de recursos, como estabelecia a teoria clássica”. Nesse sentido, a moeda transforma-se em um ativo, dotada de atributos que lhe são específica, tal como a liquidez que confere ao detentor da moeda conforto no que se refere às incertezas do futuro. Assim, quanto maior a incerteza sobre o futuro, maior deverá ser a quantidade de moeda retida pelos agentes.

Para Keynes, existem três motivos para se guardar moeda: o de transações, o de precaução e o especulativo (HANSEN, 1987). O motivo de transação funciona como pressuposto pelo modelo clássico, ou seja, para efetuar trocas pessoais e comerciais. O motivo precaução se deve ao risco de emergências repentinas ou futuras, e por último, o motivo especulação que se relaciona ao desejo de tirar proveito de mudanças no mercado, ou seja, tirar proveito baseado em uma possível habilidade em se antecipar às oscilações.

Keynes, em seu trabalho *Treatise on Money,* distinguiu dois circuitos de circulação financeira, o industrial e o financeiro. No primeiro a moeda funciona como na teoria quantitativa da moeda, ou seja, a moeda serve apenas como intermediária nas trocas dando suporte ao giro de bens e serviços produzidos na economia. No circuito financeiro, Keynes inova ao considerar a possibilidade da moeda se tornar um ativo financeiro, podendo ser usada nas operações financeiras para compra de outros ativos como ações, títulos de dívida, ou seja, ativos não relacionados ao giro da renda corrente. (CARVALHO el al, 2007)

Dessa forma considera-se uma possibilidade de vazamento da renda do circuito industrial, que acarreta na não neutralidade da moeda colocando em xeque a teoria quantitativa da moeda. Carvalho e outros (2007, p. 49) reforçam essa ideia,

a característica mais distintiva deste circuito [financeiro] é seu deslocamento da circulação de bens e serviços, já que os motivos por detrás das operações financeiras têm pouco a ver com as atividades geradoras de renda quebrando qualquer relação de proporcionalidade entre quantidade total de moeda em circulação e a renda agregada, que é a pedra angular da TQM

Na elaboração da teoria da preferência pela liquidez, Keynes criticou a visão clássica sobre a taxa de juros, segundo a qual a taxa de juros é o preço que equilibra a oferta e demanda por poupança. Keynes, por outro lado, vê a taxa de juros como uma recompensa por não se entesourar o dinheiro, ou seja, a taxa de juros não é uma recompensa pelo adiamento do consumo, mas sim porque se aplica esta poupança em ativos financeiros. (KEYNES, 2012)

Cabe aos agentes, em um primeiro momento, definir sua propensão ao consumo (parte da renda destinada ao consumo). Em um segundo momento, cabe à escolha de que forma conservar a parte não consumida da renda,

quer conserva-lo sob a forma de direito líquido imediato (isto é, dinheiro ou seu equivalente)? Ou está disposto a alienar esse direito imediato por um período específico ou indeterminado, deixando à situação futura do mercado a fixação das condições em que poderá, se necessário, converter o direito adiado sobre bens específico em direito aquisitivo imediato sobre os bens em geral? Em outras palavras, qual é o grau da sua preferência pela liquidez? (KEYNES, 2012, p 149)

Ao se ter uma percepção da visão de Keynes sobre a taxa de juros vale a pena voltar em algumas considerações sobre a relação desta com os motivos para se reter moeda. Sendo a taxa de juros a gratificação por se abster da liquidez, alterações desta taxa afeta a preferência do público. Uma redução na taxa de juros diminuiria o custo de oportunidade de se manter dinheiro entesourado para fins de precaução, além de afetar o motivo especulação, pois, uma redução na taxa de juros eleva o valor dos títulos deixando uma margem pequena para ganhos futuros. (KEYNES, 2012)

Ao se retratar que possíveis alterações na taxa de juros podem afetar as preferências dos agentes, demonstra-se que o fator incerteza permeia os agentes como um todo. Assim, a propensão a reter moeda, se deve basicamente à incerteza sobre o futuro, “a toda sorte de dúvidas vagas e estados flutuantes de confiança e coragem” (HANSEN, 1987, p. 139). Mudanças nas expectativas quanto ao futuro –inclui-se aqui, a incerteza quanto à taxa de juros futura - afetam a quantidade de moeda que o público deseja reter, afetando também a taxa de juros esperada. Assim, a cada conjunto de circunstância e de expectativas corresponderá a uma taxa de juros apropriada.

## **Teoria da firma bancária**

No que tange a introdução do papel dos bancos em uma economia monetária, importante ressaltar o papel de três visões sobre o tema. A abordagem clássica, neoclássica ou “visão nova”, e a perspectiva pós-keynesiana. Estas três perspectivas, através de suas contradições e complementos, contribuirão para a compreensão do estudo proposto.

O conceito tradicional de firma bancária, cujo papel do banco se restringe a ser mero intermediador financeiro entre agentes superavitários e deficitários foi desenvolvido por Gurley e Shaw. James Tobin aprimorou a teoria de Gurley e Shaw denominando-a de “visão nova”. A contribuição de Tobin foi ao sentido de desenvolver um modelo em que um banco comercial deixa de ser apenas um mero intermediador financeiro, buscando otimizar seu balanço de acordo com uma postura parcimoniosa devido a incerteza sobre a evolução dos depósitos em seu ativo, o que pode acarretar em problemas de liquidez. (GUERREIRO, 2015)

Já a visão pós-keynesiana, baseada no conceito de preferência pela liquidez diz que os bancos atuam tanto pelo lado do ativo adquirindo ativos líquidos visando se proteger quanto pelo lado do passivo através de inovações financeiras ou selecionando os tipos de depósito que compõem seu balanço. A possiblidade de atuar em ambos os lados do balanço relega aos bancos um papel amplificador na economia estimulando ainda mais as fases de crescimento e acentuando as retrações quando a economia encontra-se em dificuldades. (PAULA; OREIRO, 2008)

### **Visão de Gurley e Shaw**

Inicia-se a abordagem sobre a firma bancária demonstrando de forma sintética o papel básico da intermediação financeira sob a visão clássica da teoria bancária, que começa por definir três tipos de unidades econômicas baseadas em seus gastos de receitas: as de orçamento equilibrado (receita igual à despesa); as de orçamento superavitário (receitas maiores que despesa); e deficitárias (despesas maiores que receita). No que tange aos agentes deficitários, existiriam três possibilidades para se financiar as suas despesas: o autofinanciamento (utilização de recursos próprios); financiamento direto (o financiamento é feito diretamente entre as unidades superavitárias e deficitárias através de emissão de títulos); e o financiamento indireto (um agente intermediário capta recursos excedentes dos superavitários e aloca-os entre as unidades deficitárias). (GUERREIRO, 2015)

Dessa forma, os autores concluem que na ausência de intermediários financeiros o desenvolvimento econômico seria mais lento, pois, “a intermediação de intermediários financeiros no fluxo de ‘fundos emprestáveis’ eleva a taxa com que os passivos crescem em relação à renda e riqueza” (GURLEY; SHAW, apud GUERREIRO, 2015, p.10)

Outro ponto importante referente à visão destes autores, diz respeito a critica sobre a concepção dos bancos comercias serem criadores infinitos de moeda, cujo conceito está vinculado à teoria do multiplicador bancário. A concepção do multiplicador bancário descreve um processo autônomo que é acionado de acordo com variações na base monetária e no multiplicador bancário cujo resultado é a criação de moeda bancária.

A fórmula do multiplicador bancário se dá por,

(1)

em que:

D= volume de depósitos à vista

R= reserva dos bancos

r= taxa de reserva exigida pelas autoridades monetárias

=multiplicador bancário

Através dessa equação depreende-se que os depósitos à vista são gerados pela variação no nível de reservas bancárias, e que quanto maior (menor) a taxa de reservas menor (maior) será a criação (destruição) dos depósitos à vista, ou seja, o sistema bancário pode emprestar uma quantia múltipla das reservas, sujeito à manutenção de um nível estabelecido ou imposto pela autoridade monetária. (PAULA, 2014)

Dessa forma, segundo os clássicos, os bancos comerciais funcionam de forma monopolista, em que todo pagamento e recebimento são executados através deste banco, e todo empréstimo concedido pelo banco volta de forma integral ao seu balanço na forma de depósitos. Assim, “o banco comercial pode criar moeda com um simples movimento em seus registros, por exemplo, através de uma mera penada de seu presidente aprovando a concessão de um empréstimo” (TOBIN, apud PAULA, 1999, p. 327). Gurley e Shaw, não concordam com o papel de destaque dos bancos comerciais, alegando que este é apenas mais um entre outros tantos intermediários financeiros e que sua capacidade de criar crédito está ligada aos fundos emprestáveis, ou seja, estritamente dependente dos agentes superavitários. (GUERREIRO,2015)

Dessa forma,

...seu comportamento pouco afeta a determinação das condições de financiamento da economia. Os bancos comerciais funcionam, assim, apenas como uma correia de transmissão que intermedia a relação entre as autoridades monetárias e os agentes não-financeiros.” (PAULA, 1999, p.324)

Ou seja, o papel de um banco comercial é o de mero intermediador, neutro na economia.

### ***A “visão nova” de Tobin***

Da mesma forma como Gurley e Shaw, Tobin é um critico da teoria do multiplicador bancário cujas características foram explicadas no tópico anterior. A esta teoria, Tobin denominou de “visão velha” do multiplicador bancário (PAULA, 1999). Tobin direciona algumas críticas à “visão velha” (GUERREIRO 2015). A primeira diz respeito ao fato desta visão tratar o conjunto dos bancos comercias como um único ente, um monopólio bancário. Dessa forma todo empréstimo concedido voltaria integralmente ao mesmo banco sob a forma de depósitos bancários. Neste ponto, ao se considerar um banco comercial de forma individual, não se pode afirmar que os empréstimos concedidos retornem em sua integralidade ao balanço do mesmo banco,

só uma parte dos recursos criados pelos empréstimos retornam sob a forma de depósitos bancários, sendo que a outra parte pode ser distribuída entre diferentes alternativas de aplicações existentes, oferecidas pelas instituições financeiras bancárias e não-bancária (PAULA, 1999, p.328)

Outro ponto referente à determinação dos volumes de depósitos diz respeito ao fato dos bancos não estarem limitados por quaisquer quantidades dadas de reserva, uma vez que podem recorrer aos empréstimos do banco central, mercado interbancário ou pela venda de ativos. Além disso, mesmo que a hipótese de um banco monopolista fosse crível, o mesmo poderia perder parte do fluxo de depósitos para eventuais fugas de capitais para o exterior e da quantidade de moeda que o público desejasse reter em seu poder (GUERREIRO, 2015). Importante ressaltar, que mesmo considerando o fato dos bancos não estarem limitados pelas quantidades de reserva, ou seja, os bancos podem criar moeda privada sob a forma de depósitos à vista, este ainda não é capaz de criar moeda, pois considera “a oferta de moeda como determinada exogenamente pelo Banco Central, que administra a base monetária por meio de controles quantitativos” (GUERREIRO, 2015, p.16)

Uma outra crítica de suma importância diz respeito às preferências do público na determinação do volume dos depósitos à vista. Tobin citado por Guerreiro (2015, p.16),

divide o público entre tomadores e emprestadores de recursos, cada qual com as suas respectivas preferências de portfólio, com os primeiros desejando se endividar para adquirir novos ativos e os últimos desejando aplicar parte da sua riqueza em ativos com baixo risco de *default.*

Para os bancos, os empréstimos concedidos aos tomadores são enquadrados como ativos enquanto seu passivo é constituído pelos ativos dos emprestadores de recursos. Dessa forma a essência da “visão nova” tem o propósito de,

satisfazer simultaneamente as preferencias de portfólio de agentes econômicos deficitários e superavitários, ao mesmo tempo em que procuram maximizar a sua rentabilidade, por meio da administração de seus ativos e passivos (GUERREIRO, 2015, p. 17).

O equilíbrio competitivo do banco, portanto, se dá no ponto em que o tamanho do seu ativo está de acordo com o tamanho do seu passivo, ou, “no ponto em que a receita marginal dos ativos se igualasse ao custo marginal das obrigações” (PAULA, 1999, p.328).

Ao se levar em conta o objetivo do banco de equilíbrio competitivo, em conjunto com o pressuposto de que o passivo dos bancos depende da preferência do público, introduz-se uma nova forma de ver a firma bancária. Devido a incertezas quanto ao lado do passivo, o banco está sujeito ao risco de ocorrência de uma redução súbita e inesperada do volume dos depósitos podendo gerar um problema de liquidez. Dessa forma, os bancos sob a “visão nova” buscam não apenas serem intermediários entre agentes superavitários e deficitários, mas também um modo de adequarem seu ativo de acordo com a incerteza gerada pelo lado do passivo.

Portanto, cabe aos bancos escolher entre “um conjunto de ativos rentáveis e com baixa liquidez (empréstimos e investimentos) e outro conjunto de ativos com baixa rentabilidade e alta liquidez (ativos defensivos)” (OREIRO, 2005, p.102). Nesse cenário, o banco estaria disposto a manter ativos menos rentáveis em seu balanço com o intuito de se proteger contra as incertezas.

Por fim, depreende-se que o setor bancário, sob a ótica da “visão nova”, não é um determinante da atividade econômica dado que sua atitude é de simplesmente ajustar-se passivamente as condições estruturais promovidas em outro lugar, ou seja, seu balanço é resultado direto das decisões tomadas por outros agentes, sendo os valores, principalmente pelo lado do passivo, determinados externamente, evidenciando assim, uma falta de preferência por parte dos bancos. (DE PAULA, 2014)

### ***Visão pós-keynesiana***

Para a compreensão da visão pós-keynesiana da firma bancária é preciso ter em mente alguns conceitos vistos anteriormente, ou, conceitos de economia monetária, cujas principais características residem na incerteza quanto ao futuro, que envolve o processo de tomada de decisões, além da não neutralidade da moeda, que passa de um mero meio de troca a um ativo que transporta riqueza no tempo. Tais preceitos afetam os motivos e decisões dos diversos agentes de uma economia através da preferência pela liquidez que, como consequência, influencia as decisões quanto ao investimento, afetando assim a renda, produto e o emprego agregado. (GUERREIRO, 2015)

Os bancos, como qualquer outra firma capitalista, buscam a valorização de seu capital em um ambiente de incertezas, tomam decisões de investimento baseadas na preferência pela liquidez, direcionando seu portfólio de acordo com suas expectativas quanto ao futuro. Dessa forma, os bancos não são “apenas intermediários passivos de recursos, são criadores de créditos, na existência ou não de depósitos prévios, em virtude da criação da moeda bancária”. (FRAGA, 2009, p.156).

Cabe aos bancos, então, enfrentar uma escolha básica entre realizar compromissos via cessão de crédito ou preservar a flexibilidade de forma a privilegiar a liquidez de seu ativo. A concessão de crédito por parte do banco leva em conta além da capacidade de gerar caixa por parte do tomador – fluxo de moeda que seria suficiente para atender seus compromissos, a capacidade de manutenção do valor dos colaterais – títulos reais, promissórias que são dadas em garantia em um empréstimo. Em suma, a variação do desejo de se conceder crédito gira em torno dessas duas possibilidades, projeto de investimento e valor do colateral. (PAULA, 2014)

A volatilidade dessas expectativas, acrescida da preferência pela liquidez dos bancos, acarretam flutuações na oferta de crédito e, consequentemente, no nível de produto e renda da economia, ou como reforça MINSKY, citado por PAULA, (2014, p.26), “este ativismo do banqueiro afeta não apenas o volume e distribuição do financiamento, mas também o comportamento cíclico dos preços, da renda e do emprego”.

A firma bancária, como qualquer outro agente econômico opera sob restrições e incertezas inerente a todos, às vezes até maiores devido sua atividade de cunho especulativo, ou melhor, de transformadora de maturidades. A incerteza, no que tange a formação de expectativas e tomada de decisões, tem papel crucial, pois, “o banco deve tomar uma posição ativa com retorno estocástico, como deve financiar esta posição com uma base de passivo de composição incerta”. (PAULA, 2014, p.27)

Conforme dito anteriormente, os bancos buscam conciliar lucratividade com sua preferência pela liquidez, e, dessa forma, a composição do seu ativo é norteada por esses princípios. Mas, diferentemente da dicotomia proposta pela “visão nova” da firma bancária entre ativos líquidos versus ilíquidos, os pós-keynesianos não consideram essa divisão satisfatória (OREIRO, 2005). Não se trata apenas de compensar a acumulação de ativos pagantes mais ilíquidos pela retenção de ativos completamente líquidos que não ofereçam qualquer remuneração, mas sim de graus de liquidez associados aos diversos tipos de ativos ao alcance dos bancos.

Estas escolhas variam de acordo com o grau de incerteza quanto ao futuro sentido pelos banqueiros. Keynes citado por Paula e Oreiro (2008, p. 13) diz que,

quando, por exemplo, [os banqueiros] sentem que um movimento especulativo ou um boom de comercio pode estar chegando a uma fase perigosa, eles examinam mais criticamente a segurança por trás de seus ativos menos líquidos e tentam se mover, até onde podem, para uma posição mais liquida

Quando as expectativas são desapontadas, o banco tende a reduzir seu grau de transformação de maturidade, passando assim a privilegiar o “amor ao dinheiro” (BELUZZO, 2016), ou seja, a liquidez. De modo geral, quando a avaliação futura do banco quanto ao retorno dos empréstimos, valor dos colaterais exigidos, e da perspectiva da taxa de juros futura passa a ser desfavorável, a composição dos ativos bancários tendem a privilegiar a liquidez, já que a manutenção de ativos líquidos possibilita aos bancos manter um leque de opções, pois, além de proteção, a liquidez proporciona a possibilidade de se especular no futuro. (PAULA 2014)

Partindo-se da incerteza gerada pelo passivo bancário (depósitos à vista), cabe ao banco escolher a composição de seu ativo para gerar renda o suficiente para suprir os saques de seus depositantes. Depreende-se então que “o poder de disposição de um ativo se torna sua mais importante qualidade” (PAULA; OREIRO, 2008, p.14) e dessa forma, o valor de um ativo sob o olhar de um banqueiro dependerá da composição de seu passivo. Se seu passivo possuir apenas depósitos à vista, ou seja, um grande grau de incerteza, dado que estes possuem grande imprevisibilidade sobre suas retiradas, o prêmio pago aos ativos de maior liquidez será maior.

Em momentos de euforia na economia, pressupõe-se, de forma geral, o surgimento de projetos de investimentos mais rentáveis, além de uma menor possibilidade de desvalorização dos colaterais, o que leva a uma aceitação maior por parte dos bancos no que se refere à cessão de crédito – menor preferência pela liquidez em outras palavras. Em momentos de euforia “a oferta de crédito por parte do sistema bancário é normalmente elástica o suficiente para satisfazer a demanda por crédito dos agentes não financeiros” (PAULA, 2014, p.38). Já em momentos de queda na economia, em geral, os retornos dos projetos passam a apresentar perspectivas mais nebulosas, juntamente com os valores dos colaterais. Dessa forma, após um espaço de tempo, os bancos começam a modificar a liquidez contida em seu ativo passando a rejeitar projetos e colaterais que anteriormente seriam aceitos. Em resumo, “a incerteza acerca da validade dos valores da riqueza real e financeira lança o conjunto da economia na busca da liquidez, alterando a composição dos portfólios” (BELLUZZO, 2016, p.68)

Olhando novamente o lado do passivo, cabe a este as decisões sobre os tipos de obrigações que sustentarão seu ativo, inclusive o grau de alavancagem (proporção do patrimônio líquido). E assim, diferentemente da “visão nova”, a abordagem pós-keynesiana não aceita a tese de que os bancos recebem passivamente depósitos de acordo com as preferências individuais dos clientes. Na abordagem pós-keynesiana

os bancos são vistos como agentes ativos que administram dinamicamente os dois lados de seus balanços. Isto significa que eles não tomam o seu passivo como dado, na medida em que procuram influenciar as preferências dos depositantes por meio do gerenciamento das obrigações e da introdução de inovações financeiras (PAULA, 2006, p.87)

Cabe aos bancos, portanto, a iniciativa de modificar a estrutura de seu passivo, que pode ser obtido,

através do manejo das taxas de juros dos depósitos a prazos, ainda, de outras formas indiretas de estimulo a um redirecionamento do comportamento do público, como publicidade, fornecimentos de garantias especiais aos depósitos, oferecimento de presentes e prêmios aos clientes, criação de novos e atrativos tipos de obrigações etc. (PAULA, 1999, p.25)

A busca por uma estratégia mais agressiva da firma bancária refletida na busca por ativos mais rentáveis, passa pela necessidade de adequar seus passivos de modo a se evitar descasamentos (problemas de liquidez), ou mesmo de que sejam capazes de contornar as exigências de reserva estabelecidas pelo banco central. Dessa forma, se mostra necessário busca constante por *inovações financeiras*, isto é “novos produtos e serviços ou uma nova forma de ofertar um produto já existente” (PAULA, 2014, p.42).

Quanto à capacidade de contornar as exigências do Banco Central, as inovações financeiras podem criar obrigações financeiras sob a forma de quase moeda, isto é, obrigações que consomem reservas em diferentes proporções junto ao Banco Central. Assim, em momentos de política monetária restritiva os bancos através de inovações podem contornar as exigências de reserva junto ao Banco Central podendo dessa forma ser mais responsivo à demanda de crédito por parte dos agentes em geral, isto é, o crédito pode se “expandir endogenamente de modo a atender às demandas por empréstimos do público, desde que seja rentável para as instituições financeiras” (PAULA, 2014, p.43)

Infere-se, conforme discutido no parágrafo anterior, que existe uma limitação quanto à capacidade do Banco Central de controlar a quantidade absoluta de moeda na economia, pois influencia apenas de forma indireta o volume de intermediação financeira, que se dá através da manipulação da taxa de juros – que se reflete no preço dos empréstimos, e do nível de reservas bancária – através do multiplicador bancário. Cabe aos bancos, portanto, a quantidade total de moeda ofertada na economia, que é resultado da ponderação quanto à rentabilidade de seus ativos e a disponibilidade de reservas ou apetite de se expandir moeda endogenamente, além, é claro, da demanda por financiamentos. (PAULA, 2014)

Verifica-se o papel da administração de balanços analisando alguns momentos do ciclo econômico cujos bancos podem ampliar o crescimento econômico nas fases expansivas, como pode acentuar a desaceleração nas fases de crise (PAULA et al, 2007). Nas fases expansionistas, os bancos, na busca de maior lucro, aceitam um maior risco, investindo assim em ativos de maior duração (que proporcionam maior retorno financeiro) conjuntamente com uma modificação no passivo, buscando aumentar não apenas os recursos captados com o público, mas também os tipos de obrigações, através de inovações financeiras. (FRAGA, 2009)

O objetivo dessa alteração no passivo é a de sustentar a alavancagem das operações ativas, já que com maior volume de depósitos e um maior alongamento destes e possível economizar recursos próprios aumentando assim a capacidade de atender a expansão de crédito.

Já nas fases de retração econômica os bancos cumprem o papel de amplificar o quadro de crise, pois passam a mudar sua postura através da preferência pela liquidez modificando sua estrutura de balanço passando a direcionar seus recursos a ativos mais líquidos e menos rentáveis. Ao adotar tal postura os bancos passam a não acomodar a demanda por crédito, agravando ainda mais o cenário de crise (FRAGA, 2009).

# **REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI)**

Para compreender o comportamento bancário no Brasil, tendo em vista a ótica da preferência pela liquidez é de suma importância apresentar o regime monetário vigente, que no caso do Brasil é o regime de metas de inflação (RMI). Partindo-se de uma perspectiva keynesiana de economia monetária de produção, na qual o fator incerteza permeia a tomada de decisões dos agentes, o RMI, no Brasil e em vários países, tem papel fundamental, pois é o regime que afeta diretamente algumas das variáveis chave da economia, como por exemplo a taxa de juros, e a inflação.

No Brasil, durante a vigência do RMI percebe-se uma crônica dificuldade de se alcançar o principal objetivo, a meta de inflação, mesmo utilizando-se de elevadas taxas de juros. A grande oscilação na taxa de juros é um dos pontos fundamentais para a compreensão deste trabalho, pois se verificará o impacto desta sobre a preferência pela liquidez dos cinco maiores bancos do país.

## Arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação

Após algumas décadas de domínio do pensamento keynesiano e após a contra-revolução monetarista, encabeçada por Milton Friedman, surge uma nova ruptura no pensamento macroeconômico chamada de “revolução das expectativas racionais” (MODENESI, 2005, p.137). Tal ruptura se notabiliza por questionar elementos teóricos de ambas as escolas citadas anteriormente, com destaque para a crítica quanto às expectativas adaptativas e a aversão quanto ao imperativo intervencionista keynesiano, e tem como expoentes Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace. (CARRARA; CORREIA, 2012)

Antes de se aprofundar no conceito de expectativas racionais, importante discorrer sobre o conceito que o antecede, as expectativas adaptativas. Tanto os conceitos de expectativas racionais quanto adaptativas compartilham de uma perspectiva de taxa natural de desemprego, ou seja, “uma taxa de desemprego que incorpora as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens” (CARVALHO et al, 2007, p.114). A taxa corrente de desemprego, portanto, corresponde a taxa natural de desemprego quando o conjunto de trabalhadores (empregados ou não) está desfrutando de satisfação plena.

No que se refere às expectativas adaptativas, os trabalhadores formam expectativas quanto aos preços baseados em informações sobre o passado, ou seja, o preço no período T, é igual ao preço no período T-1. Partindo-se então de uma situação de equilíbrio, em um movimento de expansão monetária os empresários poderiam oferecer uma maior remuneração o que resultaria em uma diminuição do desemprego, pois aumenta o custo de oportunidade dos trabalhadores em relação ao lazer. Pelo lado dos trabalhadores, esse aumento de salário nominal será entendido como um aumento real, pois em suas expectativas o preço em T é igual a T-1. Contudo, quando o trabalhador vai ao mercado gastar seu salário percebe que houve um aumento generalizado de preços devido à expansão monetária, e que no final das contas, seu aumento de salário não proporciona a possibilidade de se adquirir mais bens, isto é, sua satisfação não evoluiu com o aumento de salário. Ou seja, o trabalhador sofre de uma *ilusão monetária.*

Quando o trabalhador percebe que sua satisfação não foi aumentada, aquela parte que ingressou no mercado de trabalho devido ao aumento nominal do salário volta a preferir o lazer, retirando-se do mercado de trabalho. Portanto, em suma, um aumento da expansão monetária tende a modificar o nível de desemprego apenas no curto prazo e por um breve período de tempo, tendo como resultado apenas o aumento do índice de preços.

Já no campo das expectativas racionais, destaca-se a ideia de que “os agentes econômicos maximizam a utilização de toda informação disponível ao formarem suas expectativas” (MODENESI, 2005, p.141). Dessa forma, como os agentes possuem a capacidade de maximizar as informações, a expectativa subjetiva com relação à inflação coincide com a esperança matemática objetiva dessa mesma variável. Isso não quer dizer que os agentes têm a capacidade de prever o futuro perfeitamente, mas sim que os agentes não cometem erros sistemáticos ao formarem sua expectativa; diferentemente da teoria das expectativas adaptativas.

Se por ventura, houver erro sistemático, os agentes aprenderiam com o erro e reparariam sua expectativa, mas na média a expectativa de inflação converge para a inflação realizada. A hipótese pode ser formulada da seguinte maneira.

= *Pt + E (2)*

A expectativa de inflação é igual à própria taxa de inflação mais seu erro aleatório, que possui média zero e variância mínima, além de ausência de auto correlação. Depreende-se, portanto, que se as variáveis aleatórias são independentes a realização de uma delas não gera informação precisa sobre a outra, ou seja, um erro positivo em um momento não traz informação sobre o erro no próximo período, se negativo ou positivo.

Diferentemente da teoria das expectativas adaptativas, que formava sua expectativa baseada em informações do passado e que possibilitava o surgimento de erros sistemáticos; a teoria das expectativas racionais considera que a formação de erros não são sistemáticas, e dessa forma, “a regra de formação das expectativas racionais constitui a maneira mais precisa e eficiente de eles [agentes] elaborarem suas previsões” (MODENESI, 2005, p.145). De forma prática, ao se considerar agentes que maximizam a informação e que ela é passível de interpretação a todos, um aumento da oferta de moeda anunciada pelo governo representa apenas um sinal de que salários e preços irão aumentar. Sendo assim, os agentes maximizadores de informação antecipariam os aumentos, elevando os preços e salários da economia, sem aumentar nenhuma vaga de emprego, mantendo a taxa de emprego em sua taxa natural. Isto é, a política monetária expansionista será nula para alterar as variáveis reais da economia.

O único modo de causar efeito nas variáveis reais da economia seria a partir das consecutivas frustrações dos agentes quanto às suas expectativas, ou seja, os agentes esperam uma possível expansão monetária e o governo não segue tal expectativa. Qualquer decisão que afaste a economia do nível natural é em decorrência de divergências nas expectativas. (FROYEN, 2002)

Não cabe à autoridade monetária influenciar o nível de emprego e produto, visto que os agentes se antecipariam e a medida seria inócua. O resultado desta intervenção seria apenas um ambiente de incertezas e inflação.

O regime de metas representa o compromisso da autoridade monetária de perseguir uma meta de inflação baixa e estável por meio de uma estratégia de condução da política monetária pautada em regras previamente estabelecida aos agentes do mercado, com o objetivo de não surpreendê-los na condução de sua política. (CARVALHO apud, 2009, p. 16).

Outro ponto importante quanto às implicações da teoria das expectativas racionais diz respeito ao viés inflacionário, e a inconsistência temporal da política econômica. Entende-se por estes termos uma espécie de jogo em que a autoridade monetária deve anunciar uma determinada taxa de crescimento do estoque monetário. Dessa forma, cabe aos agentes racionais formularem sua expectativa de acordo com o anunciado pela autoridade monetária. Após a formulação das expectativas por parte dos agentes, cabe à autoridade monetária cumprir ou não cumprir (trair) o que foi divulgado. Assim,

quando a política monetária é conduzida de forma discricionariamente, ou seja, a autoridade monetária é incentivada a trair e não adotar os parâmetros de política monetária previamente anunciados, há um viés inflacionário. (CARRARA; CORREIA, 2012, p. 444)

Devido ao fato dos agentes racionais deduzirem a possibilidade de condução discricionária por parte da autoridade monetária a credibilidade da referida política fica em xeque. É nesse contexto que nasce o argumento a favor da adoção de regras de política monetária, que por sua vez é o embrião do regime de metas de inflação.

Assim, o regime de metas inflacionárias se torna uma forma de condução da política monetária em que um determinado governo ou parlamento anuncia uma meta para inflação durante um período e cabe ao Banco Central perseguir essa meta. Essa estratégia visa levar maior transparência para a condução da política monetária juntamente com a busca por uma maior eficiência dos canais de comunicação entre o Banco Central e os agentes formadores de expectativas. Como resultado, essas metas podem coordenar a formação de expectativas inflacionárias, servindo assim como uma âncora nominal para a inflação atual e expectativas futuras. (CARRARA; CORREIA, 2012)

## Regime de Metas de Inflação no Brasil

Em 4 de março de 1999, após a derrocada do regime monetário de metas cambiais, assume a presidência do BCB Armínio Fraga Neto, e já em sua primeira reunião à frente do Comitê de Política Monetária (COPOM), iniciaram-se mudanças instrumentais tendo em vista a introdução do Regime de Metas de Inflação (RMI). Entre as mudanças iniciais, a adoção de uma meta para a Taxa Selic - em substituição ao modelo anterior de bandas de flutuação -, além da sinalização do viés da taxa de juros – modelo utilizado pelo Federal Reserve Bank, cujo intuito é demonstrar o direcionamento da taxa de juros -, subsidiou a caminhada para a adoção do RMI. (MODENESI, 2005)

Diante da turbulência causada pelo abandono do regime de metas cambiais, tendo em vista expectativa de elevação da inflação ocasionada pela desvalorização cambial, o COPOM decidiu fixar a meta da taxa Selic em 45% a.a, demonstrando que a meta de inflação passaria a ser a nova âncora nominal da economia brasileira. A 33° reunião do Copom, em março de 1999 deixou evidente o compromisso público com a estabilidade de preços,

Dadas às expectativas de trajetória ascendente da inflação, o nível atual da taxa de juros foi considerado abaixo do desejado. Ponderou-se, também, que a volatilidade da taxa de câmbio exigia a atuação da autoridade monetária[...] Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir a sociedade que a economia não opera sem uma âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação. (BCB, apud Modenesi, 2005, p.360)

Em 1° de julho de 1999 o RMI foi formalmente adotado sob o Decreto Presidencial n° 3.088. Dentre os principais pontos estão: (i) determinar metas para inflação baseada em variações anuais de algum índice de preço conhecido; (ii) deixar a cargo do Conselho Monetário Nacional (CMN) a determinação das metas de inflação assim como seus respectivos intervalos de variação; (iii) independência de instrumentos para o BCB cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). (CARRARA; CORREIA, 2012)

No Brasil, as metas de inflação são propostas pelo ministro da fazenda, mas decididas e anunciadas pelo CMN, que é constituído pelos Ministros da Fazenda, Planejamento e Presidente do Banco Central, com um intervalo de um ano e meio de antecedência. Além do centro da meta de inflação, medido pelo índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), o CMN é responsável por determinar o intervalo de tolerância da inflação com o intuito de dar alguma flexibilidade à politica monetária. Entretanto, a responsabilidade operacional pelo cumprimento das metas fica sob responsabilidade do Banco Central, cujas decisões de políticas monetária são tomadas pelo comitê de politica monetária (COPOM), que é composto pela diretoria do Banco Central que se reúne periodicamente a cada 45 dias para determinar o direcionamento que considera adequado para a taxa de juros SELIC. (CARVALHO et al, 2007)

A meta de inflação pode ser considerada cumprida quando o índice acumulado de preços escolhido pelo CMN fica dentro da faixa de tolerância estabelecida anteriormente. Quando a meta não é alcançada, cabe ao presidente do Banco Central escrever uma carta aberta direcionada ao ministro da Fazenda explicando o porquê do não cumprimento, bem como as medidas necessárias para trazer a inflação de volta a seu intervalo, além do prazo necessário para que isto ocorra. (CARRARA; CORREIA, 2012)

Com o intuito de melhorar a comunicação entre o BCB e o público, e assim tornar mais transparente a condução da política monetária de forma a aumentar a possibilidade de monitoramento e avaliação por parte dos agentes econômicos foi criado o *Relatório de Inflação*. Com publicação trimestral, o Relatório apresenta “(i) os objetivos, as limitações e as medidas de política monetária tomadas pelo BCB; (ii) os resultados de medidas pretéritas; e (iii) a avaliação prospectiva do comportamento da inflação”. (MODENESI, 2005, p.362)

Quanto à funcionalidade do regime de metas, os *policy-makers* possuem um grande leque de aspectos operacionais para determinar: utilização do índice cheio ou núcleo de inflação para definição das metas; a determinação de uma meta pontual ou de intervalo de tolerância; o estabelecimento do período de convergência da inflação à meta dentre outros. Entende-se que,

a escolha de cada uma dessas opções pode dar aos bancos centrais uma roupagem específica. Por exemplo, elas podem ser restritivas, na medida em que o [regime de metas] é estabelecido com forte ênfase no cumprimento da meta, a despeito dos custos de convergência. (SQUEFF; OREIRO; PAULA; 2009, p. 9).

No Brasil, diferentemente de outros países que também utilizam o RMI, não se utiliza de algum parâmetro do núcleo de inflação. Tal medida ajuda a isolar o efeito de choques temporários. Esse modo de cálculo exclui ou confere menor importância às variações causadas por fatores temporários ou casuais na composição do índice, de forma a se obter o real comportamento da inflação, isto é, variações que sejam consistentes com o comportamento de toda a economia, e não apenas fatores localizados. Com o intuito de passar maior credibilidade, tendo em vista uma possível desconfiança quanto à dimensão dos expurgos, os *policy-makers* brasileiros preferiram utilizar um índice cheio, no caso, o IPCA. (TOMBINI; BOGDANSKI, 2000)

De acordo com a ideia por trás do RMI, o BCB deve assegurar o cumprimento da meta em relação à variação do IPCA fixada pelo Conselho Monetário Nacional. Para se alcançar esse objetivo o BCB utiliza principalmente da definição de uma meta para a taxa de juros Selic, que por sua vez é alcançada através do gerenciamento diário de Liquidez. Como existe defasagem – espaço de tempo em que a taxa a Selic realmente afeta o IPCA – o Banco Central atua de maneira prospectiva, isto é, a Selic é calibrada de acordo com as expectativas futuras dos agentes quanto à variação do IPCA. Assim, quando a trajetória de inflação está acima da meta, eleva-se a taxa de juros; de modo contrário quando a trajetória está abaixo da meta.

Com o intuito de se apresentar alguns conceitos sobre a taxa de juros, importante discorrer sobre algumas ferramentas que o Banco Central dispõe. Dentre as principais, estão o compulsório, redesconto e as operações de mercado aberto (*open market*). O compulsório é um recolhimento obrigatório sob a forma de reserva bancária que cada banco é obrigado a manter no Banco Central sendo calculado como um percentual sobre o total de depósitos que cada banco tem sob sua responsabilidade. Dessa forma, ao se estipular uma quantidade obrigatória para se manter em reserva o Banco Central controla a liquidez da economia através da limitação dos recursos que podem ser oferecidos aos tomadores de empréstimos. (CARVALHO et al, 2007)

Já a taxa de redesconto, ou assistência financeira de liquidez, são empréstimos disponibilizados pelo Banco Central com o intuito de suprir a falta de recursos das instituições financeiras em situações de estresse. Já as operações de mercado aberto são o instrumento mais eficaz para gerenciar a liquidez, pois atuam diretamente sobre as reservas bancárias e estão intrinsicamente ligada à taxa de juros SELIC, “pois o sinal do rumo da política [monetária] é enviado por intermédio da divulgação da taxa de juros pela qual foram negociados os títulos ou reservas entre o Banco Central e o mercado” (CARAVLHO et al, 2007, p. 177).

Em uma economia há uma enorme variedade de taxas de juros (poupança, financiamento etc.) além de várias maturidades (longo prazo, médio e curto). O Banco Central controla diretamente a taxa de curto prazo, Selic, que é a taxa de juros primária (afeta diretamente as taxas de curto prazo, e indiretamente as taxas de longo prazo) estabelecida no mercado de reservas bancária, isto é, a Selic afeta o custo no qual os bancos comerciais incorrem ao tomar emprestado reservas bancárias por um dia (overnight).

A formação da taxa de juros é feita da seguinte forma: Os bancos com carteira comercial possuem uma espécie de conta corrente no Banco Central. Nessa conta são depositados recursos para cobrir obrigações junto ao Banco Central (compulsórios), além de pagamentos aos demais bancos, saques e cheques emitidos por seus correntistas. Ao final de cada dia existem bancos superavitários e deficitários, que por sua vez emprestam recursos entre si visando suprir necessidades opostas. Entretanto, dificilmente o resultado desse ajuste é zero, pois, sobras e excessos de recursos não se compensam mutuamente. (MODENESI, 2005)

Assim, caso um banco esteja deficitário e não houvesse recurso de outro banco para cobri-lo, haveria uma elevação brusca na taxa de juros, pois o banco deficitário pagaria uma taxa além da vigente para fechar seu saldo diário. Caso contrário, se um banco estiver com recursos em excesso ao final de um dia e não consegue encontrar demanda para este recurso, ele estaria disposto a aceitar uma taxa de juros menor que a estipulada pelo Banco Central para fechar seu saldo (uma taxa de juros menor é melhor que não ter seu recurso remunerado). Para evitar essas oscilações na taxa de juros, o Banco Central intervém diariamente suprindo ou recolhendo recursos. Assim, ao se estipular uma meta para a taxa de juros Selic o Banco Central age controlando a liquidez de forma que a taxa de juros estipulada mantenha-se dentro de seu intervalo. Já o controle diário, é feito através de operações de open Market, na qual o Banco Central compra ou vende títulos públicos para, respectivamente, retirar recursos em excesso ou criar liquidez necessária. (MODENESI, 2005)

Com as devidas explicações sobre a taxa de juros, fica o questionamento sobre como a taxa de juros, Selic, impacta a taxa de inflação? Segundo Modenesi, (2005, p.367)

Existem fundamentalmente cinco canais por meio dos quais a política monetária pode afetar a variação do nível geral de preços (i) a estrutura a termo da taxa de juros; (ii) a taxa de câmbio; (iii) as expectativas; (iv) o crédito; e (v) o preço dos ativos

Variações na taxa Selic influenciam os canais anteriormente referidos, e estes influenciam a demanda agregada, que por sua vez atinge o nível geral de preços. As decisões de investimento e de consumo de bens estão ligadas, dentre outros fatores, à taxa de juros. Assim, um aumento na taxa de juros Selic tende a afetar a estrutura a termo da taxa de juros encarecendo ou inviabilizando os projetos de investimento ou consumo de bens duráveis. Com relação à taxa de câmbio, oscilações na taxa Selic tendem a influenciar fluxos de capitais externos, que por sua vez alteram o valor do câmbio. Essa alteração reflete-se no IPCA, pois na composição deste índice há influência relevante do câmbio.

O canal das expectativas é afetado, pois alterações na taxa básica de juros influenciam as expectativas quanto ao futuro da economia, que por sua vez afetam as decisões dos agentes quanto ao investimento, poupança e consumo. Alterações na taxa de juros tendem a afetar o volume de reservas bancárias, que por sua vez impactam o volume de crédito.

Por último, variações na taxa de juros impactam o preço dos ativos, pois alteram o estoque de riqueza dos agentes econômicos, que por sua vez influenciam nas decisões de consumo. Uma redução na taxa de juros, por exemplo, visa estimular o crescimento econômico que se reflete no aumento de expectativa de lucro das empresas. Ao afetar essa expectativa, os preços das ações sobem afetando o volume de riqueza financeira.

Na prática, o RMI, desde sua implementação em junho de 1999, tem demonstrado dificuldade em cumprir as metas preestabelecidas. Mesmo com uma política monetária consideravelmente restritiva com a manutenção de elevadas taxas de juros, os resultados sobre a estabilidade de preços se mostram limitados.

(...) nos 16 anos de existência do regime de metas de inflação (1999-2014), o Brasil só conseguiu alcançar o centro da meta quatro vezes (em 2000, 2006, 2007 e 2009). Na maior parte dos casos, a meta foi cumprida, mas ficou mais próxima do teto máximo de tolerância do que do centro da meta. (NASSIF, 2015, p. 430).

O gráfico a seguir ilustra o comportamento do IPCA desde o início do RMI, em que é perceptível a dificuldade de se alcançar o centro da meta.

Gráfico 1 - Regime de metas de Inflação, 1999 - 2016

**Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.**

Uma das explicações para esta ineficiência está no uso do índice de preço para se medir a inflação, no caso do Brasil o IPCA. Argumenta-se que ele não reflete de forma precisa o aumento dos preços que ocorre no mercado, pois é composto principalmente por preços administrados, cerca de 30% (CARVALHO et al, 2007). Por preços administrados, entende-se que “de alguma forma é determinado ou influenciado por um órgão público; [preços administrados] variam independentemente das condições de oferta e demanda” (BACEN, apud CARVALHO et al, 2007,p. 153).

Dessa forma, o uso da principal ferramenta para controlar a inflação torna-se limitado, uma vez que parte considerável do IPCA não é sensível à taxa SELIC, já que os preços administrados, em sua maioria são determinados por contrato e geralmente possuem gatilhos de reajuste baseados em índices de preços. Dessa forma, se torna necessário o uso de elevados choques na taxa de juros de modo que o restante do IPCA compense a insensibilidade dos preços administrados. (MENDONÇA, 2007)

Outra explicação quanto à ineficiência da política monetária é dada por Marques e Fochezatto, consultado em Modenesi (2012). Segundo os autores, existe um canal de custos associados à política monetária. Admitindo-se que os preços são determinados por uma regra de *mark up* sobre os custos de produção, um aumento na taxa de juros, consequentemente, refletiria sobre o custo de produção levando o empresário a repassar o aumento do custo para os preços. Dessa forma, o intuito de se utilizar a taxa de juros para se gerar um efeito depressivo nos preços, acaba por gerar um efeito oposto. (MODENESI, 2012)

Paula (2011) cita outra limitação relacionada à indexação de títulos públicos à Selic (LFT). Isso faz com que a mesma taxa, que é usada para fins de política monetária, remunere parte da dívida pública. Assim, um aumento na taxa de juros encarece a rolagem da dívida. O encarecimento da dívida pode gerar uma desconfiança quanto à solvência do Estado, e, por conseguinte, ter que pagar uma remuneração maior devido ao risco mais elevado, gerando assim uma espiral negativa. Outro efeito negativo das LFT está relacionado ao efeito riqueza. Alterações na taxa de juros afetam os títulos prefixados, reduzindo ou aumentando o valor destes, gerando um ‘’efeito riqueza’’ (no caso de uma redução na taxa de juros). Entretanto, como as LFT’S acompanham a taxa Selic, um aumento na taxa de juros que deveria ter um efeito recessivo sobre os valores dos títulos, acaba por ter um efeito contrário, elevando seu valor, resultando em aumento no poder de compra.

De forma sucinta, foram apresentadas algumas peculiaridades quanto a ineficácia da taxa de juros ou problemas em seus canais de transmissão. O debate sobre este tema é extenso e controverso, de tal forma que foram colocados alguns pontos com o intuito de esclarecer ou reforçar o fato de que no Brasil a taxa de juros Selic, mesmo sendo umas das mais altas do mundo, apresenta dificuldades para manter a inflação dentro da meta estipulada. A insistente manutenção em patamares elevados, assim como oscilações constantes, servirão como instrumento para este estudo, pois, pretende-se verificar o impacto dessas variações sobre a preferência pela liquidez dos cinco maiores bancos do país, Caixa Econômica, Banco do Brasil, Santander, Itaú e Bradesco.

# Metodologia

Com intuito de reforçar a analise do comportamento bancário e suas relações, será utilizado o teste de causalidade de Granger. Por se tratar de uma série temporal, se faz necessário empregar o teste de raiz unitária como forma de validar a utilização dos dados.

## Causalidade de Granger

A ideia básica quanto à causalidade de Granger é a de o futuro não pode causar o passado nem o presente. Ou se evento A ocorre depois de B, depreende-se que A não pode causar B, entretanto não significa que A necessariamente cause B. Ou como ilustra Carneiro, (1997, p.3) “[quanto] as previsões de chuva do meteorologista. O fato de a previsão ocorrer primeiro do que a chuva não implica que o meteorologista cause a chuva”.

A informação relevante para a predição das variáveis X e Y está contida apenas nas séries de tempo sobre essas duas variáveis, assim uma série de tempo estacionária X causa, no sentido de Granger, uma outra série estacionária Y se melhores predições estatisticamente significantes de Y podem ser obtidas ao incluirmos valores defasados de X aos valores defasados de Y (GUJARATI; PORTER, 2011).

Em suma, o teste passa por estimar as seguintes regressões:

Xt = ∑ai Yt-i + ∑bi Xt-i + u1t (1)

Yt = ∑ci Yt-i + ∑di Xt-i + u2t (2)

A equação (1) diz que valores de X estão relacionados a valores passados do próprio X além dos valores defasados de Y. A equação (2) apresenta comportamento similar para a variável Y. Assim, após a estimação distingue-se quatro casos diferentes:

1. Causalidade unilateral de Y para X: quando os coeficientes estimados em (1) para a variável defasada Y são conjuntamente diferentes de zero (∑ai ≠ 0), e quando o conjunto de coeficientes estimados em (2) para a variável X não forem estatisticamente diferentes de zero (∑di = 0).

2. Causalidade unilateral de X para Y: quando o conjunto de coeficientes defasados para a variável Y na equação (1) não for estatisticamente diferente de zero (∑ai = 0) e o conjunto de coeficientes defasados para a variável X em (2) o for (∑di ≠ 0).

3. Bicausalidade ou simultaneidade: quando os conjuntos de coeficientes defasados de X e Y forem estatisticamente diferentes de zero em ambas as regressões.

4. Independência: quando, em ambas as regressões, os conjuntos de coeficientes defasados de X e Y não forem estatisticamente diferentes de zero.

Pressupondo que o futuro não pode predizer o passado, se a variável X Granger causa a variável Y, então mudanças em X devem preceder temporalmente mudanças em Y. (GUJARATI; PORTER, 2011)

Dessa forma, contextualizando com o trabalho aqui proposto, chega-se às seguintes formulas:

PLt = ∑ai SELt-i + ∑bi PLt-i + u1t (3)

SELt = ∑ci SELt-i + ∑di PLt-i + u2t (4)

Onde, PL significa preferência pela liquidez e SEL a taxa Selic. As letras a, e c são parâmetros da variável Selic, enquanto as letras b e d são parâmetros da variável preferência pela liquidez.

Segundo (GUJARATI; PORTER, 2011), as etapas para o teste de Granger são:

Iniciando pela equação (3), deve-se regredir a PL contra todos os termos do PL defasados, sem incluir a as defasagem da taxa Selic (SEL). Dessa regressão obtém-se a soma dos quadrados do resíduo restrito SQRr .

Inicia-se uma nova regressão incluindo os termos de SEL defasados. Dessa regressão, obtém-se a soma dos quadrados dos resíduos irrestritos, SQRur.

Após a regressão deve-se testar a hipótese nula H0 que diz que a taxa Selic defasada não pertence à regressão.

Para testar essa hipótese utiliza-se o teste F dado pela seguinte equação;

(5)

Que segue a distribuição F com m e (n-k) graus de liberdade. Sendo que, m são os graus de defasagens de SEL e k o número de parâmetros estimados na regressão.

Se o valor de F for maior que o valor crítico de F ao nível de significância escolhido rejeita-se a hipótese nula, e nesse caso dizemos que SEL causa PL.

Todas essas etapas podem ser repetidas para testar a equação (4).

## Estacionaridade

Quando se analisam séries temporais, deve-se sempre tomar cuidado no que se refere a estacionaridade, pois, o uso de séries não estacionárias pode acarretar em regressões espúrias, ou seja, regressões que apontam relações entre variáveis que não são reais. Assim, para ser considerada estacionária “a série deve apresentar média, variância e autocorrelação constantes ao longo do tempo” (BUSCARIOLLI; EMERICK; p. 80, 2011).

Para saber se a série é ou não esatacionária utiliza-se de testes de raiz unitária e o teste utilizado neste estudo foi o Dickey-Fuller Aumentado – ADF, desenvolvido por Dickey e Fuller (1981) e tem a seguinte expressão:

∆Yt = β + β1t + αYt-1 + + Ut

Em que Ut é um termo de erro ruído branco puro, ∆Yt-1 = (Yt-1 – Yt-2) o operador de diferença, β é o intercepto, β1 é a tendência. O parâmetro de interesse nas regressões é **α**, sendo que, α = 0 a série contém raiz unitária. Neste teste verifica-se o resultado da estatística T com os valores apropriados reportados por Dickey- Fuller, para determinar se rejeita ou aceita a hipótese nula α = 0. A hipótese nula será rejeitada se o valor calculado da estatística T for maior que o valor crítico de Dickey-Fuller, denotando que a série é estacionária; caso contrário a série se mostra não estacionária.

# Comportamento Bancário e suas peculiaridades

Este capítulo tem como objetivo demonstrar o comportamento dos cinco maiores bancos do país: Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, Caixa Econômica Federal (CEF) e Santander. A escolha dessa amostra se dá devido a relevâncias dessas instituições cujo tamanho de seus ativos somados ultrapassa 80% de todos ativos do sistema bancário. (ALVARENGA, 2015)

Para auxiliar na formação das análises serão utilizados dados dos balancetes trimestrais das instituições citadas anteriormente durante o primeiro trimestre de 2000 até o último trimestre de 2016. A escolha do período se deve a vigência do regime de metas de inflação que se inicia formalmente em 1° de julho de 1999. Entretanto, para fins de padronização, os dados das séries analisadas foram selecionados a partir do ano calendário seguinte, ou seja, a partir do primeiro trimestre do ano 2000.

Das informações disponíveis nos balancetes das instituições serão demonstradas médias ponderadas pelo tamanho dos bancos analisados, além de alguns indicadores que contribuirão para enriquecer a análise referente ao comportamento bancário. Esses indicadores foram escolhidos baseados em uma perspectiva pós-keynesiana da firma bancária, cujos bancos trabalham de forma a otimizar os dois lados do balanço. Dessa forma, foram selecionados dois indicadores pelo lado do ativo, dois ilustrando relações pelo lado do passivo, além de outros dois indicadores de resultado que mostram a receita auferida pelas instituições em relação às operações de crédito e com títulos e valores mobiliários (TVM).

1. Preferencia pela liquidez: se dá pela relação , que é utilizado para verificar a proporção de títulos e valores mobiliários na composição do ativo e serve como proxy da preferência pela liquidez, pois tais títulos possuem grande liquidez;
2. Preferência pelo crédito: se dá pela relação , que demonstra a proporção de crédito na composição de seu ativo. Quanto maior este indicador, maior a exposição do banco aos ciclos econômicos, pois sua maturidade tende a ter um prazo maior. Assim, em caso de um aumento no resgates dos depósitos à vista (corrida bancária) o banco pode se encontrar em situação de insolvência, pois seus ativos não podem ser suficiente para cobrir a liquidez necessária.
3. Liquidez de curto prazo do passivo: se dá pela relação , e verifica a proporção de depósitos à vista na composição do passivo da instituição. Um alto valor deste indicador reflete uma posição de risco, pois suas obrigações podem ser liquidadas a qualquer momento;
4. Liquidez de longo prazo: se dá pela relação , e demonstra a proporção de depósitos a prazo na composição do passivo. Um alto valor deste indicador demonstra uma posição de segurança, pois suas obrigações teriam uma maior maturidade, e previsibilidade.
5. Ganhos com liquidez: se dá pela relação , e verifica a proporção de receita auferida com os títulos e valores mobiliários;
6. Ganhos com crédito: se dá pela relação , e demonstra a proporção de receita auferida com as operações de crédito.

Por último, será verificado se há relação ou causalidade entre a taxa de juros (Selic) e a preferência pela liquidez das instituições bancárias. Para demonstrar a preferência pela liquidez dos bancos será utilizada uma média ponderada desinflacionada dos valores de títulos e valores mobiliários. Com intuito de embasar essa relação será feito um teste de causalidade de Granger, em que se poderá verificar se há uma relação entre preferência pela liquidez e oscilações da taxa de juros, ou ainda mais, saber se além de relações entre si, se existe uma causalidade entre elas.

A mensuração da preferência pela liquidez por parte dos bancos pode ser feita através de alguns indicadores obtidos a partir do balanço patrimonial dos bancos. Pelo lado do passivo, proporções maiores de depósitos a prazo revelam melhores condições para a alocação de seu portfólio em ativos de maior prazo de maturidade, tal como as operações de crédito. Proporções de depósitos à vista também podem sinalizar nesse sentido, entretanto essa proporção pode ser entendida como a preferência pela liquidez por parte do público. Pelo lado do ativo, maiores proporções de operações com TVM e derivativos são indicadores de maior preferência pela liquidez.

Outro ponto de influência sobre as decisões dos bancos quanto às operações de crédito e TVM está no movimento da taxa de juros Selic, que neste estudo tem função primordial e serve como proxy referente às incertezas. Percebe-se uma trajetória de queda durante o período analisado, ressaltando, entretanto, três períodos distintos: do primeiro trimestre de 2000 ao segundo trimestre de 2003, período em que a taxa alcançou seu maior valor; do terceiro trimestre de 2003 ao primeiro trimestre de 2013, período em que alcança seu menor valor; e do segundo trimestre de 2013 ao quarto trimestre de 2016, quando se inicia um novo ciclo de alta.

Gráfico 2 - Taxa Selic\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\*Média geométrica trimestral.**

No gráfico 3, demonstra-se o comportamento dos cinco bancos utilizados no estudo de forma agregada. A agregação dos dados se dá por soma simples das contas do Ativo referente às operações de crédito além dos Títulos e Valores mobiliários (TVM) de forma que as médias apresentadas são ponderadas.

Pondera-se que na composição das carteiras dos cinco maiores bancos, até meados de 2006, havia um equilíbrio entre as operações de crédito e as com TVM, apresentando em alguns momentos uma superioridade dos TVM, ou seja, os bancos preferiam a segurança dos TVM em vez de oferecer crédito.

Gráfico 3 - OP. Crédito x Títulos e valores mobiliários\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\*Média ponderada dos cinco maiores bancos do país.**

Vale ressaltar que nos primeiros anos da série aqui estudada a economia brasileira passou por momentos de grande incerteza. O início do RMI foi bastante conturbado com diversas dúvidas quanto à capacidade desse regime de manter a inflação em patamares sustentáveis. Além disso, em 2001, sucessivos choques adversos afetaram a economia, tais como (i) a crise do setor energético; (ii) maior volatilidade do preço do petróleo; (iii) crise da argentina. Em 2002, ano eleitoral, as expectativas em relação à liderança do candidato do Partido dos Trabalhadores e sua possível vitória marcaram negativamente às expectativas dos agentes. (OREIRO, 2005)

Já a partir de 2004, com um ambiente macroeconômico favorável aliado a um cenário internacional positivo, tanto em termos de troca, quanto em fluxo de liquidez para países emergentes, os bancos passaram a rever suas estratégias quanto à composição de suas carteiras, passando a privilegiar o crescimento do crédito. Ademais, os diferentes períodos podem ser vistos através do comportamento da taxa Selic, conforme o gráfico 2. Os momentos adversos, anteriores a 2004, tem reflexo na taxa Selic, cujos valores alcançam o maior patamar dentre o período analisado. Da mesma forma, o período posterior a 2004 apresenta tendência de queda que se reverte apenas em meados de 2013.

Ao se verificar a participação do TVM sobre a composição do ativo total, segregada pelos bancos aqui estudados, observa-se a opção de cada um pela preferência pela liquidez.

Gráfico 4 - Preferência pela Liquidez\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\*Relação entre TVM e instrumentos derivativos/Ativo Total.**

Nos primeiros anos da série analisada Santander, CEF e Banco do Brasil mostram uma grande preferência pela liquidez direcionando quase 50% de seu ativo às operações com TVM. Com uma melhoria do ambiente macroeconômico a partir de 2004 o apetite pela liquidez se reduz. Destaca-se a movimentação dos bancos públicos, CEF e BB, que no início da série possuíam grande apetite pela liquidez e no término da série ocupavam posições menos liquidas.

Essa troca de posição se deve à crise de 2008, cujos bancos públicos foram utilizados como ferramenta anticíclica oferecendo crédito em um momento de forte crise de âmbito mundial, ou seja, abrindo espaço para o crédito em seu ativo. Vale ressaltar o conservadorismo dos bancos Itaú e Bradesco que durante todo período estudado se mostraram menos propensos a alterar bruscamente sua preferência pela liquidez.

Verificando-se a proporção de operações de crédito em relação ao ativo de forma segregada, gráfico 5, percebe-se, como na relação por preferência pela liquidez, uma distinção de comportamento por parte dos bancos públicos. Até o período anterior à crise de 2008 ressalta-se um conservadorismo por parte dos bancos públicos, principalmente por parte da CEF, e que, somente durante o início da crise, os bancos públicos tomam a dianteira com a relação ao crédito. Fica claro também uma convergência, ao final do período analisado, entre o comportamento dos diferentes bancos privados.

Gráfico 5 – Preferência pelo crédito\*, 2000 -2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\*Relação entre operações de crédito e arrendamento mercantil/Ativo Total.**

Pelo lado do passivo, de forma a sustentar a elevação do crédito que se iniciou em 2004, segundo ARAUJO (2012), os bancos passaram a privilegiar os depósitos a prazo a partir de então, como mostra o gráfico 6. O ciclo de elevação, entretanto, tem curta duração, se retraindo em 2006 e voltando a se elevar, e dessa vez de forma robusta a partir da crise de 2008. A partir desse evento, percebe-se uma mudança quanto à preferência pela liquidez medida pela proporção de depósitos a prazo. Podem-se inferir dois tipos de posturas ao se analisar a relação depósitos a prazo/passivo exigível. Uma é em relação ao início do ciclo de crédito, a partir de 2004, e outra referente ao início da crise de 2008. Evidencia-se que a primeira postura tinha o intuito de sustentar o ciclo de crédito que se iniciava. Já a segunda postura, que foi bem mais brusca, além de sustentar o crédito, evidência a preferência pela liquidez no momento de grande incerteza, cujas obrigações de longo prazo dão alívio ao caixa de curto prazo, evitando o risco de um possível calote aos saques dos clientes. Já a relação entre depósitos à vista e passivo exigível, não revelam, necessariamente, a preferência pela liquidez dos bancos, sendo melhor utilizado revelando o viés pela liquidez por parte do público (ARAUJO,2012).

A partir de 2012 houve uma grande queda dos depósitos a prazo na composição do passivo e tal movimento não foi acompanhado por um aumento dos depósitos à vista. Durante esse período houve um forte aumento no volume de captações no mercado aberto, recompondo o passivo total. Entretanto, esse item do passivo não faz parte deste estudo.

Gráfico 6 - Passivos\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\*Valores referentes à média ponderada dos cinco maiores bancos.**

Quando segregado por instituições, a relação dos depósitos a prazo como proporção do passivo exigível demonstra um comportamento similar entre as instituições, com destaque apenas para o banco Itaú que no período da crise (2008), alavancou substancialmente a relação de depósitos a prazo, revelando uma corrida à segurança, alongando suas obrigações. Infere-se que esse comportamento é devido à crise, pois, a partir dela, a relação diminui, voltando a patamares iniciais.

Percebe-se pelo comportamento segregado por bancos, que a preferência pela liquidez demonstrada pela corrida aos depósitos a prazo se torna relevante durante a crise de 2008, pois não foi o primeiro momento conturbado que país atravessou. Entretanto, foi apenas durante ela que praticamente todos os bancos, exceção da Caixa, elevaram substancialmente suas proporções de depósitos prazo. Tal fato pode ser explicado devido à conjuntura; conforme demonstrado no gráfico 3, os bancos não possuíam grande exposição ao crédito, tal exposição é recente. Assim, não havia grandes necessidades de alongar seu passivo, pois seu ativo possuía bastante liquidez advinda dos títulos e valores mobiliários.

Gráfico 7 – Liquidez de longo prazo do passivo\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\* Relação entre depósitos a prazo/passivo exigível**

No âmbito das receitas, os valores arrecadados com títulos e valores mobiliários e com operações de crédito até o início do ciclo de crédito no país se mostravam próximas. Depreende-se que a busca dos bancos por equilibrar a quantidade de TVM e operações de crédito em seu balanço (Gráfico 3) também resulta em um equilíbrio nas receitas (Gráfico 8). Vale ressaltar que a proximidade entre os dois é um forte indicador de preferência pela liquidez, e que essa escolha por liquidez foi muito bem remunerada. No gráfico 8, percebe-se que o período em que as receitas ficaram mais próximas, foi também o período em que a taxa Selic apresentou seu maior patamar. Com a redução da taxa Selic, o custo de oportunidade de se manter a liquidez aumenta, acarretando em mudança de postura por parte dos bancos, que passam a privilegiar o crédito. A partir de então, as receitas com operações de crédito passam a se sobrepor em relação às receitas com TVM, cuja relação em momentos de elevações nas taxas de juros se tornam visíveis.

Gráfico 8 - Receitas\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\*Receitas deflacionadas. Valores referentes à média ponderada dos cinco maiores bancos.**

Ao se verificar a remuneração advinda do estoque de crédito, ou seja, a relação entre receita com operações de crédito versus o estoque percebe-se uma maior eficiência por parte dos bancos privados, que durante a maior parte do período analisado conseguem um retorno acima dos bancos públicos. Tal situação pode ser explicada pelo fato dos bancos públicos serem usados como ferramenta anticíclica, ou seja, enquanto os demais bancos escolhem criteriosamente a quem fornecer o crédito, levando em conta o ambiente de incertezas, os bancos públicos podem adotar uma postura mais flexível, relaxando os critérios de seleção para o crédito, ou mesmo, uma busca por projetos socialmente interessantes, que produzem externalidades positivas, mas não necessariamente retornos financeiros positivos. (GUERREIRO, 2015)

No gráfico 9, a seguir, fica evidente a diferença no retorno das operações de crédito por parte dos bancos públicos. Ademais, verifica-se um retorno similar entre os bancos privados com destaque para o banco Itaú durante o período entre 2004 e 2008.

Graf. 9 – Ganhos com crédito\*, 2000 – 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\* Relação entre receitas com crédito/crédito total**

Na relação entre receitas com TVM e quantidade TVM, apresentada no gráfico 10, percebe-se um retorno similar entre as instituições durante o período analisado, salvo algumas exceções, o que demonstra de forma geral que, diferentemente das operações de crédito, não há muita margem para se obter ganhos diferenciados com títulos e valores mobiliários.

Gráfico 10 – Ganhos com liquidez\*, 2000 - 2016

**Fonte: Banco Central, elaboração própria.  
\* Relação entre receitas com tvm/tvm.**

Vale ressaltar o desempenho do banco do Brasil, que destoou dos demais a partir de 2011. Esse destaque pode ser explicado como forma de aperfeiçoar os resultados econômico-financeiros, compensando as menores receitas advindas das operações de crédito com melhores resultados dos TVM. Não se pode diferenciar, neste caso, os bancos públicos, pois a CEF não consegue o mesmo destaque que o Banco do Brasil.

## O teste de causalidade Granger

Com intuito de reforçar a analise deste estudo será utilizado um teste de causalidade de Granger a fim de se verificar se há relação de causalidade Granger entre a taxa de juros Selic, que representa uma proxy de incertezas, e a quantidade de títulos e valores mobiliários (TVM), utilizado como proxy de preferência pela liquidez. Os dados referentes à quantidade de TVM foram retirados dos balanços trimestrais dos cinco maiores bancos do país, e é representado através de uma média ponderada desinflacionada pelo IPCA. Levando-se em conta que os dados disponibilizados pelos bancos são trimestrais, utiliza-se uma média geométrica trimestral da taxa Selic para fins de padronização. Ambos dados foram disponibilizados pelo Banco Central, que vão do primeiro trimestre de 2000 ao quarto trimestre de 2016, portanto, 68 observações.

Antes de se trabalhar com séries temporais, é necessário verificar se esta é estacionária, ou seja, se possui média, variância e autocorrelação constantes ao longo do tempo. Para tal questão é necessário fazer um teste de raiz unitária. O teste utilizado foi o ADF, e os resultados estão apresentados nas tabelas 1 e 2.

**Tabela 1** – Valores do teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF), sem intercepto e tendência para títulos e valores mobiliários (TVM).



**Tabela 2** - Valores do teste Dickey-Fuller Aumentado (ADF), sem intercepto e tendência para taxa Selic.



Portanto, de acordo com os testes de raiz unitária, as séries utilizadas para o teste de causalidade de Granger se apresentarão da seguinte forma: Selic em primeira diferença logaritimizada, enquanto a série TVM será utilizada em segunda diferença logaritimizada. Os resultados do teste de causalidade de Granger são apresentados na tabela 3.

**Tabela 3** – Teste de causalidade de Granger entre a taxa Selic e os títulos e valores mobiliários (TVM) entre o primeiro trimestre de 2000 e o quarto trimestre de 2016.



Segundo o resultado do teste, rejeita-se a hipótese nula de que a taxa Selic não causa alterações na quantidade de Títulos e valores mobiliários a um nível de confiança de 99%. Já a relação inversa, Títulos e valores mobiliários causam alterações na taxa Selic, não pode ser rejeitada a um nível de confiança de 99%.

O resultado do teste de causalidade reforça a ideia pós-keynesiana de que em momentos de incerteza, representada pelo patamar da taxa Selic, os bancos tendem a procurar segurança dos títulos, ou seja, alterações na taxa Selic influenciam a quantidade de títulos e valores mobiliários na composição dos ativos do grupo dos bancos aqui analisados.

# CONSIDEÇÕES FINAIS

Este capítulo tem como objetivo demonstrar as análises conclusivas a partir dos dados e argumentos verificados ao longo do trabalho. Ademais, foi possível analisar o comportamento bancário sob a ótica da preferência pela liquidez, reconhecendo que alterações na taxa Selic, modificam o interesse dos bancos por títulos e valores mobiliários, ou seja, liquidez.

É preciso levar em consideração, para analise aqui proposta, que o Brasil passou por diversas mudanças estruturais, e que, de certa forma, essas mudanças carregam consigo vestígios do passado. Do início do regime de metas de inflação até meados de 2006, os cinco bancos aqui estudados, possuíam, em média, a mesma proporção de títulos e valores mobiliários e operações de crédito na composição de seu ativo. Até meados de 2003 a receita advinda dessas duas formas de aplicação dos ativos era similar. Isso demonstra que o receio dos bancos em cumprir sua principal função, emprestar recursos, foi longa e que sua opção pela liquidez foi muito bem remunerada.

Pari passu à enorme preferência pela liquidez dos bancos, a taxa de juros Selic encontrava-se em seu maior patamar, chegando a alcançar 45%a.a no início do regime de metas demonstrando que fortes incertezas permeavam a economia brasileira. Com a redução das incertezas, refletida na redução da taxa Selic, os bancos mudam sua busca por liquidez direcionando seus esforços ao crédito.

Sob uma perspectiva da firma bancária pós-keynesiana, que traz como diferencial a possibilidade dos bancos alterarem a composição de seu passivo de forma a otimizar seus ganhos, percebe-se uma forte alteração durante a crise de 2008 nos depósitos a prazo o que vai de encontro à teoria, já que, a busca de alongar suas obrigações traz segurança e liquidez a seu balanço. Conforme discutido durante o trabalho, o Brasil passou por vários momentos turbulentos, entretanto somente em 2008 percebe-se uma alteração consistente nos depósitos a prazo. Isso pode ser explicado, em grande parte, devido à baixa exposição dos bancos ao crédito, movimento que muda a partir de 2004. Dessa forma, a crise de 2008 foi primeiro grande evento em que os bancos necessitaram mudar, bruscamente, suas relações de depósitos a prazo.

Mesmo sem ser o objetivo principal deste trabalho, no decorrer das analises ficou evidente a diferenciação de comportamento entre os bancos públicos e privados, principalmente após a crise de 2008. Nos indicadores preferência pela liquidez (gráfico 4), preferência pelo crédito (gráfico 5), ganhos com crédito (gráfico 9) o comportamento dos bancos públicos caminham em direção oposta ao dos bancos privados.

Por fim, utilizou-se o teste de causalidade de Granger com o intuito de se reforçar a relação entre incerteza e liquidez. E o resultado apresentado foi que alterações na taxa Selic (proxy de incerteza) altera a busca dos bancos por liquidez (quantidade de títulos e valores mobiliários).

Nesse contexto, a maior contribuição do trabalho foi ter analisado o comportamento dos cinco maiores bancos do país, sob uma ótica que leva em consideração as incertezas e as formas de mitiga-las, destacando a diferença de comportamento entre os bancos públicos e privados, que em vários períodos, apresentam relação inversa.

# **REFERÊNCIAS**

ALVARENGA, Darlan. Concentração aumenta e 5 bancos já detêm mais de 80% dos ativos no país. **G1**. 03 ago. 2015. Disponível em:  
 <http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/08/concentracao-aumenta-e-5-bancos-ja-detem-mais-de-80-dos-ativos-no-pais.html>. Acesso em: 29 abr. 2016

AMADO, Adriana Moreira. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. **Ensaios FEE**, v. 21, n. 1, p. 44-81, 2000. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewArticle/1960>. Acesso em 25 Jul. 2016

ARAUJO, Victor Leonardo de. **Preferência pela liquidez dos bancos públicos no ciclo de expansão do crédito no Brasil: 2003-2010**. 2012. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1235>. Acesso em 01 set. 2016

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; **O tempo de Keynes nos tempos do capitalismo**. São Paulo: Contracorrente, 2016.

BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre Antonio; WERLANG, Sergio Ribeiro CA. **A Implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil**. Working Papers, BCB, Julho, 2000. Disponível em: www.bcb.gov.br/pec/wps/port/default. asp. Acesso em: 25 abril 2016

BUSCARIOLLI, Bruno; EMERICK, Jhonata. **Econometria com Eviews: guia essencial de conceitos e aplicações**. São Paulo: Saint Paul Editora (2011).

CARNEIRO, Francisco Galrão. A metodologia dos testes de causalidade em economia. Brasília: Departamento de Economia, Universidade de Brasília. Texto didático, 1997. Disponível em: [www.angelfire.com/id/SergioDaSilva/causal.pdf](http://www.angelfire.com/id/SergioDaSilva/causal.pdf). Acesso em: 25 out. 2016

CARRARA, Aniela Fagundes; CORREA, André Luiz. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**, p. 441-462, 2012.

CARVALHO, Fernando J., SOUZA, Francisco Eduardo, SICSÚ, João, PAULA, Luiz Fernando, STUDART, Rogério; **Economia Monetária e Financeira.** Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CRUZ, André Camargo. **Análise da evolução do câmbio sobre a taxa de inflação no Brasil no regime de metas de inflação.** 2009. 57 f. Monografia (Conclusão do curso de economia) – Universidade Estadual de Campinas, Curso de Economia, Campinas. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/cgi-bin>. Acesso em: 27 fev. 2016.

Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos. **Desempenho dos bancos**. DIEESE **,** São Paulo, 2015. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2015/desempenhoBancos2015.pdf> Acesso em: 3 maio. 2016.

FRAGA, Jefferson Souza. Uma abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez: o sistema bancário e a concessão de crédito. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, v. 8, n. 1, p. 155-174, 2009. Disponível em: [www.dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5160926](http://www.dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5160926) Acesso em: 17 Set. 2016

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva, 2002.

GUERREIRO, Edson. **Taxas de juros e spreads bancários: a atuação dos bancos públicos brasileiros no segmento de recursos livres do mercado de crédito em 2012.** (2015). 158f. Tese de mestrado (Conclusão do curso de economia) – Universidade Estadual de Campinas, Curso de Economia, Campinas. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/cgi-bin>. Acesso em: 27 ago. 2016.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C, **Econometria Básica**. Porto Alegre: AMGH, 2011

HANSEN, Alvin Harvey. **Guia para Keynes**. Vértice, 1987.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Saraiva, 2012

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas de inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**, v. 27, n. 3, p. 107, 2007. Disponível em: [www.scielo.br/pdf/rep/v27n3/v27n3a07](http://www.scielo.br/pdf/rep/v27n3/v27n3a07)  
Acesso em: 05 out. 2016

MODENESI, André de Melo; **Regimes monetários: Teoria e experiência do Real**. São Paulo: Manole, 2005.

MODENESI, André de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572012000300003&script=sci_arttext>. Acesso em: 03 out. 2016

NASSIF, ANDRÉ. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 3, p. 426-443, 2015. Disponível em: www.scielo.br/scielo.php?pid=S010131572015000300426&script=sci\_ Acesso em: 5 mar. 2016.

OREIRO, José Luís. Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, n. 1, p. 101-131, 2005. Disponível em: [www.scielo.br/scielo.php?pid=S010141612005000100004&script=sci\_arttext&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S010141612005000100004&script=sci_arttext&tlng=pt) Acesso em: 22 set. 2016

PAULA, Luiz Fernando de. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional. **Revista Brasileira de Economia**, v. 53, n. 3, p. 323-356, 1999. Disponível em: <http://luizfernandodepaula.com.br/ups/dinamica-firma-bancaria-uma-abordagem.pdf> Acesso em: 15 out. 2016

PAULA, Luiz Fernando de. Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. **Revista de Economia**, v. 32, n. 2, 2006. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Luiz_Paula/publication/273170949>. Acesso em 15 Jul. 2016.

PAULA, Luiz Fernando de; O problema da taxa de juros no Brasil. **Carta Maior**, 2011. Disponível em: www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/  
O-problema-da-taxa-de-juros-no-Brasil/7/16653. Acesso em: 01 abril 2017

PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luís. **Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Elsevier, 2008.

PAULA, Luiz Fernando de; **Sistema Financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana**. Rio de Janeiro: Editora Campus/Elsevier (2014).

SQUEFF, Gabriel C.; OREIRO, José Luís; PAULA, L. F. Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: Teoria e Experiência Brasileira.** Rio de Janeiro, Ed. FGV, 2009. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/flexibilizacao-do-regime-de-metas-de-inflacao-em-paises-emergentes.pdf>. Acesso em: 10 out. 2016