

Seminário Comemorativo do Lançamento do Livro de Dionísio Dias Carneiro e Thomas Wu, "Política Macroeconômica: A Experiência Brasileira Contemporânea"

IEPE/CdG, 16 DE SETEMBRO DE 2011

Resumo preparado por Daniel Brum, Laura Souza e Saulo Carvalho¹.

Thomas Wu – “O Estado-da-Arte dos Modelos Macroeconômicos: Origens, riscos e limitações”

A intenção da primeira parte da apresentação é chamar a atenção para a validade das hipóteses por trás dos modelos da forma reduzida e novo keynesiano, como o SAMBA, que é usado pelo Banco Central do Brasil. Essa discussão é válida, pois como a última decisão de queda de juros foi justificada pelos resultados gerados pelo SAMBA, é preciso saber se podemos ou não, e quando, confiar nas previsões dos modelos.

Primeiramente, o que, em geral, está por trás de um modelo novo keynesiano (DSGE)? As hipóteses são as seguintes:

1) As famílias maximizam utilidade sujeitas a uma restrição orçamentária e a uma demanda de ativos (poupança ou dívida), para escolher as horas de trabalho e sua cesta de consumo. Isso é feito considerando que os bens consumidos e lazer são normais. Além disso, tomam os preços dos bens e dos salários como dados. Essa última hipótese pode não valer se considerarmos que existem fricções no mercado de trabalho.

2) As firmas maximizam lucro em um cenário de competição monopolística e há uma restrição de que os preços não podem ser corrigidos todos os períodos (que pode ser tratado de forma à la Calvo - há uma probabilidade da firma ser sorteada para reajustar preços no período - ou à la Taylor - uma porcentagem fixa das firmas reajustam seus preços a cada período).

3) O governo (autoridade monetária e fiscal) deve minimizar flutuações do nível de preços e do produto agregado. Para isso, tem como instrumentos a taxa de juros ou o nível de moeda, impostos e os gastos. Cabe ressaltar que a restrição orçamentária do governo deve ser respeitada e determina o nível de dívida. Do ponto de vista do modelo teórico, tanto faz se a política monetária é ativa e a fiscal passiva, ou, vice-versa, pois é possível chegar aos mesmos resultados. Acredita-se que uma política monetária é mais ágil na sua implementação.

Para solucionar este modelo, é preciso supor a existência de um estado estacionário e log-linearizar as condições de primeira ordem dos problemas das firmas e dos agentes e com isso, obter, respectivamente, a curva de Phillips e a IS. Dessa forma, esse modelo é válido para avaliar impactos de desvios pequenos ao redor do estado estacionário. Para o caso da crise de 2008, no Brasil, considerando a forte desvalorização cambial e a queda de 20% da produção que ocorreram, o modelo iria prever que o Banco Central deveria aumentar os juros. Por essa mesma razão, esse modelo não é válido para analisar política monetária com juro nominal zero e *quantitative easing*.

Uma das diferenças entre os modelos DSGE e o da forma reduzida é que o primeiro abrange microfundamentos que o segundo ignora. Sendo assim, a diferença será mais relevante do ponto de vista acadêmico, pois é de se esperar que no ponto de vista prático, os dois modelos convirjam. Ou seja, as projeções de inflação e de produto não devem ser tão diferentes de um modelo para o outro. Por outro lado, temos que a forma de considerar as expectativas difere bastante entre os modelos. Na forma reduzida, utiliza-se uma *proxy* para as expectativas de inflação, o FOCUS, que não é uma boa ferramenta, pois é endógena à inflação atual (se esta está alta, o FOCUS também vai estar alto). No modelo DSGE, utiliza-se a hipótese de expectativas racionais e com isso, os choques futuros são trazidos a valor presente e influenciam a inflação e o produto atuais. Isso justifica o fato de que as projeções do SAMBA são bem menores do que o modelo da forma reduzida, pois a inflação converge para o centro da meta e dado que estão sendo considerados os possíveis efeitos de uma piora no cenário internacional.

Na década de 90, os modelos novo keynesianos eram considerados o estado da arte em Macroeconomia e seus resultados foram corroborados pela *Great Moderation*. O grande aprendizado da teoria foi perceber que políticas fiscal e monetária são úteis para afetar o ciclo, mas não afetam o crescimento de longo prazo². Por sua vez, este é determinado pela função de produção da economia que é afetada por mudanças na força de trabalho (como ocorreu quando as mulheres passaram a trabalhar fora de casa), convergência do nível de capital e avanços tecnológicos.

¹ Todos são mestrandos na PUC-Rio e colaboradores no IEPE-CdG.

² Cabe ressaltar que esse efeito não é simétrico, ou seja, políticas fiscal e monetária mal conduzidas podem afetar negativamente o desempenho da economia no longo prazo.

Essa estrutura de modelo não é válida apenas para economias com meta de inflação, vale também se a política fiscal é mais ativa e a monetária mais passiva e vice-versa. Historicamente, observou-se que uma política monetária mais atuante é melhor para lidar com revoluções tecnológicas, por outro lado, uma política fiscal mais ativa se adequa melhor para economias em processo de convergência, como a China atualmente.

Outro ponto relevante: o Brasil de hoje tem, aproximadamente, o PIB per capita da Coreia do Sul em 1985. A gestão do atual governo brasileiro, com o uso de uma política fiscal mais ativa, pode dar certo? Talvez. Há ainda ganhos de convergência, isso seria um cenário muito otimista. Além disso, o governo com o uso de bancos públicos conseguiu driblar o fato de que a política fiscal é mais difícil de ser implementada.

Para concluir, quais serão os possíveis efeitos da cenário internacional sobre a economia brasileira? Em 2008, o comércio internacional paralisou, os custos de frete caíram muito, a produção industrial caiu 20% e o IPCA convergiu para a meta. Se considerarmos que 25% disto vá ocorrer agora, , mas para um período prolongado (hipótese que o Banco Central está trabalhando), talvez a inflação fique abaixo de 6,5%. Não temos nenhum modelo que pode ser um bom guia nesse período de crise, pois todos desconsideram os mercados de trabalho e financeiro.

Discussão/Debate:

Eduardo Loyo: O fato da meta de inflação ser 4,5% é uma hipótese do modelo DSGE, e não um resultado, está correto. Porém, não é uma hipótese muito profunda. É colocada no modelo mediante a especificação da regra de política monetária adotada, isto é, considerando que a autoridade monetária responde a desvios da inflação com relação à meta. Dessa forma, temos que a inflação irá convergir para 4,5% ou outra meta estabelecida. O modelo tem vários problemas sim, que preocupam no momento atual. Como foi apontado pelo Thomas, os mercados financeiro e de trabalho³ não são considerados. Cabe ressaltar que isso ocorre com os demais modelos também. Sendo assim, essas preocupações não são suficientes para usar o modelo convencional ao invés do SAMBA, mas são razões para desconfiar das projeções desses modelos.

Outro ponto: por que as projeções de inflação do modelo SAMBA, nesta ata do COPOM atual, são menores do que os demais modelos? O que o Thomas apontou sobre a especificação da formação das expectativas no modelo provavelmente explica parte da história. Porém, há outro elemento: os dois modelos (o da forma reduzida e o SAMBA) não estão com as mesmas condições exógenas de contorno. Na verdade, a motivação para usar o SAMBA é a possibilidade de fazer exercícios com as condições de contorno, como, por exemplo, tratar a piora do cenário internacional, o que não é possível no modelo na forma reduzida. Além disso, há outros problemas com o SAMBA, como o efeito negativo de uma depreciação cambial sobre o nível de atividade. Em suma: o SAMBA possui vários defeitos e alguns são compartilhados pelo modelo da forma reduzida, cabe saber como usá-los.

Outra questão relevante é sobre a escolha do instrumento para justificar a última decisão de corte de juros. Há um viés de seleção para usar certos modelos para justificar decisões populares do banco central.

³ O mercado de trabalho tem um importante papel no cenário atual brasileiro em termos de pressões inflacionárias.

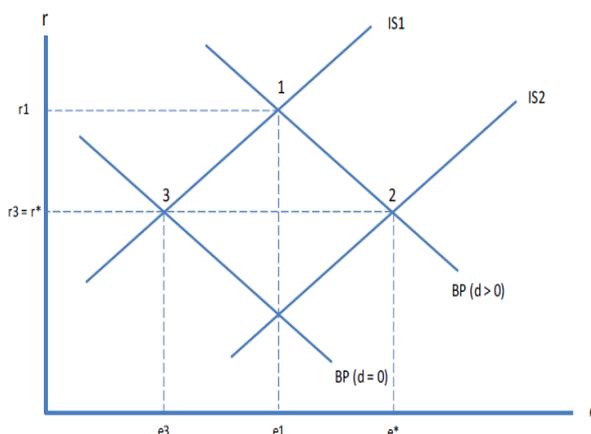
André Lara Resende – "Juros e câmbio: a armadilha brasileira"

O palestrante se propõe a defender a tese de que as altas taxas de juros brasileiras e o câmbio valorizado são consequências da incompatibilidade entre as ambiciosas aspirações de gastos públicos e a relativamente modesta propensão para poupar. A idéia foi inicialmente defendida em artigo no Valor Econômico⁴ e, posteriormente, formalizada num artigo mais completo⁵.

Toma-se como enfoque analítico um modelo keynesiano básico, com o qual podemos construir o gráfico a seguir, que exhibe as tradicionais curvas de equilíbrio interno (IS), de equilíbrio externo (BP) no plano da taxa de juros (r) e da taxa de câmbio (e).

A economia brasileira se encontraria no ponto 1, onde a taxa de juros doméstica é mais alta que a externa, e, conseqüentemente, o câmbio está valorizado (equilíbrio ruim). Idealmente, gostaríamos que a economia estivesse no ponto 2, onde a taxa de juros interna é igual à taxa internacional e o câmbio não é sobrevalorizado. Esse equilíbrio poderia ser atingido no caso de um aumento da poupança doméstica (seja ela privada ou pública), a fim de deslocar a IS para direita. Daí segue o diagnóstico: há insuficiência de poupança doméstica. Essa escassez de poupança interna deve ser contrabalançada pela poupança externa, que, por sua vez, é viabilizada por meio de juros altos e câmbio valorizado.

Alternativamente, para reduzir os juros de r_1 para r^* , a carência de poupança doméstica poderia ser compensada com ainda mais poupança externa. Nesse caso, o caminho seria permitir uma valorização adicional do câmbio, de modo a aumentar o déficit comercial. Para isso, seria necessário deslocar a curva BP para a esquerda (ponto 3), o que implica aumentar o financiamento externo, com uma taxa de juros mais baixa⁶. Ainda que esse equilíbrio seja factível no curto prazo, o palestrante acredita que não seja possível sustentá-lo no longo prazo. Ele nota que a atratividade externa deverá se reduzir à medida que o déficit comercial aumente (elevando a percepção de risco) e a taxa de juros converja para a taxa internacional (reduzindo a possibilidade de arbitragem)⁷. Portanto, a BP se deslocaria para a direita, revertendo o movimento inicial.



Isto dito, conclui-se que a solução **sustentável** para a redução da taxa de juros brasileira seria mediante aumento da poupança doméstica.

O palestrante prossegue questionando quais as razões para a baixa poupança doméstica, e se ela seria uma especificidade brasileira. Segundo ele, a taxa de poupança brasileira é comparativamente baixa em relação aos seus pares em termos de desenvolvimento – com o agravante de ser pouco sensível à política monetária. Enquanto no Brasil ela está abaixo de 20%, na Rússia, na Indonésia e na Índia ela é superior a 30%. Mas qual seria a razão dessas peculiaridades? Lara Resende apresenta três explicações:

- **Incerteza Jurisdicional**⁸: A incerteza adviria de um viés anti-credor generalizado, em todas as instâncias de governo, que ao longo de décadas de alta inflação, puniu de forma sistemática e arbitrária a poupança financeira de longo prazo em moeda nacional. O resultado seria uma resistência do brasileiro a poupar através de instrumentos financeiros de longo prazo, sobretudo em moeda nacional.
- **Viés Inflacionário**⁹: A memória inflacionária não estaria de todo superada, seja por causa das expectativas, ainda contaminadas pela lembrança da inflação crônica, ou por causa da indexação remanescente, como no salário mínimo, por exemplo. O viés inflacionário exigiria que a economia fosse mantida abaixo da capacidade normal de utilização, para evitar que inflação reaparecesse. Destarte, a renda seria menor, e, conseqüentemente, também a poupança privada. No entanto, o palestrante considera essa tese insatisfatória.

⁴ Lara Resende, A. (2011a). "Juros: equívoco ou jabuticaba?", Valor Econômico, 16/06/2011.

⁵ Lara Resende, A. (2011b) "A armadilha brasileira", Texto para Discussão n° 19, IEPE-CdG, julho/2011.

⁶ Hoje isso seria possível, pois a curva BP está artificialmente deslocada para a direita graças a restrições aos movimentos de capitais de curto prazo. Além disso, o Banco Central intervém no mercado de câmbio para conter a valorização excessiva do real.

⁷ Além disso, aceitar uma valorização ainda maior do câmbio implicaria grave prejuízo à indústria nacional, o que não seria desejável.

⁸ Arida, P., Bacha, E. e Lara Resende, A. (2004). "High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty". Em I. Goldfajn et al., Inflation Targeting and Debt: the case of Brazil ; MIT Press 2005

⁹ Lopes, F. (2011). "Juros, Cambio e Acumulação de Reservas". Mimeo.

- **Inelasticidade aos Juros:** O problema não é a baixa poupança privada, mas sim o fato de que ela é pouco sensível à política de juros. A razão mais aventada é a de que a dívida pública teria um prazo mais curto do que o ideal e, sobretudo, uma proporção excessiva em títulos vinculados à taxa de juros básica diária (LFTs), o que reduziria a eficácia da política monetária. Segundo Lara Rezende, no entanto, a explicação mais plausível é a de que o mercado de crédito brasileiro tem um segmento importante que não é afetado pela taxa básica de juros – o chamado crédito direcionado.

O palestrante reconhece que as causas da baixa poupança doméstica são controversas, mas segue aceitando-a como um fato, bem como a relativa ineficiência da política monetária. Portanto, num contexto onde a demanda privada é inelástica em relação à taxa de juros, aumentar a poupança privada teria impacto reduzido sobre a taxa de juros. Conclui-se, que o instrumento correto para reduzir a taxa de juros é a política fiscal.

Por fim, argumenta que, durante a fase aguda da crise internacional, ao optar pela expansão fiscal, o Brasil perdeu uma grande oportunidade de utilizar mais a política monetária, passando para um equilíbrio com menor taxa de juros e câmbio menos valorizado, escapando, portanto, da “armadilha brasileira”.

Discussão/Debate:

Eduardo Loyo argumenta, que as razões apontadas para a baixa poupança, talvez fossem boas suficientes para explicar as altas taxas de juros sem recorrer a explicações associadas à relação poupança doméstica vs poupança externa. Supondo uma economia fechada, mas com incerteza jurisdicional e/ou viés inflacionário, então, naturalmente, a fim de incentivar poupança, o retorno exigido pelo poupador deve ser maior. Dessa forma, seriam necessários juros mais altos, a despeito da ausência do setor externo.

Lara Resende responde, dizendo que, no caso brasileiro, o principal canal pelo qual o aumento de juros afeta a demanda é via apreciação cambial, reduzindo as exportações e aumentando importações, ou seja, o canal é indireto. No caso de uma economia fechada, não haveria saída: faz-se o ajuste fiscal ou haverá inflação.

Quanto ao fato de a política fiscal ser bastante eficiente no contexto descrito, **Rogério Werneck** pondera, que o problema é que ela vem sendo utilizada há tempos, da maneira errada. A histórica da política econômica brasileira nos últimos anos é de impulso fiscal positivo e significativo, pois mesmo que o superávit primário seja mantido constante, na medida em que há aumentos sistemáticos dos gastos, juntamente com as receitas, isso ainda significaria um impulso fiscal relevante. É exatamente essa a razão mais importante para as altas taxas de juros brasileiras.

Francisco Lopes destaca que as singularidades da economia brasileira requerem um diagnóstico alternativo à explicação meramente fiscal. Ele salienta que a situação fiscal do Brasil é melhor que a de outros países, que praticam taxas de juros menores que a brasileira. Nesse sentido, a justificativa via reduzida propensão a poupar privada é um avanço, mas a análise empírica é comprometida pela falta de dados.

Francisco Lopes acrescenta ainda, que o trabalho de estabilização da economia brasileira não foi terminado, e, portanto, a economia continua com características anormais. No que diz respeito às LFTs, Lopes ressalta que, mesmo não sendo responsáveis pela baixa eficácia da política monetária, quando há aumento da SELIC, existe um custo fiscal relevante, que não existiria no caso de títulos prefixados.

Luiz Guilherme Schymura argumenta, que a principal explicação para o reduzido incentivo a poupar é o sistema previdenciário brasileiro. Dado que nosso modelo previdenciário desincentiva a poupança, toda vez que o país cresce e os jovens poupam sobre uma base maior, há uma despoupança ainda mais elevada pelo lado da previdência, devido aos extraordinários aumentos do salário mínimo, reajustes na aposentadoria de servidores públicos, etc.

Pérsio Arida comenta que tende a ver a poupança privada brasileira como resultante de duas vertentes de fatores: incerteza jurisdicional e aspectos microeconômicos. Pérsio ressalta que ao se referir à incerteza jurisdicional, está pensando não só no prêmio de risco mais alto, mas também em outros fatores, como, por exemplo, *duration* dos empréstimos relativamente curta, fraca potência da política monetária, etc. A solução dessa incerteza, no entanto, não poderia vir a partir de intervenções políticas. O que se deve fazer é ser fiscalmente responsável, assegurar que a meta de inflação seja obedecida, etc. e esperar o tempo diluir essa percepção de risco pelos agentes. Do ponto de vista microeconômico, Pérsio destaca os incentivos previdenciários perversos, FGTS, entre outras questões legais e institucionais.

Thomas Wu acredita que a discussão sobre poupança tenha ficado muito limitada. Segundo ele, qualquer coisa com valor de revenda, que não seja consumo ou bem perecível, pode ser poupança. Dessa forma, não deveríamos olhar somente para caderneta de poupança ou títulos do governo. Se quisermos, na linha do Francisco Lopes, procurar explicações não convencionais, precisamos ampliar a discussão das possíveis formas de poupança. Nesse caso, a política monetária será tão menos potente, quanto maior for a correlação dos juros com o valor desses diferentes tipos de poupança, pois um aumento de juros causaria um efeito riqueza positivo, o que tende a aumentar a demanda, em vez de reduzi-la.

Pérsio Arida – “O 'LP' da TJLP e sua atualidade”

O palestrante começa enfatizando o objetivo do artigo que trata da poupança privada, porque a poupança no Brasil é baixa, ficando em torno de 15 a 17 % do PIB. O que se poderia fazer para aumentar a poupança e a eficiência pela qual ela se transforma em investimento?

Tem uma hipótese que parte da nossa deficiência de poupança é resultante de uma incerteza jurisdicional, como o fato de ainda termos uma mentalidade advinda dos tempos inflacionários na qual o acumulo de poupança é tido como perigoso. Dado que isto é verdade só o tempo poderá mudar. Algo que pode ser feito no plano prático de mudanças institucionais que melhorariam esse processo são reformas na caderneta de poupança, FGTS e FAT.

O FGTS que é um misto de seguro desemprego e aposentadoria tem a característica de ser uma poupança compulsória que recebe um retorno de TR+3%. O sistema PIS, COFINS, FAT e previdência era uma poupança tal qual o FGTS é hoje, através de uma série de mudanças legais essa poupança virou um imposto ruim que incide sobre o faturamento das empresas, esse imposto é canalizado para o FAT que recebe uma remuneração baixa igual à TJLP. Por último a caderneta de poupança é um sistema voluntário que possui uma garantia tácita do tesouro recebendo uma remuneração de TR+6% isenta de imposto de renda, sendo assim essa rentabilidade se configura como um piso para as demais aplicações financeiras.

A primeira distorção óbvia destes três sistemas é que são todos dirigidos a aplicações que recebem remuneração abaixo da taxa SELIC, evidentemente como o crédito é um elemento crucial para o efeito da política monetária, nós poderíamos ter uma taxa de juros menor se esses sistemas fossem remunerados a mercado. A segunda distorção se deve ao fato de serem créditos dirigidos com distinções confusas. A terceira distorção é mais conceitual, mas não menos importante, se refere ao fato de eles serem remunerados a uma taxa bem menor do que a de mercado. Se caracterizando como uma expropriação de renda do trabalhador. O PIS e COFINS possuem o problema de serem impostos que entram no superávit primário, mas sua destinação não entra no orçamento da união.

Como podemos melhorar o sistema sem mudar seus objetivos principais? A primeira condição é os recursos serem remunerados a mercado, que é a remuneração que replica as taxas que estão sendo praticados no mercado para empréstimos semelhantes. Se o BNDES emprestasse a mercado ao equivalente ao que Tesouro está captando em um horizonte de 10 anos, é de se imaginar que a demanda por empréstimos cairiam, sendo assim poderiam reduzir-se as alíquotas do PIS e COFINS diminuindo a carga tributária sobre a sociedade. Olhando para o FGTS, se fizermos uma marcação a mercado dos empréstimos teríamos um aumento da remuneração dos trabalhadores, poderíamos ir até um pouco além tirando o poder de gestão do conselho curador do fundo sobre o fluxo de novos recursos, nesse caso cada trabalhador teria uma aplicação anterior que seria remunerada a uma taxa média de longo prazo e um fluxo novo na qual o indivíduo escolheria aonde aplicar o investimento. O caso da poupança é mais delicado porque o passivo é de curto prazo e o ativo é longo, sendo assim a precificação do ativo pela taxa de longo prazo pode gerar distorções, logo é melhor manter a sanidade do sistema. Se tirarmos a isenção do imposto de renda e/ou usarmos a faculdade de fixar a TR em um valor negativo, conseguimos eliminar a restrição do passivo que é um entrave para queda nominal da taxa de juros.

Os efeitos conjunto dessas modificações implicam: uma queda na taxa SELIC, diminuição na carga tributária, alocação voluntária pelo mercado da poupança compulsória e melhoria na poupança agregada. São modificações plenamente factíveis que trazem resultados imediatos para a sociedade, a dificuldade de aprovação recai sobre a economia política de sistemas que possuem beneficiários estabelecidos.

Discussão/Debate:

Rogério Werneck: Com relação ao FGTS, não há dúvida que é uma expropriação escandalosa, pois se remunera a uma taxa muito baixa e empresta para quem não precisa, como multinacionais. Há outra proposta de remuneração dos recursos mais tangível que é remunerá-los a taxa de juros de longo prazo paga pelo Tesouro Nacional e este passa a tratar como um mercado cativo.

Com relação ao BNDES, bons tempos em que este era financiado pelo PIS. Desde 2008, aumentou-se muito a quantidade de recursos transferidos clandestinamente do Tesouro Nacional para o banco.

Réplica do **Pérsio:** Com relação ao BNDES, é preciso considerar sim que o papel dele aumentou muito depois de 2008, mas isso não muda a natureza essencial do problema, por isso que não foi mencionado anteriormente.

Com relação ao empréstimos do FGTS passarem a financiar o Tesouro, é mais difícil de ser implementada politicamente do que uma administração privada, pois, do ponto de vista de economia política, está desaparecendo uma fonte de financiamento do setor privado.

Pedro L. Bodin de Moraes – “A crise financeira de 2008 e suas reformas”

O palestrante inicia sua apresentação listando algumas atitudes dos agentes financeiros que implicaram uma maior exposição ao risco do sistema; a crescente alavancagem dos bancos de investimento americanos e dos bancos europeus com forte dependência em funding no mercado de atacado; uma supervisão financeira fragmentada em que os bancos centrais deveriam focar apenas no controle da inflação e a supervisão deveria ser feita de forma separada, que no caso dos EUA era feita por três agências (SEC, OTC e FED); as agências de crédito que classificaram 64000 veículos estruturados em AAA no início de 2008, o que é bem estranho porque é praticamente impossível classificar esse montante de instituições com altas notas de crédito; as medidas para popularizar o acesso ao crédito para a camada da população com renda mais baixa adotadas no final do mandato de Clinton; e a última se refere a Basileia II, que liberou os bancos para estabelecerem o capital necessário para cada tipo de crédito, sendo assim alguns créditos AAA que exigiam 20% de capital na Basileia I passaram a exigir quase 0.

Algumas reformas foram propostas para corrigir as falhas, entre estas há o aumento da regra de capital mínimo obrigatório que se divide em propostas radicais, moderadas e dos banqueiros. Os radicais representados por Mervyn King, David Miles, Anat Admati e Martin Hellwig utilizam do resultado da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller para defender que o nível de capital deveria voltar a níveis do século 19 que ficava em torno de 30% sem ponderação de risco. Os moderados representados por Anil Kashyap, Jeremy Stein e Alan Greenspan propõem algo entre 13% a 15% de capital mínimo que é para onde Basileia III está caminhando e os banqueiros representados por Jamie Dimon e Joseph Akermann afirmam que o aumento do capital mínimo irá gerar uma contração do crédito gerando um aumento na recessão.

Basileia III exige um aumento de capital ao longo dos anos chegando entre 10,5 e 15,5% em janeiro de 2019. No caso brasileiro, em agosto de 1994 a exigência estava em torno de 8%, passando para 11% em novembro de 1997 e até janeiro de 2013 permanecerá em 11% passando para Basileia III em seguida. Em 2010 e 2011 houve uma série de normativos penalizando ágios e créditos tributários que são muito comuns no Brasil, tais normativos também inibem as operações de tesouraria exigindo um maior nível de capital.

Kashyap e Stein relaxam as hipóteses de Modigliani e Miller, e obtêm que um aumento de 10% no capital mínimo custaria 25 pontos bases no custo do empréstimo, o baixo custo vai contra a reclamação dos banqueiros e levanta uma dúvida se o resultado de Modigliani e Miller vale para bancos, a explicação talvez venha do passivo que no caso do banco tem algum valor, pois a estrutura do passivo de um banco é relevante para a sua solvência.

Em relação ao risco sistêmico. Que na opinião do Bernanke é a questão mais importante a ser tratada, Mervyn King defende a limitação do tamanho dos bancos, outra proposta exige um capital mínimo adicional para instituições sistêmicas, emissão de títulos conversíveis em ações já está sendo praticada por alguns bancos europeus. - Hart e Zingales propõem olhar para o preço do CDS de uma dívida de longo prazo, caso o valor deste ativo ultrapasse um limite superior o regulador exigiria um capital adicional do banco, problema é que o mercado de CDS é ilíquido. A última proposta é que as instituições sistêmicas devem fazer um manual do que deve ser feito caso haja falência. Cada uma dessas sugestões possui problemas práticos que não são fáceis de serem resolvidos.

O problema de liquidez, sobre que até então não havia nenhuma métrica para quantificar uma exigência dos bancos, começa a ser enfatizado com a criação de dois índices pela Basileia III. O primeiro é a LCR (liquidity coverage ratio). Exigência de ativos líquidos em montante suficiente para cobrir o fluxo de caixa dos próximos 30 dias com condições restritivas de renovações de passivos. E a outra é a NSFR (net stable funding ratio). Uma medida complementar à LCR que se baseia num horizonte de 12 meses. A implementação deverá ser feita a partir de 2012 com cuidado para evitar efeitos colaterais nos mercados. No comunicado 20615 o BCB exigiu LCR > 1 a partir de 01/01/2015 e NSFR > 1 a partir de 01/01/2018.

Por último vem a questão da remuneração dos executivos, o pensamento atual é que os banqueiros são sócios nos lucros e o prejuízo é socializado. Há várias propostas populistas radicais como imposição de tetos e tributação diferenciada que não devem ser levadas adiante. O importante da política de remuneração é que elas estejam alinhadas com os objetivos de médio e longo prazo dos bancos, e que existam cláusulas de claw back, ou seja, prejuízos em períodos posteriores impactam a remuneração em instantes lucrativos passados. Por último, o sistema tributário atribui um viés às opções de ações, nos EUA despesas com salários só podem ser dedutíveis até um milhão de dólares, no Brasil os salários não são dedutíveis, mas remunerações em opções de ações possuem benefício fiscal.

O palestrante conclui que Basileia III é mais do que o suficiente, daqui a pouco podemos começar a revê-la, pois ela pode ter efeitos colaterais no crédito. A preocupação com liquidez é fundamental, pois é o passivo que quebra um banco. A proibição de trading proprietário pode levar a queda de liquidez do mercado. A permanente discussão de que o sistema está sub-capitalizado favorece instituições públicas.

Discussão/Debate:

Monica Bolle: A questão do risco sistêmico é um problema que não foi resolvido completamente pelas propostas regulatórias, uma peculiaridade que se tornou clara durante a crise de 2008 é que este risco é multidimensional, anteriormente havia uma crença que esse problema estava associado aos grandes bancos e posteriormente surgem as preocupações com as instituições muito interconectadas. Sendo assim, o que a crise nos revela é que a resolução deste problema está dentro de escopo muito mais complexo, pois instituições que são consideradas interconectadas estão inseridas dentro de uma rede complexa, logo se queremos entender risco sistêmico temos que entender o que é essa rede. No final o que acaba acontecendo é a aprovação de medidas como a Lei Dodd Frank que tenta atacar o problema, mas falha no entendimento da rede e todas essas discussões sobre Basileia III revelam o tão longe que estamos de entender essa rede.

Ilan Goldfajn: A questão de que é o passivo que quebra um banco possui um problema de sintoma versus causa, pensando no caso recente dos bancos europeus no dia que eles quebrarem irão dizer que isto foi causado por uma corrida bancária, isso pode ser interpretado com um passivo pequeno, mas na verdade quebraram porque possuíam títulos soberanos de diversos países que fizeram com que os depositantes retirassem os recursos.

Pérsio Arida: Todo banco quebra devido a uma corrida bancária e o problema é sempre o ativo e não o passivo, corrida bancária geralmente ocorre por rumores infundados sobre os ativos. Levando em consideração a atual situação dos bancos europeus. Em que vários países concederam garantias soberanas formais sobre seus passivos, de toda forma no momento em que a dívida soberana é questionada naturalmente o poder garantidor não vale.

Pedro Bodin: Quando se fala que banco quebra por causa do passivo e não do ativo, se supõe tempos normais e o caso recente da Europa não é normal. Em tempos normais a perda do ativo não é suficiente para quebrar um banco, mas a liquidez pode gerar uma falência. Se uma instituição tem funding curto e um ativo de alta qualidade com prazo longo, em um momento de baixa liquidez o banco pode quebrar.

Eduardo Loyo – "Relação entre medidas prudenciais e política monetária"

Loyo inicia sua apresentação ressaltando que a temática de políticas macroprudenciais não é uma exclusividade de economias emergentes, como o Brasil. No entanto, o entendimento da funcionalidade dessas medidas e o contexto no qual elas seriam desejáveis, são, em geral, distintos em economias emergentes e avançadas.

Nas economias avançadas, a motivação original foi a percepção de que os juros praticados na gestão da demanda agregada teriam sido **baixos** demais para preservar a "estabilidade financeira" (evitar bolhas e incentivos inadequados na intermediação financeira). Nesse sentido, as medidas macroprudenciais (doravante, MMs) teriam como função **reforçar a estabilidade financeira**, permitindo compatibilizá-la com juros baixos, e, portanto, adequados à administração de demanda.

Nas economias emergentes, por sua vez, os juros adequados para a gestão da demanda agregada seriam, em determinadas circunstâncias, **altos** demais para assegurar a "estabilidade financeira" (evitar entrada excessiva de capital especulativo e apreciação cambial, a fim de minorar o risco de reversões abruptas). Nesse contexto, as MMs teriam o papel de **reforçar a gestão da demanda**, permitindo praticar juros mais baixos, que seriam favoráveis à estabilidade financeira.

Portanto, deve-se ter cuidado para entender o contexto no qual se discute as MMs. Isto dito, o palestrante se propõe a analisar a eficácia e as implicações das MMs adotadas no Brasil ao final de 2010.

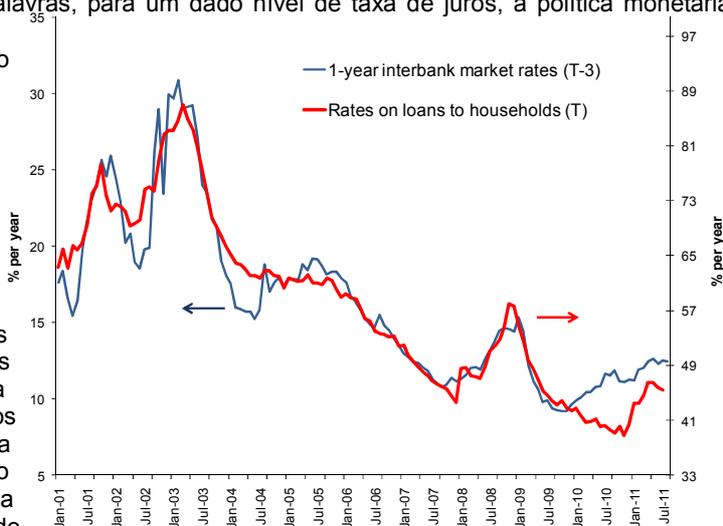
Segundo Loyo, as primeiras reações no Brasil às MMs foram:

- **Não funcionam**, pois tem fraca eficácia sobre o canal do câmbio (afinal, por escolha, deseja-se evitar a valorização cambial) e das expectativas (por definição, pois, todos acham que não funcionam).
- **Não sabemos quão bem funcionam**, já que são instrumentos não convencionais e pouco estudados.

Um corolário dessa segunda reação era: não saberemos medir a postura de política monetária.

A visão das autoridades brasileiras, no entanto, era de que as MMs potencializariam o efeito do instrumento convencional de política monetária. Em outras palavras, para um dado nível de taxa de juros, a política monetária estaria mais apertada com a presença das MMs do que normalmente estariam. Na sequência, Loyo elabora o argumento de que, na verdade, nenhuma das visões anteriores estaria correta.

Na medida em que o intuito principal das MMs seria alterar a relação entre as taxas básicas e aquelas em que os intermediários financeiros emprestam, vale a pena olhar esses dados. O gráfico ao lado relaciona as taxas do Swap Pré-DI 360 dias (*benchmark* da "postura" monetária), defasadas em três meses, e as taxas médias das novas concessões de crédito às pessoas físicas (PF)¹⁰. Fica evidente a existência de alta correlação entre as séries¹¹, porém, salta aos olhos o descolamento entre elas a partir de set/2009 – a taxa de empréstimo PF continuou caindo, mesmo com o aumento da taxa de Swap Pré-DI. Ainda mais curioso foi o rápido movimento de convergência da taxa do crédito PF, exatamente quando foi implantada a primeira MM, em dez/2010. Evidentemente, disso não se pode afirmar que as MMs **causaram** essa reversão. No entanto, pondera Loyo, na ausência de outra explicação, que tenha a mesma coincidência temporal, é razoável supor que as MMs desempenharam um papel relevante nesse movimento.



Feita a análise dos preços, caberia ainda avaliar o comportamento dos volumes, afinal, na presença de racionamento de crédito, alterações nas condições de tomada de crédito, etc., é possível que os volumes guardem menor relação com as taxas, e, portanto, haja informação não capturada nos preços. Contudo, prossegue Loyo, quando olhamos a relação entre a taxa média das novas concessões PF e a média móvel (dessazonalizada) dos volumes – gráfico abaixo – nota-se que, ao menos desde 2003, as duas séries se comportam como espelho uma da outra, ou seja, existe forte correlação negativa. Em particular, observa-se a mesma regularidade por meio de uma regressão simples, representada no último gráfico¹². Como pode ser visto, os pontos em vermelho – dados de dez/2010 a mar/2011 – estão acima da linha dada pela regressão, o que significa que, mesmo após as MMs, o volume de crédito era mais alto do que o normal, dadas as taxas de juros dos empréstimos.

¹⁰ Caso, em lugar da taxa de empréstimo à PF, fosse utilizado a taxa das novas concessões para compra de automóveis, as conclusões na sequência seriam as mesmas.

¹¹ Mediante uma regressão simples, por exemplo, temos: $Tx.pessoa\ física = 22,10 + 2,3 \cdot Swap$; $R^2 = 0,90$. Ou seja, o Swap Pré-DI é capaz de explicar sozinho 90% da variação das taxas médias em novos empréstimos para pessoa física.

¹² Amostra iniciando em jan/2004.

Dito isso, o movimento de alta nas taxas de novas concessões PF, a partir de dez/2010, não deve ser entendido como um aperto adicional da política monetária na comparação com as condições de crédito que normalmente corresponderiam aos níveis observados dos Swaps Pré-DI de 360 dias. Foi, isso sim, um movimento parcial de correção, na medida em que as taxas de empréstimo mal retornaram aos patamares que normalmente corresponderiam ao patamar dos juros de mercado, e os volumes continuaram acima daqueles esperados para aquelas mesmas condições de taxa. Em outras palavras, as MMs teriam acelerado o processo de correção das taxas, porém sem implicar aperto adicional àquele capturado pelas medidas convencionais de postura da política monetária convencional¹³.

As conclusões, portanto, são:

- As MMs tiveram forte efeito sobre as taxas de crédito.
- O aumento das taxas não significou aperto **adicional** à medida padrão de política monetária (Swap Pré-DI 360).
- As MMs não dificultaram a aferição da postura de política monetária. Pelo contrário, ao eliminar a defasagem antes existente entre as condições de crédito e a medida padrão dos Swaps Pré-DI de 360 dias, na verdade facilitam essa aferição, nos moldes convencionais.

Por fim, Loyo menciona duas possíveis explicações para o descolamento das taxas, observado no primeiro gráfico.

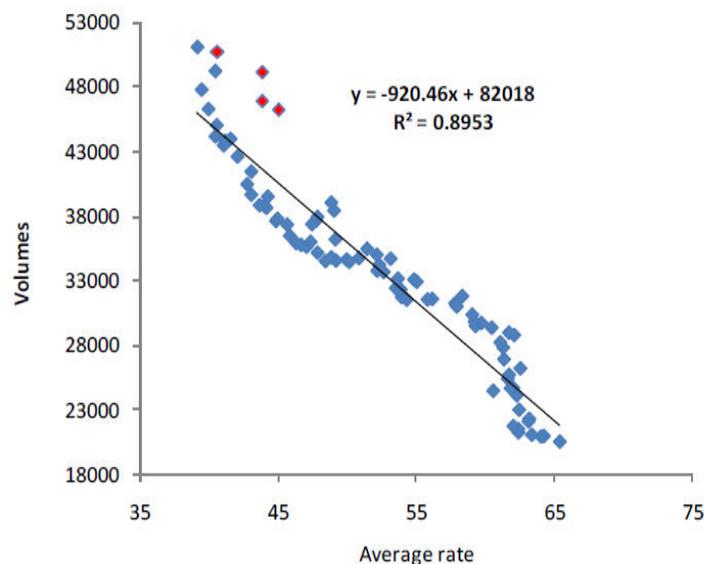
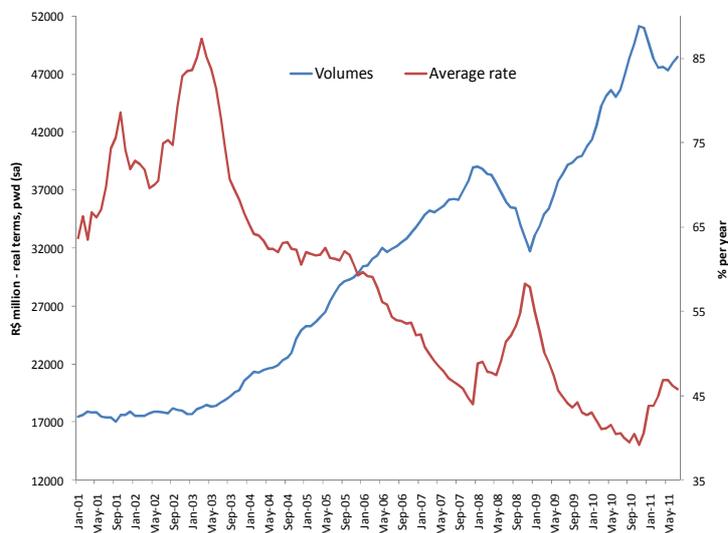
1) A intervenção esterilizada leva a aumento do volume de “títulos” na carteira dos bancos. Para que demandem esse volume adicional, em detrimento da alternativa de conceder crédito, é preciso que a taxa de empréstimo caia em relação à taxa dos títulos (efeito portfólio).¹⁴Essa explicação é válida para **qualquer** influxo cambial (inclusive comercial) que seja absorvido e esterilizado pelo BC.

2) Um ambiente de facilidade de captação externa aumenta o apetite de bancos pela concessão de crédito e torna as condições no mercado de crédito mais competitivas. Para um dado custo de oportunidade doméstico, as taxas de empréstimo caem. Essa explicação é válida apenas para influxos de **financiamento**, mas vale seja ele absorvido pelo BC ou não.

Discussão/Debate:

Monica de Bolle inicia seu comentário dizendo que o termo “medidas macroprudenciais” nada mais é que uma forma elegante para “repressão financeira”. A motivação para as MMs teriam surgido num contexto em que se acreditava haver “risco sistêmico”, e era preciso ter medidas com foco prudencial macroeconômico (exatamente porque o risco era sistêmico). Porém, na medida em que não se conseguiu progredir muito na definição do que seria risco sistêmico, naturalmente não foi possível entender o que são (ou deveriam ser), de fato, as medidas macroprudenciais. Ainda, segundo de Bolle, se o acoplamento das taxas realmente se consolidar nos dados futuros, seria uma evidência da simplicidade do sistema financeiro brasileiro, afinal, com medidas extremamente rudimentares foi possível juntar curvas que estavam descoladas.

Loyo concorda que a nomenclatura mais adequada seria “repressão financeira”, seja na vertente para economia avançada ou naquela para economia emergente. Por outro lado, se é repressão financeira de verdade, não é



¹³ Segundo Loyo, analisar os prazos não deveria fornecer informação adicional relevante. Além disso, as conclusões são robustas a diferentes linhas de crédito, tanto para PF quanto (em menor medida) PJ.

¹⁴ Garcia, M. (2011). “Can Sterilized FX Purchases under Inflation Targeting Be Expansionary?” Stanford Center for International Development, Working Paper No. 442.

necessário fazer qualquer progresso nessa definição ou no entendimento dos riscos sistêmicos, pois, ao menos no caso brasileiro, essas medidas são utilizadas simplesmente com o propósito de gerar repressão financeira e contenção de demanda.

No entendimento de **Ilan Goldfajn**, na verdade, se retomou a potência do juro de um ano. Na ausência das MMs, ainda haveria um descolamento das taxas de crédito e o Swap Pré-DI, e as avaliações da potência da política monetária seriam menores do que no cenário em que as MMs foram adotadas. No fundo, seria apenas uma diferença semântica na interpretação. Ilan propõe também uma explicação alternativa, baseada na literatura de *spread* bancário, para o descolamento das taxas. Segundo ele, a análise dos determinantes do *spread* bancário pode ajudar a entender porque o juro de um ano vai cair, mas a taxa dos empréstimos não – por exemplo, talvez o risco futuro tenha aumentado.

Loyo concorda que outros motivos (que não as MMs) podem afetar o *spread* bancário, mas ressalta que a todo o momento existem diferentes fatores atuando, contudo, em nenhuma ocasião houve um deslocamento daquela magnitude, e, ainda mais importante, com as taxas seguindo trajetórias opostas. Além disso, se é verdade que tantas coisas afetam de maneira relevante o *spread*, então o coeficiente de determinação encontrado desconsiderando esses outros fatores ($R^2 = 0.90$) deveria ser bem menor.

Márcio Garcia explicou a tese defendida em Garcia (2011), de que as intervenções esterilizadas num regime de metas de inflação tem efeitos expansionistas (mesmo que não afetem a taxa de câmbio). Garcia utiliza um modelo estático à la IS-LM, na versão Bernanke & Blinder¹⁵, onde uma política monetária expansionista aumenta a quantidade de moeda, o que amplia a disponibilidade dos bancos para fazerem empréstimo, diminuindo suas taxas, aumentando o crédito, e por fim, deslocando a curva IS para direita. Por esse modelo, quando há entrada de recursos e o BC os troca por títulos (esteriliza), isso induz uma mudança no portfólio do setor privado, que demandará esses títulos apenas se o rendimento relativo aos outros ativos aumentar. Porém, num regime de metas de inflação, o BC atua de modo a recolocar a taxa de juros na meta estabelecida, e dessa forma, são os rendimentos dos demais ativos que devem cair. Isso significa que o preço destes ativos vai subir, aumentando o Q de Tobin, e, finalmente, expandindo a demanda agregada. Portanto, é esse raciocínio que justifica a primeira hipótese apontada para o descolamento observado das taxas de empréstimo e Swap Pré-DI. Garcia pondera, no entanto, que seria necessário um modelo dinâmico – e não estático, como é o caso – para responder a questão adequadamente.

Pérsio Arida, por sua vez, acredita que parte do movimento de descolamento possa ser justificado dessa maneira, no entanto, assim como Ilan Goldfajn, acha que o exame dos determinantes do *spread* bancário também é importante. Note que, em 2010, o crescimento da renda do trabalho foi extremamente alto, e o *spread* PF está intimamente ligado a isso, via redução do risco. Portanto, além do efeito descrito por Márcio Garcia, existiria um deslocamento autônomo, dado pela redução dos *spreads*.

Segundo **Loyo**, o crescimento de renda em 2010 foi, de fato, grande, porém em 2008 (pré Lehman Brothers) também houve expansão da renda do trabalho igualmente forte, sem que observássemos o mesmo descolamento. E mais, em 2009 o crescimento da renda foi bastante fraco, no entanto não observamos o descolamento no sentido contrário.

Felipe Tâmega questiona como se explicariam outros momentos observados no gráfico, onde também há descolamento entre as taxas, mas sem ocorrência das MMs, e outros onde foram aplicadas MMs, porém não houve alterações nas taxas. Além disso, indaga qual seria o consequência das MMs sobre a taxa de Swap Pré-DI 360 dias. Qual seria o efeito via expectativas do mercado – que entendia as MMs como substitutiva aos juros e não complementares – sobre os juros de um ano, possíveis problemas na sua identificação, etc.? Por exemplo, em jan/2011 essa taxa subiu aparentemente mais do que a subida dos juros *de facto*, o que poderia significar um efeito retardado pelas expectativas.

Loyo concorda que pode haver efeito das MMs sobre as duas curvas, mas acredita que isso, de maneira geral, não afeta seu argumento, pois seu ponto diz respeito apenas em saber se a taxa do Swap é ou não uma métrica adequada para “postura” da política monetária, dado o que ocorre com as taxas de crédito ao mesmo tempo.

Pedro Malan destaca a introdução da apresentação de Loyo, onde muitas vezes impressiona a extensão em que pessoas, aparentemente utilizando a mesma linguagem, falam de coisas absolutamente distintas. Segundo Malan, no Brasil tivemos uma experiência semelhante na área fiscal, com relação à adoção de políticas keynesianas de caráter contracíclico. Na ocasião, todos pareciam preocupados com o mesmo objetivo – evitar o colapso da confiança do setor privado – quando na verdade falavam de coisas diferentes. O agravante nesse caso é que está errado dizer que teria sido melhor em 2008, caso tivéssemos **mantido** o rigor fiscal e reduzido as taxas de juros. Na verdade não havia rigor fiscal algum, afinal já vinha ocorrendo uma expansão fiscal “keynesiana” antes da crise.

¹⁵ Bernanke, B. & Blinder, A. (1988). "Credit, Money, and Aggregate Demand". American Economic Review, American Economic Association, vol. 78(2), pages 435-39, May.