

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O USO DO RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO  
COMO UM INSTRUMENTO COMPLEMENTAR DE  
POLÍTICA MONETÁRIA EM REGIME DE METAS  
DE INFLAÇÃO**

HÍCARO DE SOUZA OLIVEIRA  
matrícula nº 108084512

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

JANEIRO 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O USO DO RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO  
COMO UM INSTRUMENTO COMPLEMENTAR DE  
POLÍTICA MONETÁRIA EM REGIME DE METAS  
DE INFLAÇÃO**

---

HÍCARO DE SOUZA OLIVEIRA  
matrícula nº 108084512

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

JANEIRO 2013

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.*

## **DEDICATÓRIA**

Para Glória (*in memoriam*).

## **AGRADECIMENTOS**

Em primeiro lugar, agradeço a Deus pela vida e pelos problemas, pois sem eles não haveria pesquisa científica.

Agradeço a Solange (minha mãe) pelo apoio afetivo e financeiro, não só no período de elaboração deste trabalho, mas também ao longo deste curso e de toda minha vida.

À Josiana (minha namorada) pelo afeto, pelos conselhos, pelas impressões de computador e pelas horas que abdicara de minha presença para que pudesse concluir este trabalho.

Por fim, agradeço ao professor André Modenesi pela ideia do tema e pelo apoio como orientador.

## **RESUMO**

Este trabalho analisa o uso do Recolhimento Compulsório como um instrumento complementar à taxa de juros em um Regime de Metas de Inflação. A análise foca no caso brasileiro onde, apresentadas as perversidades intrínsecas de seus canais de transmissão, as consequentes implicações macroeconômicas das mesmas e a funcionalidade do regime no país, o Recolhimento Compulsório se apresentaria como um instrumento complementar à condução de uma política monetária unicamente com base nos pressupostos teóricos originais do Regime de Metas de Inflação. Dentro desta perspectiva, o trabalho utiliza como base algumas análises teóricas e empíricas referentes à recente experiência do uso deste instrumento em países latino-americanos. O Recolhimento Compulsório seria um importante instrumento para atenuar os efeitos colaterais da política de taxa de juros e dos ciclos financeiros.

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO I - A INEFICÁCIA DA TAXA DE JUROS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA EM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	10
<i>I.1 - O Canal do Câmbio.....</i>	11
<i>I.2 - O Canal dos Custos.....</i>	14
I.2.1 - Teorias de Formação de Preços.....	14
I.2.2 - O Canal dos Custos no Brasil.....	17
<i>I.3 - O Canal do Crédito.....</i>	19
I.3.1 - O Efeito Contágio da Dívida Pública.....	19
I.3.2 - O Efeito Renda Financeira às Avessas e a perversidade do Canal do Crédito.....	21
CAPÍTULO II – A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL, AS IMPLICAÇÕES MACROECONÔMICAS E A RECENTE EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO .....	24
<i>II.1 - A experiência internacional do Regime de Metas de Inflação.....</i>	25
<i>II.2 - As implicações macroeconômicas da política monetária brasileira.....</i>	28
<i>II.3 - O pragmatismo da recente política monetária brasileira.....</i>	31
CAPÍTULO III - O RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO COMO UM INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA COMPLEMENTAR EM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	35
<i>III.1 - A recente experiência de uso do Recolhimento Compulsório.....</i>	36
III.1.1 - A experiência internacional.....	36
III.1.2 - A experiência internacional latino-americana.....	37
III.1.3 - A experiência brasileira.....	39
<i>III.2 - O funcionamento do Recolhimento Compulsório no Brasil.....</i>	43
<i>III.3 - O uso do Recolhimento Compulsório como um instrumento de política monetária complementar.....</i>	44
III.3.1 - A visão tradicional.....	44
III.3.2 - A visão heterodoxa.....	46
III.3.3 - A eficiência dos Recolhimentos Compulsórios sobre as variáveis macroeconômicas e a estabilidade de preços.....	50
CONCLUSÃO.....	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

## ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráfico 2.1- Evolução Mensal da Taxa de Inflação (IPCA acumulado nos últimos 12 meses, %a.a.) e Metas da Taxa Selic (%a.a.).....	32
Gráfico 3.1 - Evolução do Saldo Total dos Recolhimentos Compulsórios (R\$, valores correntes).....	41
Gráfico 3.2 - Evolução Mensal dos Recolhimentos Compulsórios por Modalidade de Arrecadação (R\$, valores correntes).....	42
Gráfico 3.3 - Evolução Anual dos Saldos dos Recolhimentos Compulsórios por Modalidade de Remuneração (% do saldo total) .....	42
Tabela 2.1 - Atual composição do Recolhimento Compulsório no Brasil.....	43



## INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o Regime de Metas de Inflação se consolidara como a regra de condução da política monetária entre grande parte dos países centrais e emergentes.<sup>1</sup> Tal consenso (ou quase consenso) macroeconômico é um dos pilares que compõe o tripé de política macroeconômica, onde se incluem: uma regra de austeridade fiscal – baseada na criação de seguidos superávits fiscais – e um regime de câmbio flexível – onde não há intervenção do *policy maker* para estabelecer uma taxa de câmbio ótima. Tal arranjo macroeconômico balizaria as expectativas dos agentes, estabilizaria os preços e, portanto, estimularia o crescimento. Esta abordagem é adequada à visão ortodoxa de condução da política macroeconômica, em particular, a visão da escola Novo Clássica.

Contudo, ao analisar o caso brasileiro – onde o regime foi adotado a partir de 1999 –, percebe-se que há distorções nos canais de transmissão da política monetária, além de perversões intrínsecas à sua estrutura que deturpam as proposições teóricas do Regime de Metas de Inflação. Os altos patamares históricos de taxas de juros visando unicamente o controle da inflação implicariam em custos irreversíveis à sociedade brasileira. Tal arranjo estrutural tem levado a uma recente condução pragmática da política monetária por parte dos atuais gestores.

Além disso, após a crise financeira internacional de 2008, alguns países latino-americanos – Brasil, Colômbia e Peru, em especial – utilizaram os Recolhimentos Compulsórios como um instrumento complementar à taxa de juros na condução da política monetária, fugindo, portanto, das recomendações teóricas originais que embasariam o Regime de Metas de Inflação. Tal aplicabilidade se daria pela facilidade pela qual a autoridade monetária proveria liquidez ao sistema financeiro no então contexto de adversidade externa.

Este trabalho busca investigar a eficiência dos Recolhimentos Compulsórios como um instrumento complementar de política monetária em Regime de Metas de Inflação olhando, em particular, para o caso brasileiro. No primeiro capítulo, discute-se a infecicácia

---

<sup>1</sup> Dentre os países que adotaram o Regime de Metas de Inflação, se incluem: África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Hungria, Islândia, Israel, Indonésia, México, Noruega, Nova Zelândia, Peru, Polônia, Reino Unido, República Checa, Suécia, Suíça, Tailândia e Turquia.

da taxa de juros como instrumento de política monetária na medida em que há distorções nos canais de transmissão então existentes, além da existência de um canal não considerado pela literatura ortodoxa. No segundo capítulo, discute-se as implicações às variáveis macroeconômicas desta ineficácia, além de se traçar um comparativo da aplicação do Regime de Metas de Inflação no Brasil com de outros países e a atual condução pragmática desta regra. No terceiro capítulo, há uma breve narrativa sobre o recente histórico do uso do Recolhimento Compulsório em diversos países, além de uma descrição sobre o funcionamento do Recolhimento Compulsório na economia brasileira e, por fim, apresenta-se o debate quanto ao uso do Recolhimento Compulsório como um instrumento complementar à taxa de juros com base em diversos trabalhos teóricos e empíricos.

# CAPÍTULO I - A INEFICÁCIA DA TAXA DE JUROS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA EM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

## Introdução

A partir da década de 90, houve uma generalização do modelo de condução da política monetária baseado na regra de Taylor e nas hipóteses de neutralidade da moeda e de taxa natural de desemprego, chamado na literatura econômica de Regime de Metas de Inflação (RMI). Estas hipóteses são heranças da formulação Monetarista – em reação ao pensamento keynesiano, hegemônico na década de 60 – e que foram levadas, em sua interpretação teórica, a uma radicalização extrema pela corrente dos economistas ditos Novo Clássicos. Apesar de entre a maioria dos economistas não haver aceitação quanto aos pressupostos do modelo Novo Clássico – principalmente quanto à hipótese de expectativas racionais – e deste escopo analítico se distanciar, em alguma medida, do monetarismo de Milton Friedman – principalmente quanto ao fato de negligenciar qualquer relevância empírica em sua formulação teórica –, é válido dizer que, ao se aceitar o RMI como o melhor (ou mais aceitável) regime pelo qual se combateria a inflação, aceita-se todas as hipóteses irrealistas desenvolvidas pelos economistas Novo Clássicos. Contudo, a condução da política monetária pelos *policy makers* sempre é carregada de uma dose de pragmatismo.<sup>2</sup> Portanto, o RMI estaria sendo adotado mais como uma forma pela qual se balizam expectativas dos agentes econômicos – por conta da credibilidade transmitida pelo *policy maker* – do que necessariamente na crença em seus pressupostos fundamentais.

É sabido que houve um relativo sucesso do regime na medida em que, na maioria dos países em que fora aplicado – somado a outras medidas macroeconômicas contracionistas –, houve estabilidade de preços. O objetivo deste capítulo não é criticar ao que se propõe o RMI, nem suas hipóteses fundamentais. A análise aqui centra-se na avaliação dos custos envolvidos pela condução da política monetária visando exclusivamente a estabilidade de preços e a utilização de unicamente a taxa básica de juros (Selic no Brasil) como

---

<sup>2</sup> Ver Carvalho (2004).

instrumento de política monetária. Tal avaliação se dá na observação de características institucionais particulares à economia brasileira e seus consequentes efeitos perversos.

No caso brasileiro, o regime foi adotado em meados de 1999 quando abandonou-se o Regime de Metas Cambiais (RMC). A âncora cambial foi substituída pela taxa de juros como instrumento central na condução da política monetária. Porém, como será destacado mais adiante, o câmbio continua sendo o principal canal pelo qual a política monetária tem atingido a inflação. Quando aceita-se que a política monetária tem como tarefa única a estabilidade de preços, costuma-se negligenciar a importância das outras variáveis macroeconômicas que dialogariam com a política de juros. Porém, há efeitos perversos que não podem ser negligenciados. O Banco Central do Brasil (BCB), apesar de se dizer unicamente preocupado com a inflação, busca atingir múltiplos objetivos utilizando-se de um único instrumento<sup>3</sup> o que, por sua vez, implica em contínuos custos e a um consequente patamar de taxa de juros fora de uma realidade aceitável quando comparado ao de outros países com baixa experiência de inflação.<sup>4</sup>

Este capítulo centra-se na análise da ineficácia da taxa de juros como instrumento de política monetária tendo como base as perversões existentes em seus canais de transmissão. Na seção I.1, analisa-se o principal canal de transmissão do atual instrumento de política monetária brasileiro: o canal do câmbio. Na seção I.2, há uma breve discussão sobre as teorias de formação de preços que corroboram a existência do canal de custos. Logo em seguida discute-se a existência deste canal na economia brasileira. Por fim, na seção I.3, discute-se a perversidade existente no canal do crédito e a dimensão deste na economia brasileira.

### ***1.1 - O Canal do Câmbio***

De acordo com a teoria econômica keynesiana, a taxa de juros real é formada no mercado monetário e possui papel central na economia na medida em que é um vetor, tanto na esfera de circulação financeira – ao ter papel na precificação dos ativos –, quanto na circulação industrial – na determinação do nível de Investimento. O poder que a taxa de juros possui na economia não se resumiria simplesmente a um impacto indireto na

---

<sup>3</sup> Ver Bresser-Pereira e Nakano (2002).

<sup>4</sup> Ver Modenesi e Modenesi (2012).

determinação do nível geral de preços por conta da expansão ou contração da Base Monetária. A importância da condução da política monetária transpõe os limites da abordagem do RMI. Para comprovar esta suposição teórica, no caso brasileiro, seria necessário checar a relação entre as variáveis econômicas e os níveis adotados de taxa de juros pelo *policy maker* nos últimos anos.

Como constatado nos trabalhos de Modenesi e Araújo (2012) e de Oreiro et al. (2007), em que analisam-se estas relações na economia brasileira, há muitas interações entre as variáveis estudadas. A teoria econômica, de modo geral, concorda com suas relações mútuas e duais, a discordância se daria quanto à relação de causalidade e de tendência.

O que observa-se nestes modelos é a baixa sensibilidade da taxa de inflação (IPCA) à elevação do juros. Ela se comporta de forma assimétrica ao mesmo. A explicação proposta pela teoria é a de que o *policy maker* não teria a plena informação das variáveis – ou que não as levaria em consideração, ou ainda que as levaria em consideração mas buscando objetivos múltiplos – na formulação da política monetária. O aumento dos juros geraria uma redução da inflação pouco relevante em detrimento de uma atividade econômica dinâmica – por conta de baixos níveis de investimento.

Em Oreiro et al. (2007), de acordo com modelo econométrico estimado, a Selic seria causada pela taxa de câmbio, pelo IPCA e pelas expectativas de inflação. Tal resultado evidencia claramente que o *policy maker* releva a taxa de câmbio em sua função de reação ao formular a política monetária. A taxa de câmbio seria determinada unicamente pela Selic. Já o IPCA é causado pelas expectativas, a Selic e a taxa de câmbio. Essa determinação múltipla mostra o quão complexo é a relação entre as variáveis macroeconômicas e como o BCB não conduz fielmente sua política dentro dos pressupostos do RMI. De acordo ainda com o trabalho citado, a taxa de câmbio causaria a taxa Selic direta e indiretamente, via expectativas e IPCA.

A questão do câmbio é central ao analisarmos a atual condução da política monetária. Até 1999, a política monetária era conduzida dentro do RMC – ou seja, a política de estabilização monetária era conduzida através do canal do câmbio com uma taxa de câmbio apreciada fixada pelo BCB.

Contudo, como diz Serrano (2006), mesmo com o RMI, no período pós-1999 não houve uma mudança significativa com relação à utilização do câmbio como âncora nominal na estabilização de preços. Portanto, o nível de taxa de juros – em um elevado patamar no

caso brasileiro – seria utilizado para manter a taxa de câmbio apreciada visando o controle da inflação pelo canal dos custos, seja ao baratear bens *tradables* – na medida em que há uma elevada quantidade de bens produzidos e comercializados na economia brasileira em que os agentes que os produzem são *price takers* – ou insumos importados. Esta relação é desenvolvida empiricamente por Serrano e Summa (2011), onde destaca-se que em todos os anos em que a meta de inflação não foi atingida, foram anos de depreciação da moeda doméstica. Enquanto na maior parte dos anos em que houve apreciação da moeda doméstica, a meta foi atingida.

A importância do câmbio na determinação da inflação, no caso brasileiro, também se dá por fatores institucionais. Como dito no trabalho de Oreiro et al. (2007) e de Serrano e Summa (2011), há uma grande participação do preço dos administrados na composição do IPCA, por exemplo. Parte significativa da variação do mesmo se dá por conta destes ainda serem indexados aos índices de inflação que, por sua vez, são fortemente influenciados pela taxa de câmbio. As variações cambiais, conseqüentemente, teriam efeitos ainda maiores sobre a inflação.

O objetivo central da política de altos juros praticada pelo BCB não seria o de conter pressões inflacionárias pelo lado da demanda agregada, mas sim o de manter a taxa de câmbio dentro de uma banda previamente definida buscando conter as pressões de custos provenientes do canal câmbio. Isto posto, a taxa de câmbio seria uma das variáveis da função de reação do BCB. Logo, a política monetária é passiva. Uma depreciação cambial, por exemplo, seria acompanhada de uma elevação dos juros visando à estabilidade de preços, gerando, conseqüentemente, distorções em outras variáveis macroeconômicas.

É válido destacar também a ineficiência do RMI vis-à-vis o período anterior à implantação do mesmo – quando a meta era explicitamente o câmbio. Como disse Gustavo Franco em matéria da Veja em 2005:

“De 1999 a 2004. Período em que implantamos as ‘metas de inflação’ e a flutuação cambial, a inflação média anual pelo IPCA foi de 8,7% e de 7,7% no ano passado. (...)

Em 1998, último ano de vigência da ‘âncora cambial’, a inflação medida pelo IPCA foi de 2,5% e pelo IGPM de 1,8%.”

O fato da autoridade monetária tentar controlar múltiplas variáveis com um único instrumento – como, por exemplo, o câmbio e a demanda agregada com a taxa de juros – gera um efeito colateral que seria o alto patamar histórico de juros e de inflação da economia

brasileira quando comparado ao de outros países da América Latina. Não seria possível praticar um regime cambial com flutuação livre em um contexto de altas taxas de juros e em uma economia pequena como a brasileira por conta da volatilidade dos preços das *commodities*. Estaríamos fora de um equilíbrio com estabilidade em todas as variáveis macroeconômicas significativas, que só seria revertido com baixos juros (instrumento controlado diretamente pelo BCB). Tal patamar inferior das taxas de juros proporcionaria à economia brasileira os benefícios de uma taxa flutuante.<sup>5</sup>

Além disso, há uma defasagem temporal quando se utiliza este canal para a condução da política monetária. Uma depreciação cambial afeta a inflação, levando, em um segundo momento, à elevação da taxa de juros – como reação do BCB –, em um terceiro momento, à apreciação cambial – via entrada de capitais especulativos de curto prazo –, e só então se sentiriam os efeitos sobre os preços. O controle não é direto como seria no mercado de crédito onde poderiam ser utilizados a própria taxa de juros ou o recolhimento compulsório como instrumentos.

## ***1.2 - O Canal dos Custos***

### **1.2.1 - Teorias de Formação de Preços**

De uma maneira geral, a literatura econômica não aceita que exista um canal de custos como mecanismo de transmissão da política monetária. Como já exposto no início do trabalho, a literatura *mainstream* parte de hipóteses extremamente simplistas quanto ao papel da moeda e ao funcionamento dos mercados. Por conseguinte, segue-se uma regra de condução de política monetária que ignora o impacto das falhas de mercado a nível microeconômico sobre as variáveis macroeconômicas.<sup>6</sup> Ou seja, na visão destes, o banco central, ao utilizar a taxa de juros como instrumento de política monetária, só teria o poder de estabilizar os preços através do controle da demanda agregada. Contudo, ao se analisar as interações entre os agentes a nível microeconômico, observam-se distorções não negligenciáveis, pois, ao serem o comportamento predominante dos principais agentes nos principais mercados – principalmente em mercados como o mercado financeiro onde há ligação com todos os outros setores da economia e por onde é determinado um dos

---

<sup>5</sup> Ver Bresser-Pereira, e Nakano (2002).

<sup>6</sup> Ver Modenesi e Pires-Alves (2012).

principais preços da economia, as taxas de juros –, distorcem o impacto que seria esperado das políticas implementadas pela autoridade monetária.

Modenesi e Pires-Alves (2012) destacam algumas das principais teorias que tentam explicar a formação de preços a nível microeconômico. O que se pretende compreender, utilizando-se destas abordagens, é como que se daria o processo interativo entre a formação de preços e as variáveis macroeconômicas – em particular, com a taxa de juros e a taxa de câmbio –, além dos consequentes efeitos que a formulação de uma política econômica que ignorasse esta relação pudesse proporcionar à economia. A proposição central é a de que as estruturas de mercado, de uma maneira geral, são oligopólios ou as firmas concorrem monopolisticamente. São enumeradas algumas das principais teorias microeconômicas que tentam explicar este fenômeno. Citam-se os trabalhos de Hall e Hitch (1939), Sweezy (1939) e Kalecki (1954), além dos modelos baseados na Teoria dos Jogos e o modelo de Estrutura-Condução-Desempenho (1939), de Edward S. Mason, aprimorado posteriormente por outros autores.

No trabalho de Hall e Hitch (1939) e Sweezy (1939), onde se desenvolve o conceito conhecido como Curva da Demanda Quebrada, a ideia é de que haveria uma descontinuidade na elasticidade-preço da demanda. A elasticidade seria maior para aumento de preços e menor para redução, isso se deve ao fato de que quando o preço praticado por uma firma sobe, ela não tende a ser acompanhada pelas rivais, portanto, perde parte significativa de seu *market share*. Porém, quando há uma redução de preços, a firma é provavelmente acompanhada pelas rivais, o que expande pouco a quantidade de consumidores dispostos a demandar sua produção. Por conseguinte, haveria uma descontinuidade na receita marginal tornando o preço invariável a alterações moderadas na demanda e de custos.

Em Hall e Hitch (1939), enfatiza-se ainda o papel preponderante da estrutura de custos no processo de formação de preços – conhecido como “Princípio do Custo Total”. De acordo com este trabalho, haveria uma rigidez de preços proveniente de acordos tácitos desenvolvidos entre as firmas, onde se estabeleceria uma regra pela qual os preços são formados a partir de uma margem sobre o custo direto, garantindo, portanto, uma taxa de lucro uniforme e que equilibraria o mercado via ajustes na quantidade – com a formação e eliminação de estoques.



Na visão de Kalecki (1954), assim como no trabalho de Hall e Hitch (1939), a estrutura de custos tem um papel central no processo de formação de preços. Assim como no trabalho anteriormente descrito, o preço da firma é função do custo direto unitário e do preço médio. Existe uma medida de grau de monopólio que é o que determina o poder de mercado da empresa e o conseqüente diferencial com relação ao preço médio. O grau de monopólio dependeria das estruturas competitivas e de negociação com fornecedores no mercado, além de haver também a ideia de que há rigidez mesmo em contexto de alteração de demanda.

Porém, é no trabalho de Mason (1939), posteriormente aprimorado por diversos outros teóricos, que são relevadas diversas questões estruturais pelas quais mais realisticamente descrevem a economia capitalista. Dentro do arcabouço teórico do modelo de Estrutura-Condução-Desempenho, são destacadas as seguintes variáveis que interagem no mais distinto nível: (i) número de empresas; (ii) grau de coordenação; (iii) grau de homogeneidade/diferenciação; (iv) condições de entrada de novas empresas; (v) estrutura de custos; (vi) grau de integração vertical e diversificação.<sup>7</sup>

A estrutura de custos é uma das variáveis que possui papel na determinação de preços. Cada mercado possui graus diferenciados em cada uma das variáveis apresentadas, o que implica, conseqüentemente, em estruturas de oligopólio distintas. Portanto, o impacto de uma política macroeconômica que rebata na estrutura de custos das empresas de um determinado mercado será distinto de acordo com o grau de concentração ou o número de empresas, por exemplo. Não se poderia afirmar em que grau precisamente toda a economia reagiria, na medida em que o impacto da medida macroeconômica seria em graus diferentes em cada mercado.

O que deve-se observar, após a exposição das distintas abordagens anteriores, é que seria inegável o papel das estruturas de custos e dos mercados, de uma maneira geral, como um canal de transmissão da política monetária. Torna-se impossível observar a economia dentro de pressupostos simplistas sobre a realidade objetiva tendo em vista a quantidade de variáveis envolvidas.

É dentro deste largo grupo de teorias quanto à formação de preços da economia, que emerge a análise macroeconômica pós-keynesiana buscando explicar o fenômeno da inflação incorporando as variáveis destacadas por estas teorias. Na visão original de Keynes (2007), o fenômeno da inflação só ocorreria quando os custos marginais crescessem com a

---

<sup>7</sup> Ver Modenesi e Pires-Alves (2012).

expansão do produto – em um determinado nível de estoque de capital –, portanto apenas quando a economia já se encontra no nível de pleno emprego dos fatores de produção. Este crescimento – do custo marginal – só seria atenuado com o aumento da produtividade. Também haveria inflação quando se elevam os salários nominais.

Weintraub (1961) ainda destaca que haveria uma regra de *mark-up* na determinação do preço, onde este se torna função do produto médio do trabalhador, da estrutura de custos e do comportamento dos salários – como na curva de Phillips (1958).

É nesse contexto que observamos o papel do aumento dos juros na estrutura de custos, na medida em que este se impõe como custo financeiro e de oportunidade do capital. O RMI ignora – ou minimiza – tal relação porque aceita o pressuposto neoclássico de taxa natural de juros.<sup>8</sup> Ao mesmo passo em que a taxa de juros é elevada para controle da inflação, o custo de oportunidade e de financiamento também se elevam, forçando a um consequente crescimento de preços – dado que existe uma rigidez pela qual o empresário capitalista se depara ao não poder se desfazer de investimentos de longo prazo em capital fixo. Passa-se a buscar fontes de financiamento próprio – como o lucro retido –, as quais tem seus custos inteiramente repassados para os preços. Esta estrutura determina um efeito perverso na utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária objetivando a estabilidade de preços, portanto, colocando em cheque a eficiência do RMI.

Além disso, é extremamente importante o papel de outros determinantes do canal de custos como, por exemplo: o papel dos administrados – ainda como resquício da indexação dos anos 80, no caso brasileiro –, dos choques adversos de oferta, da elevação da produtividade e do grau de concentração das indústrias. A inflação estaria relacionada com variáveis que, por sua vez, não seriam relacionadas à expansão monetária.

### **I.2.2 - O Canal dos Custos no Brasil**

Nos últimos anos, a existência de um canal de custos no Brasil vem sendo destacada por uma série de autores de orientação teórica mais heterodoxa. É sabido que a utilização da taxa de juros como um instrumento de política monetária não seria eficiente quando a inflação não é proveniente de pressões de demanda agregada.

---

<sup>8</sup> Arestis et al. (2008).

Não há, na economia brasileira, incidência de absorção dos custos e, portanto, de diminuição da margem de lucros por parte das firmas. Uma elevação do custo unitário do trabalho ainda é repassada para os preços de bens *non-tradables* e de serviços intensivos em trabalho. Estas variáveis não seriam influenciadas pela variação da taxa de juros. Além disso, devido ao fato da economia brasileira ser aberta e pelos agentes serem *price takers*, há uma grande influência dos choques dos preços de *commodities*.<sup>9</sup>

Os trabalhos empíricos de Modenesi e Araújo (2012), Oreiro et al. (2007) e Marques e Fochezatto (2006)<sup>10</sup>, que utilizam-se de modelos econométricos para estimar a relação entre as variáveis econômicas e a inflação, comprovam a existência de um canal de custos no Brasil. O saldo de conclusões que se obtém a partir dos trabalhos citados é o de que as empresas predominantemente partiriam de uma regra de *mark-up* no processo de formação de preços e de que há baixa sensibilidade do IPCA com relação à taxa de juros, além da inflação influenciar e ser causada por outras variáveis macroeconômicas.

A existência de um canal de capitais na transmissão da política monetária é extremamente importante quando se assume a taxa de juros como o principal instrumento de condução do RMI. A economia brasileira ainda possui um desenvolvimento incipiente deste canal o que impossibilita a captação direta de recursos pelos agentes econômicos.<sup>11</sup> A principal consequência deste entrave estrutural é a dependência das firmas para com o capital de terceiros. Por conseguinte, há um maior peso do Passivo do que do Patrimônio Líquido na composição do Balanço Patrimonial. A dependência estrutural imposta às empresas com relação às fontes de financiamento de terceiros distorce o impacto que uma elevação da taxa de juros teria na estabilização de preços. Na medida em que os juros de financiamento têm um papel relevante na estrutura de custos e que não haja uma alternativa de captação relevante para a maior parte das firmas, não se pode assumir que uma elevação da taxa de juros acarretará numa queda nos preços – não pelo menos por este canal. O efeito, neste caso, seria inverso.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Ver Serrano e Summa (2011).

<sup>10</sup> Os três trabalhos citados possuem enfoques diferenciados. Em Oreiro et al. (2007) e Modenesi e Araújo (2012) há uma preocupação com a questão dos custos de capitais e, além da comprovação do baixo potencial da taxa de juros para combate à inflação, encontram-se também relações entre o IPCA, as expectativas e a taxa de câmbio. Em Marques e Fochezatto (2006) investiga-se a relação direta entre a taxa de juros, os custos e a inflação, concluindo que em todos os setores há impacto dos juros sobre os custos, variando apenas com relação à magnitude, elasticidade e outras variáveis estruturais dos mercados estudados.

<sup>11</sup> Ver Bresser-Pereira, e Nakano (2002), Carvalho (2005) e Oreiro et al. (2007).

<sup>12</sup> Ver Oreiro et al. (2007) e Serrano e Summa (2011).

O fato da política monetária atuar por uma série de canais não invalida a proposição inversa entre taxa de juros e inflação<sup>13</sup> mas torna a inflação pouco sensível a mudanças bruscas dos juros. O fato da taxa de juros influenciar uma série de variáveis macro e microeconômicas – ou mesmo até a assunção de objetivos múltiplos por parte da autoridade monetária, explícita ou implicitamente – ocasiona tais distorções e impõe um alto custo para a sociedade brasileira.

Portanto, a importância de se observar a existência de um canal de custos é a de que o enfoque na formação de preços se daria pelo lado da oferta, não pelo lado da demanda como nos pressupostos do RMI. Não são negadas as pressões de demanda, nem que haja distorções pelo lado da mesma, mas o que se destaca é o poder que as empresas exercem ao determinar os preços, seja em regras de *mark-up*, por conta de coordenação ou por consequência de outras falhas de mercado provenientes de suas estruturas.

### ***1.3 - O Canal do Crédito***

#### **1.3.1 - O Efeito Contágio da Dívida Pública**

A economia brasileira esteve enfrentando na segunda metade do século XX uma problemática central: a manutenção de altas taxas de inflação por longos períodos. Contudo, em meados da década de 90, após diversas experiências frustradas com diferentes planos de estabilização<sup>14</sup>, a economia brasileira finalmente conheceu a estabilidade monetária com a implementação, no governo Itamar Franco, do predecessor do Plano Real, a Unidade Real de Valor (URV). No entanto, como a origem da inflação crônica se devia ao fato de a economia brasileira ser plenamente indexada, apenas com as reformas concluídas pelo plano Real<sup>15</sup> que pode-se finalizar o processo de hiperinflação então existente.

Como parte do processo de indexação que a economia brasileira esteve encarando durante a década de 60<sup>16</sup>, foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

---

<sup>13</sup> Como visto na seção I.1, o câmbio ainda vem sendo utilizado indiretamente como âncora para a inflação. Portanto, o efeito não é completamente inverso.

<sup>14</sup> Plano Cruzado I (1986), Plano Bresser (1987), Plano “Feijão com Arroz” (1988), Plano Verão (1989), Plano Collor I (1990) e Plano Collor II (1991). Ver em Giambiagi et al. (2011).

<sup>15</sup> Ver Giambiagi et al. (2011).

<sup>16</sup> O governo militar esteve implantando uma série de reformas no período com o objetivo de proteger os ativos financeiros e os rendimentos dos agentes das altas taxas de inflação então existentes. Ver em Giambiagi et al. (2011).

(ORTN's) que corrigiam o seu valor nominal trimestralmente. Em 1969, iniciaram-se as operações de mercado aberto com ORTN's de curto prazo (15, 30 e 40 dias), mas apenas em 1970 que foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTNs) que passaram a ser o instrumento de política monetária no mercado aberto. Em 1986, foram criadas as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) que objetivavam o financiamento do Tesouro em um quadro de iminente hiperinflação e de um conseqüente fenômeno de dolarização da economia brasileira.<sup>17</sup>

As LFTs são títulos pós-fixados de alta liquidez emitidos pelo Tesouro Nacional. A economia brasileira possui robustez suficiente para reduzir o risco de *default* da dívida observado pelos agentes externos na medida em que vem obtendo seguidos superávits fiscais. Além disso, o fato destes títulos serem pós-fixados elimina o custo de oportunidade dos juros pois não existe o risco do mesmo.<sup>18</sup>

O fato de o Banco Central utilizar a taxa de juros no mercado interbancário objetivando a estabilidade de preços e do Tesouro Nacional ter os juros atrelados a sua dívida – ou seja, a seu financiamento direto – causa um efeito perverso em ciclos de elevação dos juros. Portanto, mesmo após as reformas que desindexaram a economia brasileira na década de 90, ainda há um vestígio de indexação no mercado da dívida pública.<sup>19</sup> Como a taxa de juros vem sendo utilizada como âncora da estabilidade de preços no RMI e devido ao pânico existente entre os agentes econômicos em um país com uma memória recente de hiperinflação, há a necessidade da manutenção de elevados patamares de taxa de juros. A conseqüência direta desta convenção é o agravamento da dívida pública proveniente do efeito contágio anteriormente descrito. Os títulos públicos indexados se tornam altamente rentáveis em uma economia com estabilidade de preços. Para que se verifique efeitos relevantes sobre a demanda agregada tornam-se cada vez mais necessárias elevações mais bruscas sobre a taxa de juros.<sup>20</sup>

Ao se observar esta relação direta entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública, torna-se evidente a necessidade de uma reforma fiscal. A expansão da dívida pública é um custo para todos os brasileiros e prejudica os esforços do BCB na condução de

---

<sup>17</sup> Ver Barbosa (1992) e Modenesi e Modenesi (2012).

<sup>18</sup> Ver Barbosa (2006).

<sup>19</sup> Idem.

<sup>20</sup> Uma elevação inicial da taxa de juros, com o objetivo de contração da base monetária, impõe um maior custo para a dívida pública e uma expansão dos meios de pagamentos, em um segundo momento. Dentro do escopo analítico do RMI, uma expansão monetária gera apenas inflação. A conseqüente inflação imporia uma nova rodada de elevação da taxa de juros reiniciando o ciclo perverso de elevação de juros. Ver Carvalho (2005).

uma política monetária contracionista, tanto pelo efeito contágio, assim como pela percepção dos agentes econômicos de uma dívida pública crescente.<sup>21</sup> Barbosa (2003) propõe que a política fiscal deveria perseguir uma regra semelhante à Regra de Taylor, onde o déficit público operacional deveria ser uma proporção constante do Produto Interno Bruto (PIB) de longo prazo. Se o PIB real estivesse acima do PIB de pleno emprego, diminuiria o déficit primário e levaria a dívida pública para um ponto de equilíbrio de longo prazo. Esta condição é possível devido ao fato de haver estabilidade da dívida pública e, conseqüentemente, ser desnecessária a existência de um prêmio de risco para a mesma. Para que esta condição ocorra e que se concluam as reformas iniciadas com a implantação do Plano Real, torna-se fundamental a desvinculação entre o mercado monetário e o mercado da dívida pública. O Tesouro Nacional, dentro da visão do autor, não deveria emitir títulos atrelados à Selic. O título de curto prazo deveria ser desindexado – pois existe uma situação de estabilidade monetária – e o de longo prazo deveria ser indexado a um índice de preços ao consumidor – visando proteger o investidor em um horizonte muito longo.

### **I.3.2 - O Efeito Renda Financeira às Aversas e a perversidade do Canal do Crédito**

Um dos canais de transmissão da política monetária se dá através do chamado efeito riqueza. Uma elevação nos juros muda a rentabilidade dos ativos já existentes impactando as decisões de consumo dos agentes.<sup>22</sup> Tal efeito seria inexistente ou perverso na economia brasileira por consequência direta da indexação dos títulos da dívida pública a uma taxa de juros pós-fixada.<sup>23</sup> Além disso, os bancos comerciais brasileiros detêm relevante participação de seus ativos em títulos da dívida pública.<sup>24</sup>

Tal arcabouço institucional impõe uma perversidade crônica na medida em que uma elevação nos juros acarretaria numa valorização dos ativos detidos pelos bancos e, conseqüentemente, de seus preços. Estabelece-se assim uma imunidade (*hedge*) por parte dos agentes financeiros contra choques de juros. Por conseguinte, cria-se um contexto favorável à especulação financeira e os ativos tornam-se predominantemente de curto prazo,

---

<sup>21</sup> Ver Barbosa (2006) e Parreiras (2008).

<sup>22</sup> Uma elevação na taxa de juros, por exemplo, tornaria os novos títulos mais rentáveis e, conseqüentemente, diminuiria a percepção de riqueza dos agentes detentores de títulos emitidos ao patamar de juros anterior. Com uma menor percepção de riqueza, freia-se o consumo e, conseqüentemente, a demanda agregada atenuando uma iminente subida de preços.

<sup>23</sup> Cerca de 50% dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional são indexados à taxa Selic. Ver em Aresis et al. (2008).

<sup>24</sup> Ver Oreiro et al. (2007).

o que deprime e encarece ainda mais o crédito concedido à esfera de circulação industrial da economia. Neste contexto, uma elevação da taxa de juros por parte da autoridade monetária teria efeito inverso do que o teorizado pela literatura econômica tradicional.<sup>25</sup>

A alta rentabilidade proveniente deste arranjo impõe um patamar de altos juros na ponta para a pessoa física e para pessoa jurídica<sup>26</sup>. Portanto, para que haja mudanças relevantes no movimento da demanda por crédito, seriam necessárias mudanças bruscas no patamar de juros. Isso se daria porque a parcela pertencente à Selic na taxa de juros de aplicação seria muito baixa, por conta dos altos patamares de *spread* bancário existentes na economia brasileira.<sup>27</sup>

Como a taxa de juros possui uma correlação direta com a percepção de riqueza dos bancos, uma elevação dos juros deveria acarretar em uma desaceleração do crédito. Contudo, há outras distorções no mercado de crédito. Em primeiro lugar, em um dado valor crítico de juros, os bancos não emprestam em “virtude do *risco moral* e da *seleção adversa*”.<sup>28</sup> Esta distorção ocorre predominantemente por conta do risco de inadimplência. Em segundo lugar, se torna mais atrativo que a riqueza permaneça em ativos da dívida pública na medida em que possuem risco muito baixo. A taxa Selic, portanto, se imporia como um custo de oportunidade para os bancos. Por fim, há o fenômeno da preferência pela liquidez, onde, em contextos de extrema incerteza, os bancos preferem simplesmente manter seu estoque de riqueza entesourado ou em títulos da dívida pública, não expandindo seus empréstimos aos consumidores e investidores.<sup>29</sup>

Oliveira e Oliveira (2006) ainda destacam que a relação crédito/PIB da economia brasileira – apesar do crédito estar em franco crescimento nos últimos anos<sup>30</sup> –, quando comparada com a de economias avançadas, não é suficientemente relevante para que o canal do crédito possa ser considerado central na condução da política monetária implementada pelo BCB.

O canal do crédito, portanto, possui um conjunto muito grande de distorções provenientes da estrutura de mercado oligopolizada – onde é permitido que os bancos pratiquem altos *spreads* com taxas de lucro abusivas em comparação com outros países –, da

---

<sup>25</sup> Idem.

<sup>26</sup> Ver Franco (2005).

<sup>27</sup> Ver Oreiro et al. (2007).

<sup>28</sup> Ver Modenesi e Modenesi (2012).

<sup>29</sup> Ver Carvalho (2005).

<sup>30</sup> Ver Martins e Ferraz (2011).

indexação da dívida pública e dos altos patamares de taxas de juros insistentemente praticados pela autoridade monetária. São um conjunto de fatores que se relacionam, se fortalecem e se aprofundam mutuamente e que impõem um custo a todos os cidadãos brasileiros.

## **Conclusão**

A estabilidade de preços no Brasil vem sendo alcançada pelo mesmo canal de transmissão que de outrora: o canal do câmbio. Portanto, é necessário um patamar altíssimo de juros para que se sustente a artificialidade do câmbio apreciado, que levaria, por conseguinte, a uma redução dos preços. Tal apreciação do câmbio e a manutenção de altas taxas de juros impõem um custo às exportações e ao investimento no Brasil. Além disso, a existência de um canal dos custos e de perversões no canal do crédito diminui a eficácia da taxa de juros como um instrumento de política monetária que objetiva a estabilidade de preços. Tal distorção se daria por questões estruturais da economia brasileira. Como conclusão, percebe-se a necessidade de mais uma reforma macroeconômica visando sanar tais distorções e adequar a economia brasileira a patamares de juros civilizados.



## **CAPÍTULO II – A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL, AS IMPLICAÇÕES MACROECONÔMICAS E A RECENTE EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

### **Introdução**

A experiência com o Regime de Metas de Inflação em diversos países<sup>31</sup> – incluindo o Brasil –, nos últimos anos, vem sendo acompanhada de uma dose relevante de pragmatismo. Como ressaltado no capítulo anterior, existem inúmeras distorções em diversos canais de transmissão da política monetária, distorções essas, muitas vezes negligenciadas pela literatura econômica ao formular as proposições teóricas do RMI. Portanto, faz-se relevante observar quais foram os resultados de experiências semelhantes à brasileira com o RMI, em qual medida foram flexibilizadas tais experiências e quais as implicações macroeconômicas para a economia brasileira de uma adoção fiel dos pressupostos básicos do RMI.

O RMI tem como característica básica a assunção por parte da autoridade monetária de uma meta pública para a inflação ao longo de um período de referência. Para isso, é necessário que a autoridade monetária tenha autonomia, credibilidade, transparência e que seu objetivo único seja a estabilidade de preços. Por conseguinte, não são admitidas metas adicionais como, por exemplo, para a taxa de câmbio ou para o crescimento econômico. Dentro deste arcabouço ainda se incluem, como pré-requisitos, uma situação fiscal robusta e um sistema financeiro estável.<sup>32</sup>

O caso brasileiro seguiria fiel às características anteriormente descritas, sendo sancionado o RMI em decreto pelo Presidente da República no dia 21 de junho de 1999 e regulamentado por resolução emitida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), também em 1999. Contudo, há a consciência de que o BCB não tem pleno controle sobre o comportamento dos preços, seja por conta de choques de oferta e de fluxos de capitais provenientes do mercado internacional, ou por conta de choques de custos e de defasagens temporais no mecanismo de transmissão da política monetária. Para isso, são adotadas metas

---

<sup>31</sup> Ver Oliveira e Oliveira (2006).

<sup>32</sup> Ver Banco Central do Brasil (2012b).

de inflação com intervalos de tolerância, além de ser emitida, pelo BCB, nota explicativa a respeito dos resultados obtidos e sobre o porquê da adoção de um determinado patamar de juros.<sup>33</sup> Tal arranjo institucional permite, por vezes, à autoridade monetária, uma fuga da fidelidade ao objetivo considerado central no RMI – tal maleabilidade se dá, por exemplo, com prazos mais longos de cumprimento de metas. Dada a quantidade de fatores externos ao BCB que tem impactos sobre os preços – fatores esses assumidos pela própria autoridade monetária, não sendo apenas ressaltados por críticos do regime –, torna-se possível um raio de manobra e de flexibilidade do regime, que possibilitaria a adoção de uma conduta muito mais pragmática do que a teoria suporia *a priori*.

Este capítulo analisa, na seção II.1, a experiência internacional do RMI e o seu impacto sobre as mais diversas variáveis macroeconômicas, além da fidelidade que estes países teriam quanto às proposições teóricas originais que deveriam ser seguidas no regime. Na seção II.2, discute-se as implicações às variáveis macroeconômicas da economia brasileira por conta da sua experiência histórica com o RMI. Por último, na seção II.3, levanta-se a hipótese de uma recente ruptura do governo brasileiro com relação a um consenso historicamente estabelecido de condução da política monetária. A análise centra-se nas atuais ações e nos discursos do governo federal.

### ***II.1 - A experiência internacional do Regime de Metas de Inflação***

Os trabalhos de Oliveira e Oliveira (2006) e de Arestis et al. (2008) comparam a experiência brasileira com países que também adotaram o RMI nos últimos anos e os que não o adotaram. De acordo com Oliveira e Oliveira (2006), países que tiveram experiências mais flexíveis com relação ao RMI, tiveram desempenho macroeconômico mais equilibrado do que países que não o fizeram. Já na visão de Arestis et al. (2008), os países latino-americanos são muito expostos a choques externos, por serem economias ainda predominantemente agroexportadoras, o que dificultaria a política de estabilidade de preços via mecanismo de juros.

O fato de a economia brasileira estar sujeita a choques de preços de *commodities*, além de, em momentos de crises de confiança internacional, os fluxos de capitais emigram

---

<sup>33</sup> Ver Banco Central do Brasil (2012b).

do Brasil, torna o papel do câmbio preponderante na condução da política monetária.<sup>34</sup> A crise de energia no Brasil, os atentados de 11 de setembro em 2001, a crise argentina e a crise de confiança nas eleições presidenciais de 2002, afetaram substancialmente a eficiência da política monetária brasileira no combate à inflação. As metas de inflação não foram alcançadas em ambos os anos, além de ser observada relevante depreciação cambial.<sup>35</sup>

Quando comparados a outros países emergentes antes da crise de 2008, observa-se que haveria uma tendência geral de queda na inflação independentemente se adotaram ou não o RMI.<sup>36</sup> Além disso, diversos países emergentes (como Malásia, China e Índia), que não adotaram o RMI, possuem um patamar de inflação menor do que o Brasil e utilizam o câmbio como principal âncora para a estabilização de preços. Tais países também possuem uma média de crescimento superior.<sup>37</sup> Portanto, não haveria evidência empírica de que a adoção do RMI, por consequência direta da estabilidade de preços, levaria a um crescimento econômico tendente ao produto potencial da economia. Aliás, nem a estabilidade de preços existente na economia brasileira seria tão eficiente quando comparada com a de países emergentes que não adotaram o RMI.

Alguns países latino-americanos, após a adoção do RMI, registraram um crescimento econômico, na média, pior do que o anterior ao regime.<sup>38</sup> O caso do México, em particular, é um razoável exemplo de implementação radical dos pressupostos do RMI e de um relativo insucesso, ao menos quando comparado com outros países em semelhante situação. Inicialmente, foram adotadas medidas visando restabelecer a credibilidade da autoridade monetária. Para isso, foram implementadas medidas de austeridade fiscal e monetária, apesar de ainda existirem políticas voltadas ao acúmulo de reservas internacionais e de redução da volatilidade cambial. Ademais, optou-se pela escolha de um índice cheio para a inflação, a não existência de cláusulas de escape e de metas rígidas anuais. A tentativa de estabelecer um regime com metas muito rígidas acabou por minar a credibilidade da autoridade monetária na medida em que esta não conseguia cumprir as metas previamente estabelecidas. O não cumprimento das metas acaba com o principal benefício do RMI que

---

<sup>34</sup> Melhor formulação acerca deste ponto está na seção I.1.

<sup>35</sup> Ver Arestis et al. (2008).

<sup>36</sup> Idem.

<sup>37</sup> “Indeed, some emerging non-IT countries, such as China, India, Egypt and Malaysia, have had inflation rates below 4 percent per year in the last few years. For some countries, China, India and Malaysia, the stability of the nominal exchange rate has had an important role for price stabilization purposes. So, IT and non-IT countries have experienced similar reductions in inflation in recent years.” ARESTIS ET AL. (2008)

<sup>38</sup> Os países que se faz referência são Brasil, Colômbia e México. Ver Arestis et al. (2008).

seria o de credibilidade que a autoridade monetária obtém perante os agentes econômicos, o que, por conseguinte, dificulta ainda mais o funcionamento do próprio regime.<sup>39</sup>

Dentre os países latino-americanos estudados, a exceção é o Chile que possui experiência semelhante aos de países que não adotaram o RMI. Contudo, o caso do Chile, em especial, é de uma experiência “gradualista” de implementação do mesmo.<sup>40</sup> A implantação do regime no país se deu dentro de um contexto macroeconômico favorável e foram feitos inicialmente usos de metas intermediárias e elevadas para a inflação. De acordo com Morandé (2000), as metas intermediárias seriam: (i) déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos; (ii) acúmulo de reservas internacionais até 1997; (iii) uso do regime de bandas cambiais até 1999; (iv) controle de capitais até 2000. O sucesso da experiência chilena é produto da gradual implantação do regime, pois os prejuízos para as performances da renda e do emprego foram minimizados.

O trabalho de Oliveira e Oliveira (2006) destaca também que há países que adotaram o regime ainda no início da década de 90 e que possuem bastante flexibilidade no mesmo como os casos da Nova Zelândia e da Austrália.

No caso da Nova Zelândia, observava-se uma correlação entre a elevação da taxa de juros e a elevação dos preços das hipotecas que compunham parte considerável do índice de preços oficial, gerando um efeito perverso na política monetária de juros. Para eliminar tal efeito, passaram a ser considerados para cálculo apenas os valores dos alugueis. Também passaram a ser excluídas mudanças significativas nos termos de troca (choques de oferta, de produtividade) e mudanças de alíquotas de impostos (mudanças discricionárias do governo que não possuem relação com pressões de demanda). As metas tinham uma flexibilidade de prazos, além de serem longos. A existência de cláusulas de escape também permitia flexibilidade para a autoridade monetária em períodos de incerteza ou de condições econômicas adversas. Tal flexibilidade do regime neozelandês proporcionou ao país níveis de renda, emprego e inflação estáveis na medida em que o arcabouço institucional criado permitia a absorção de choques externos e a adequação do RMI a outros objetivos de política econômica.

A experiência australiana expõe uma leitura própria acerca do RMI. Não estabelecia-se um prazo determinado para que se atingisse a meta (entre 2% e 3%), nem estava ela sujeita a um arcabouço institucional predefinido. Assim como no caso neozelandês, passou-

---

<sup>39</sup> Ver Oliveira e Oliveira (2006).

<sup>40</sup> Idem.

se a utilizar, a partir de 1998, um índice que excluía itens relacionados a pagamentos de juros. A flexibilidade do regime – caso houvesse um distanciamento da inflação com relação à banda previamente estabelecida – também é existente aqui. Por conseguinte, observa-se uma razoável queda do desemprego e sustentável patamar de crescimento econômico.

As conclusões de Oliveira e Oliveira (2006) com relação ao caso brasileiro em comparação com a experiência internacional são de que, assim como no caso mexicano, o RMI no Brasil possui rigidez. A assunção do paradigma Novo Clássico, mesmo que implicitamente, no caso brasileiro, penaliza o crescimento econômico sustentado na medida em que demanda políticas econômicas contracionistas. Isso se dá principalmente ao se estabelecer metas de inflação ambiciosas que colocam em risco o principal benefício do RMI que é o de credibilidade obtido pela autoridade monetária perante os agentes econômicos.<sup>41</sup>

## ***II.2 - As implicações macroeconômicas da política monetária brasileira***

A economia brasileira, como já destacado ao longo deste documento, esteve passando por algumas reformas que vieram por adequar os instrumentos macroeconômicos ao contexto do capitalismo globalizado. O fato de, na maior parte de sua história, o Brasil ter sido uma colônia portuguesa, lhe custou se tornar uma economia atrasada, agroexportadora – e conseqüentemente dependente do mercado externo – e com uma série de gargalos estruturais.

O governo militar foi responsável por uma série de reformas no mercado de crédito e da dívida pública. No início da década de 90 cumpriu-se uma nova etapa de reforma monetária que permitiu a estabilização de preços ao custo de um endividamento público crescente, de altos juros e câmbio rígido valorizado. No fim da década de 90, foi realizado um ajuste fiscal, abandonado o câmbio rígido e adotou-se o RMI. Contudo, ainda não se cumpriu a última etapa de reformas macroeconômicas necessárias à economia brasileira que seria a de redução dos juros da dívida pública em um contexto de taxa de câmbio flutuante.<sup>42</sup> Se a alta taxa de juros é um prêmio para o próprio risco da dívida, a constante elevação deste patamar aumenta ainda mais o risco de não pagamento da dívida, o que, por sua vez, leva a

---

<sup>41</sup> Os agentes econômicos balizam suas expectativas com base na credibilidade da autoridade monetária. Uma autoridade monetária com credibilidade cria condições favoráveis ao ambiente de negócios. Portanto, se as metas de inflação colocam em xeque a própria credibilidade do sistema, este não se sustenta.

<sup>42</sup> Ver Bresser-Pereira e Nakano (2002).

uma nova etapa de aumento da taxa de juros. Tal dinâmica implicaria em um efeito perverso do uso da taxa de juros como um instrumento de política monetária por consequência direta dos múltiplos objetivos que o BCB estaria buscando em seu uso.<sup>43</sup>

Bresser-Pereira e Nakano (2002) destacam que o crescimento brasileiro sempre é puxado pela expansão das exportações, o que recuperaria o nível de emprego e da demanda doméstica. O aquecimento da demanda interna expande as importações e, conseqüentemente, as exportações passam a ser deslocadas para o mercado interno, levando a um déficit comercial. A existência de um déficit comercial leva a autoridade monetária a elevar os juros com o objetivo de correção das contas externas via conta de capitais. O aumento da taxa de juros impede que o crescimento proveniente das exportações se traduza em investimento. Tal entrave estrutural impõe à economia brasileira uma condição de semi-estagnação. Caso não haja o estímulo autônomo das exportações, não ocorre crescimento. Portanto, na visão dos autores, apenas eliminando as restrições internas e externas que se retomaria uma trajetória de crescimento econômico sustentado. Para isso, seria necessário rever o papel dos instrumentos macroeconômicos na atual conjuntura econômica. Tais restrições internas e externas seriam, portanto, removidas com um novo regime de câmbio, uma política comercial ativa e uma redução da taxa real de juros.<sup>44</sup>

A redução da taxa de juros, aliás, é fundamental, na visão de Carvalho (2005), para a retomada de crescimento sustentado da economia brasileira. A alta rentabilidade existente nos títulos da dívida pública de curto prazo (*overnight*), além de sua alta liquidez e do baixo risco de *default*, desestimula o grande empresário a investir no lado real da economia. Setores que dão um retorno de longo prazo não se tornam atrativos – tanto pela questão do tempo de retorno, quanto pelos riscos envolvidos na aquisição de bens de capitais –, impedindo que a iniciativa privada lidere os investimentos relacionados a gargalos estruturais históricos da economia brasileira (como, por exemplo, em infraestrutura). Ainda de acordo com Carvalho (2005), altas taxas de juros podem colocar em risco também a única variável com crescimento consistente nos últimos anos na economia brasileira: o consumo de bens duráveis.

---

<sup>43</sup> Ver Bresser-Pereira e Nakano (2002) e Barbosa (2003).

<sup>44</sup> Um câmbio desvalorizado (para aumentar a rentabilidade do setor exportador), somado a uma política comercial (visando a reestruturação industrial e, conseqüentemente, promovendo as exportações e a substituição de importações), além de estímulo ao investimento (via redução da taxa de juros), possibilitaria à economia brasileira uma trajetória de crescimento sustentado.

Ainda acerca da questão da taxa de juros como um entrave para o investimento, Oreiro et al. (2007) afirmam que uma das causas da semi-estagnação da economia brasileira, nos últimos anos, seria a baixa formação de capital fixo – como proporção do PIB – até então registrada.<sup>45</sup> Tal registro ocorreria devido ao elevado custo do capital – por possuir a maior taxa real de juros e de *spread* bancário do mundo. Este arranjo institucional impediria o desenvolvimento de um mercado de capitais maduro e, portanto, desestimularia o crédito da economia, sendo um fator limitador do potencial de crescimento da economia brasileira.

Bresser-Pereira e Nakano (2002) e Carvalho (2005) ainda destacam que existe uma perversidade do desenvolvimento via poupança externa, ou seja, via entrada de fluxo de capitais. A elevação da taxa de juros atrai novos capitais especulativos de curto prazo. Porém, o fluxo de capitais é instável e a valorização cambial proveniente deles diminui a rentabilidade do setor exportador. O aumento artificial do poder de compra dos assalariados estimula o consumo, diminuindo ainda mais a poupança interna e elevando o déficit em conta corrente o que demandaria novo financiamento externo. Tal arranjo macroeconômico coloca as contas externas em uma rota de endividamento crescente.

Portanto, para Bresser-Pereira e Nakano (2002), a diminuição da taxa de juros levaria a uma baixa depreciação da moeda e de conseqüente estímulo às exportações. Em seguida, o consumo público e privado poderiam estar comprimidos, mas logo em seguida seriam retomados com a expansão do PIB via aumento do investimento e, conseqüentemente, do PIB potencial. Tal ajuste do gasto público se torna necessário para a expansão da poupança pública e a conseqüente estabilização da dívida pública. Por fim, também é de extrema importância que se completem as reformas previdenciária e tributária tão perversas à sociedade brasileira desde o governo militar. Dentro desta visão, assim como na de Barbosa (2003), o equilíbrio fiscal e de transações correntes se tornam fundamentais para dar credibilidade a um novo regime de política monetária. Essa nova etapa de estabilização é necessária assim como, em outrora, foram a de estabilização de preços e do câmbio flexível.

Arestis et al. (2008) destacam que, recentemente, a economia brasileira vem passando por um período de crescimento *stop-and-go*, ou seja, um cenário de semi-estagnação como destacado aqui anteriormente. Entre 1999 (ano de implantação do RMI) e 2005, a economia brasileira não cresceu mais que 5% em nenhum dos anos, além de registrar alta volatilidade destas taxas. A explicação relatada é de que, assim como em outros

---

<sup>45</sup> “Para que a economia brasileira pudesse crescer a uma taxa de 4,5% ao ano, no longo prazo, sem gerar pressões inflacionárias, a taxa de investimento deveria aumentar pelo menos, 25,36% do PIB” OREIRO et al. (2007).

países, o fato de termos uma alta dívida externa e uma conta de capitais liberalizada podem proporcionar contextos de alta instabilidade da taxa de câmbio. Isso prejudica os esforços por parte da autoridade monetária de perseguir a meta de inflação previamente determinada, além de deprimir o crescimento econômico, já que haveria tendência da autoridade monetária em elevar a taxa de juros em situações de turbulência externa.

Por fim, Oliveira e Oliveira (2006), apesar de possuírem uma perspectiva mais positiva com relação ao contexto macroeconômico brasileiro, assumem que o país, dentro do RMI, não possui robustez suficiente para afastar riscos sistêmicos potenciais. A “fragilidade das contas públicas e a elevada volatilidade cambial observada nos últimos anos”, nas próprias palavras dos autores, indicam a necessidade de reformas quanto ao escopo adotado pelo RMI no Brasil. O ideal seria alongar os prazos para o cumprimento das metas de inflação – como nos casos da Nova Zelândia e da Austrália, já citados aqui neste trabalho –, uma reformulação da composição da dívida e medidas pragmáticas de redução da volatilidade da taxa de câmbio.

Portanto, para que se constitua um ambiente macroeconômico equilibrado, torna-se necessário uma reformulação do desenho da política monetária adotada nos últimos anos. O RMI intrinsecamente não seria capaz de recolocar o país em uma trajetória de crescimento sustentável e de conquista de patamares de investimento compatíveis com a necessidade atual. O RMI, aliás, seria uma das causas da condição de semi-estagnação existente nos últimos anos e a reformulação de sua operação seria uma das etapas de conclusão de modernização da economia brasileira.

### ***II.3 - O pragmatismo da recente política monetária brasileira***

A explicação para a existência de um contínuo e elevado patamar de taxa de juros de curto prazo sustentado pelo BCB, na última década, vinha sendo defendida por uma gama de autores como uma espécie de convenção pró-conservadorismo.<sup>46</sup> Apesar das inúmeras questões desenvolvidas ao longo deste trabalho na tentativa de explicar a existência da rigidez dos juros, estes autores destacam alguma evidência empírica em seus trabalhos quanto ao viés da Economia Política para tal fenômeno. Tal evidência se daria quanto à força política de agentes financeiros, que ganham com o alto patamar de juros, ou até

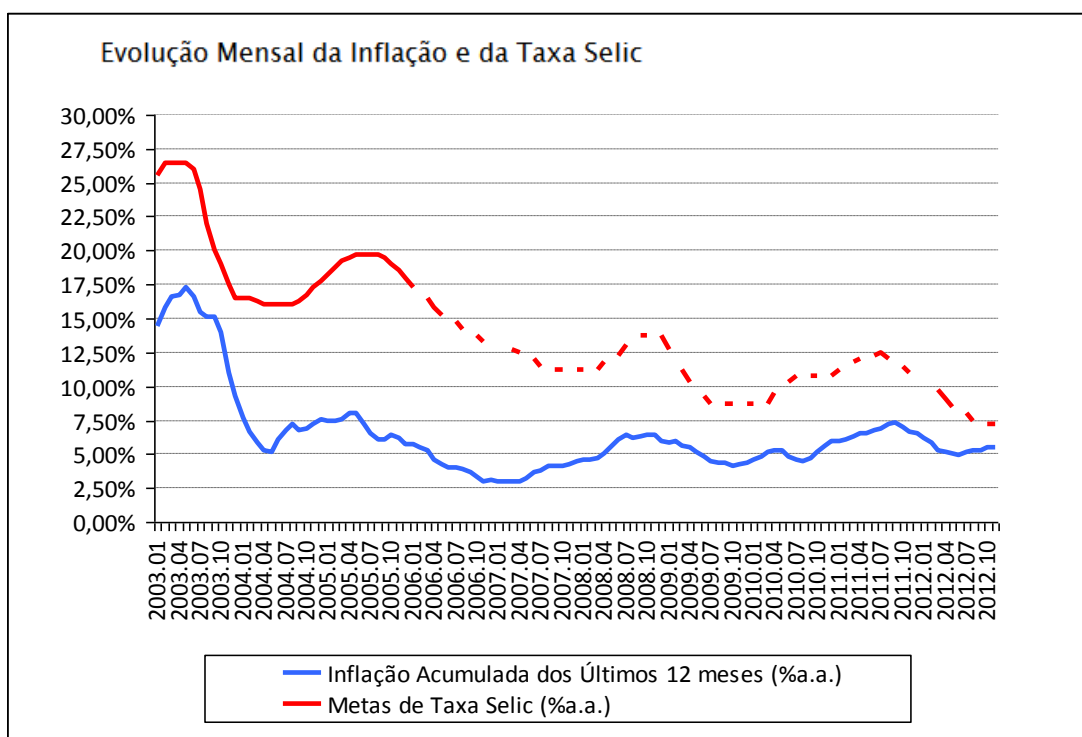
---

<sup>46</sup> Ver Bresser-Pereira e Nakano (2002) e Modenesi e Modenesi (2012).



mesmo o pânico quanto ao recente histórico de altas taxas de inflação, o que imporia um custo subjetivo a nossa sociedade devido à crença em uma possível volta para tal contexto.

Contudo, o recente histórico de reduções dos patamares de juros, principalmente no Governo Dilma (2011-2012), vão contra a proposição anteriormente descrita. Mesmo em um contexto de expectativas inflacionárias, como no ano de 2012, o governo vem estabelecendo metas decrescentes para a taxa Selic. Como observado no Gráfico 2.1, desde meados do ano de 2011, o Banco Central vem realizando um ciclo de redução dos patamares da taxa Selic. Ao observar as curvas “Inflação Acumulada dos Últimos 12 meses” e “Metas de Taxa Selic”, na margem, percebe-se que, apesar da inclinação positiva da primeira, a segunda continua em uma trajetória decrescente. Excluído o período de instabilidade financeira internacional (durante o fim de 2008 e ao longo de 2009), tal tendência não é observada ao longo do período apresentado.



**Gráfico 2.1**  
**Fontes: Ipeadata e BCB.**

Como observado no gráfico acima, o persistente desajuste da economia europeia (entre 2010 e 2012) proporcionou uma oportunidade histórica para redução de juros – anteriormente não aproveitada, como no caso de 2008, quando o BCB relutou em baixar os

juros, só o fazendo quando começaram a se sentir os efeitos da crise financeira – imediatamente aproveitada pelo BCB marcando, portanto, uma maior flexibilização (menor conservadorismo) da atual gestão com relação à gestão anterior.<sup>47</sup>

Por conseguinte, a política monetária adotada pelo atual governo se baseia em uma dose de pragmatismo. Já é quase explícito que o BCB leva em conta, na sua função de reação, a taxa de câmbio como variável macroeconômica significativa, por exemplo, haja visto as recentes intervenções com leilões de *swaps* cambiais. Diversos economistas brasileiros destacam que, apesar de ainda se sustentar oficialmente o tripé da política macroeconômica (câmbio flexível, superávit primário e metas de inflação), na prática, ele vem sendo flexibilizado de acordo com as necessidades que questões estruturais internas ou externas impõem à economia brasileira.<sup>48</sup>

Modenesi et al. (2012) destacam que a política fiscal tem um papel importante na manutenção da estabilidade de preços na medida em que vem buscando uma menor volatilidade para a taxa de câmbio e, conseqüentemente, para a inflação tendo em vista a importância do Canal do Câmbio já destacada neste trabalho. O Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) vem sendo utilizado como principal instrumento de controle de capitais. A elevação desta alíquota visa uma menor volatilidade da conta capital como resultado da diminuição da entrada de capitais especulativos de curto prazo. Esta medida tem impacto sobre a taxa de câmbio, a competitividade da indústria nacional e sobre a demanda por crédito. Além disso, houve mudanças também com relação ao rendimento da poupança.

Basicamente, o governo vem diagnosticando as pressões inflacionárias como choques de custos. Portanto, busca-se adequar uma taxa de câmbio às condições da economia brasileira (até mesmo com ações diretas do BCB no mercado de câmbio) numa tentativa de suavizar a volatilidade da mesma. Em tal contexto, o BCB procuraria desacelerar o aperto monetário tendo em vista os recentes resultados fiscais positivos, tanto pelos superávits primários registrados (em um contexto de crise internacional) quanto pela economia do pagamento de juros da dívida pública (como consequência direta de sua própria redução).<sup>49</sup> Tal diagnóstico não é consonante com os pressupostos básicos do RMI e vem de encontro com o prognóstico relatado no trabalho aqui desenvolvido. É necessária uma dose de pragmatismo na medida em que uma política monetária constantemente

---

<sup>47</sup> A atual presidência do Banco Central é exercida por Alexandre Tombini enquanto, na gestão anterior, o presidente era Henrique Meirelles, economista de conhecida orientação ortodoxa.

<sup>48</sup> Ver Modenesi et al. (2012), Romero (2012), Netto (2012) e Gala (2012).

<sup>49</sup> Ver Gala (2012).

contracionista vai contra qualquer projeto político sustentável.<sup>50</sup> A sustentação do arranjo macroeconômico se daria, no entanto, ao transmitir confiança para os agentes econômicos de que o governo conduz a política econômica com responsabilidade fiscal e com compromisso de sustentação de um ambiente de negócios favorável.

## **Conclusão**

Com base na experiência internacional quanto ao exercício do RMI, pode-se concluir que os países, de uma maneira geral, não seguem radicalmente os pressupostos teóricos do mesmo. Os que o fazem, não conseguem dar sustentabilidade ao regime (perda de credibilidade e confiança) e sentem efeitos colaterais em suas variáveis macroeconômicas.

Quanto ao caso brasileiro, registra-se um desempenho macroeconômico medíocre em comparação com outros países. A condição de semi-estagnação da economia brasileira só seria rompida com a quebra de uma conduta conservadora de sustentabilidade de altos juros em resposta a um trauma, historicamente construído, de altas taxas de inflação. Por fim, recentemente a autoridade monetária realizou um ponto de inflexão na condução da política monetária no Brasil com a redução das taxas de juros reais.

---

<sup>50</sup> A estabilidade monetária reelegeu o ex-presidente Fernando Henrique Cardoso – eleito para o mandato de 1995-1998 e reeleito para o mandato de 1999-2002 –, mas a ausência de um projeto de política social claro e o aumento do desemprego não permitiram a continuidade de um projeto político nacional para o seu partido (PSDB). Em contrapartida, o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva foi reeleito – eleito para o mandato de 2003-2006 e reeleito para o mandato de 2007-2010 – e permitiu a continuidade de um projeto nacional para seu partido (PT), ao ter um programa voltado para política social e por registrar crescimento econômico e diminuição do desemprego relevante em seus mandatos, além de bater recordes de popularidade. Hoje o país é governado pela presidenta Dilma Rousseff também do PT.

## **CAPÍTULO III - O RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO COMO UM INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA COMPLEMENTAR EM REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

### **Introdução**

Nos últimos anos, diversos países latino-americanos – em particular, Brasil, Peru e Colômbia<sup>51</sup> – vêm utilizando o Recolhimento Compulsório (RC) como um instrumento de política monetária macroprudencial com o objetivo de atenuar os efeitos perversos do crescimento do crédito e mitigar as perturbações financeiras. Tal arranjo lança luz quanto às questões levantadas nos capítulos anteriores, sendo elas: as distorções existentes nos canais de transmissão da política monetária e os efeitos perversos às variáveis macroeconômicas de uma aplicação imutável das recomendações teóricas do RMI. O RC, dentro deste contexto, complementa a política de juros e representa um desvio da prática dos países emergentes da América Latina com relação aos países desenvolvidos, de uma maneira geral. Tal distinção se dá tanto pela fidelidade existente aos pressupostos do RMI quanto pela necessidade de um arranjo macroprudencial diferenciado por conta de questões estruturais particulares às economias emergentes. O RC seria, portanto, uma expressão do recente pragmatismo da política econômica de países emergentes latino-americanos.

O objetivo central deste capítulo é investigar a eficiência do RC ao complementar a política de juros, embasando-se na experiência internacional, em modelagens macroeconômicas de diversos trabalhos lançados recentemente e na teoria macroeconômica heterodoxa.

O capítulo é estruturado da seguinte maneira: na seção III.1, discute-se a recente experiência internacional, latino-americana e brasileira do uso do RC; na seção III.2, há uma descrição do funcionamento do RC na economia brasileira; e, por fim, a seção III.3 apresenta as perspectivas teóricas (tradicional e heterodoxa) quanto ao uso do RC e alguns

---

<sup>51</sup> Há vasta literatura acerca do uso do Recolhimento Compulsório nas economias do Brasil, do Peru e da Colômbia, nos últimos anos, onde se inclui: Vargas et al. (2010), Montoro e Moreno (2011), Montoro (2011), Federico et al. (2012a), Federico et al. (2012b), etc.

trabalhos empíricos que investigam a eficiência do mesmo como um instrumento complementar de política monetária.

### ***III.1 - A recente experiência de uso do Recolhimento Compulsório***

#### **III.1.1 - A experiência internacional**

Os países centrais, nos últimos anos, vêm reduzindo o uso do Recolhimento Compulsório como um instrumento de política monetária complementar.<sup>52</sup> Contudo, é válido destacar a experiência destes países ao longo do século XX para se retirar importantes lições.

O caso americano, em particular, reporta interessante experiência acerca do uso do RC como um instrumento de política monetária complementar. O trabalho de Feinman (1993) destaca tal experiência de meados ao final do século XX. No início dos anos 50, quando o *Federal Reserve* (Fed) – autoridade monetária norte-americana – assumiu a independência da política monetária, eram utilizadas apenas operações de *open market* como instrumento de política monetária, negligenciando-se, em um primeiro momento, o papel do RC. Tal importância só se deu ao longo das décadas de 60, 70 e 80, quando o Fed passou a influenciar a oferta monetária através da manipulação dos custos bancários. Como os bancos passaram a criar novas formas de captação alternativas aos depósitos à vista (numa tentativa de fugir do RC), o Fed elaborou taxações sobre as novas modalidades de exigibilidades criadas. Tal complementaridade do instrumento – do compulsório às operações *open market* no Regime de Metas Monetárias – se daria no controle direto do M1, auxiliando, portanto, na manutenção de sua estabilidade. No início de 1990, contudo, o Fed iniciou uma série de cortes no RC, embasado na ideia de que imprimem alto custo à sociedade ao atuar como um imposto, elevando, por conseguinte, o *spread* bancário.

Além dos Estados Unidos, países como o Canadá e a Alemanha vinham diminuindo o uso do RC até a década de 90. Tais experiências, contudo, foram focadas na utilidade deste instrumento no controle dos agregados monetários. Sua eficiência se daria, por conseguinte, na sua capacidade de auxiliar a autoridade monetária em fixar a taxa de juros no mercado interbancário. Portanto, o objetivo fim sempre foi a estabilidade de preços, não de outras

---

<sup>52</sup> Ver Weiner (1992), Feinman (1993), Federico et al. (2012a) e Glocker e Towbin (2012a).

variáveis que poderiam ter efeitos perversos provenientes do instrumento de política monetária principal.<sup>53</sup> Além dos três países citados, outros países centrais como: Austrália, Dinamarca, Nova Zelândia, Noruega, Reino Unido e Suécia não vêm utilizando o RC como instrumento de política monetária.<sup>54</sup>

Contudo, de acordo com o trabalho de Lim et al. (2011) – no qual é avaliado o uso de instrumentos com objetivos macroprudenciais em 49 países –, 2/3 dos países estudados utilizaram instrumentos macroprudenciais durante a crise financeira internacional de 2008. Portanto, apesar de a maior parte destes países serem emergentes, alguns países centrais também o fizeram.<sup>55</sup> Por conta disto, torna-se claro que, em momentos de perturbações financeiras, mesmo em países centrais, pode existir uma propensão ao uso discricionário de instrumentos macroprudenciais numa tentativa de ajustar o equilíbrio de múltiplas variáveis macroeconômicas no curto prazo. Tal importância se daria pela necessidade de múltiplos instrumentos para mitigar efeitos em diversas variáveis.

Por fim, dentre os países emergentes (não latino-americanos) com recente histórico de utilização do RC destacam-se: China, Croácia, Índia, Indonésia, Líbano, Malásia, Mongólia, Romênia, Rússia e Turquia.<sup>56</sup> A China, inclusive, utiliza o RC como principal instrumento de condução da política monetária visando à estabilidade de preços.<sup>57</sup>

### **III.1.2 - A experiência internacional latino-americana**

Os países emergentes latino-americanos têm uma experiência recente particular quanto ao uso do RC como um instrumento de política monetária complementar. Por serem economias pequenas e em desenvolvimento, suas moedas tem forte risco de volatilidade cambial quando há instabilidade financeira no contexto internacional. Portanto, faz-se relevante o uso de um instrumento complementar à taxa de juros para estabilizar variáveis macroeconômicas que fugiriam do controle direto da autoridade monetária. O instrumento

---

<sup>53</sup> Ver Weiner (1992).

<sup>54</sup> Ver Federico et al. (2012a).

<sup>55</sup> Alguns países não utilizaram necessariamente o RC como um instrumento macroprudencial. Dentre os países centrais que, de alguma maneira, complementaram a regra de condução da política monetária com instrumentos macroprudenciais de mais distinta origem, se incluem: Austrália, Bulgária, Canadá, Coreia do Sul, Espanha, França, Grécia, Hong Kong, Irlanda, Itália, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, Suécia, Suíça, etc.

<sup>56</sup> Ver Lim et al. (2011) e Glocker e Towbin (2012b).

<sup>57</sup> Ver Glocker e Towbin (2012b).

eleito para tal função, nos últimos anos, em países como a Colômbia e o Peru – além do Brasil –, vem sendo o RC.

Nos dois casos apresentados, o RC se torna um importante instrumento de mitigação de riscos sistêmicos em momentos de euforia, pela expansão irrestrita do crédito, e para prover liquidez direta no mercado de crédito, em períodos de incerteza. As ações com os RCs também antecederam a política de juros em ambos os países.

### *Colômbia*

Analisando o caso colombiano no período da crise financeira de 2008, observa-se que o RC tem sido o único instrumento macroprudencial alternativo utilizado pela autoridade monetária para combater as adversidades macroeconômicas.<sup>58</sup>

A economia colombiana esteve experimentando, desde 2003, um longo processo de financeirização. Tal processo expôs as instituições bancárias colombianas a uma situação de risco sistêmico, pois a maior parte de seus ativos eram títulos do governo. Em 2006, tais instituições ficaram em condições adversas, com a queda no preço dos títulos, por conta de um choque de aversão global ao risco. Com a diferença de rentabilidade, os bancos passaram a emprestar para as famílias e as empresas. Os patamares cada vez mais altos de taxas de juros – para combater a inflação e o crescimento do crédito – atraíram mais fluxos de capitais, que aumentavam ainda mais a oferta de crédito e apreciavam a moeda.<sup>59</sup>

No segundo trimestre de 2007, durante esta fase de expansão do ciclo econômico, o Banco Central da Colômbia elevou a taxa de RC de depósitos a vista (na margem) e da poupança (na margem e na média) para 27% visando retirar o excesso de liquidez do sistema.

Apenas em meados de 2008, com a desaceleração do crédito, em um contexto de escassez de liquidez externa, que a taxa de RC na margem foi reduzida para zero e elevada na média. Tal medida visava prover o sistema financeiro com liquidez ante um contexto de extrema incerteza gerado pela quebra do banco norte-americano Lehman Brothers.<sup>60</sup>

---

<sup>58</sup> Ver Vargas et al. (2010).

<sup>59</sup> Idem.

<sup>60</sup> Ver Montoro e Moreno (2011).

## *Peru*

A experiência peruana é semelhante à colombiana. Entre o final de 2007 e o início de 2008 – na fase de expansão do ciclo econômico, antes da quebra do Lehman Brothers –, o Banco Central do Peru aumentou os RCs marginais e na média. Contudo, os capitais na economia peruana eram ainda mais voláteis a mudanças na taxa de juros que na Colômbia, além da inflação e a disponibilidade de crédito continuarem crescentes.

Em outubro de 2008 que se iniciaram os ciclos de liberação de compulsórios para o mercado de crédito. Tal ciclo se deu até o primeiro trimestre de 2009, quando finalmente a taxa de juros foi utilizada como variável de ajuste na provisão de liquidez para o sistema financeiro.

### **III.1.3 - A experiência brasileira**

Robitaille (2011) faz uma descrição minuciosa sobre as condições do mercado de crédito brasileiro e o uso do compulsório como um instrumento de política monetária macroprudencial entre 2004 e 2008.

Entre os anos de 2004 e 2007, a economia brasileira esteve experimentando um patamar de crescimento e estabilidade macroeconômica incomparável com qualquer outro período em sua história.<sup>61</sup> Assim como no caso colombiano, a economia brasileira esteve imersa em um cenário de forte tolerância ao risco. Tal cenário, aliado ao crescimento dos preços das *commodities* e aos baixos patamares de juros no mercado internacional, proporcionou um contexto de otimismo por parte dos agentes econômicos. Além disso, a estabilidade política também teve papel preponderante. O fato do (então) presidente Lula afirmar que não realizaria mudanças quanto ao arcabouço macroeconômico firmado na gestão anterior, balizou as expectativas e afastou o receio de instabilidade macroeconômica.<sup>62</sup>

Por conseguinte, deu-se como resultado direto dos fatores anteriormente apresentados: o *boom* do mercado de crédito. O componente de destaque desta aceleração

---

<sup>61</sup> De acordo com Robitaille (2011), a economia brasileira só teve média de crescimento do PIB similar à apresentada no período estudado durante os anos 70. Contudo, o crescimento registrado naquele período se deu em um contexto de manutenção de altas taxas de inflação, diferente do caso estudado pelo autor.

<sup>62</sup> A importância da estabilidade política pode ser observada nos gráficos apresentados por Robitaille (2011). O pico de percepção do risco que se deu no momento da sucessão presidencial de Lula foi exponencialmente superior ao pico durante a crise financeira internacional de 2008.



vertiginosa foi o crédito ao consumidor, mais precisamente acentuado na categoria de crédito consignado – por conta do baixo risco de inadimplência percebido pelos bancos em tal modalidade. Tal aceleração do crescimento só foi atenuada com a crise financeira internacional em 2008.<sup>63</sup>

A intervenção do BCB no mercado de crédito através do RC só ocorrera em Janeiro de 2008, quando, simultaneamente ao rápido crescimento do crédito, registraram-se pressões inflacionárias ascendentes.<sup>64</sup> Tal intervenção, contudo, não freou as concessões de crédito que registraram taxa de crescimento de 30% nos três primeiros trimestres do ano.

Apenas em meados de 2008, com a crise financeira internacional, a consequente dificuldade de captação externa dos bancos e o impacto da aversão global ao risco, que se tornou necessária a utilização do RC como um instrumento de política monetária. Os pequenos e médios bancos<sup>65</sup> encararam fortes adversidades quanto à disponibilidade de liquidez. Tais instituições evitaram os empréstimos de redesconto para não afetarem sua credibilidade. A única alternativa observada pelo BCB para prover liquidez direta para os pequenos e médios bancos, a fim de preservar todo o sistema financeiro, foi a de liberar parte dos RCs. Para tanto, porém, fez-se necessário a vinculação de normas para aplicação de tais recursos. Como os grandes bancos teriam mais recursos disponíveis (a taxa de compulsório é progressiva, portanto tem mais impacto sobre os ativos das grandes instituições), o BCB estabeleceu a seguinte condição:

“Em virtude da concentração do sistema bancário e da estrutura progressiva dos recolhimentos compulsórios, a grande parte dessas reservas encontra-se vinculada aos bancos de maior porte, que sofreram relativamente menores restrições de liquidez. Então, no conjunto de medidas adotadas, visando sanar os problemas de distribuição de liquidez, vinculou-se parte da liberação dos compulsórios dos bancos de grande porte ao direcionamento de parte desses recursos aos bancos menores, principalmente por meio de compra de suas carteiras de crédito ou aplicação em depósitos interfinanceiros (DIs).” (TAKEDA e DAWID, 2009)

Como observado no texto de Takeda e Dawid (2009), o direcionamento dos recursos liberados pela diminuição dos RCs era condição necessária à estabilidade do Sistema

---

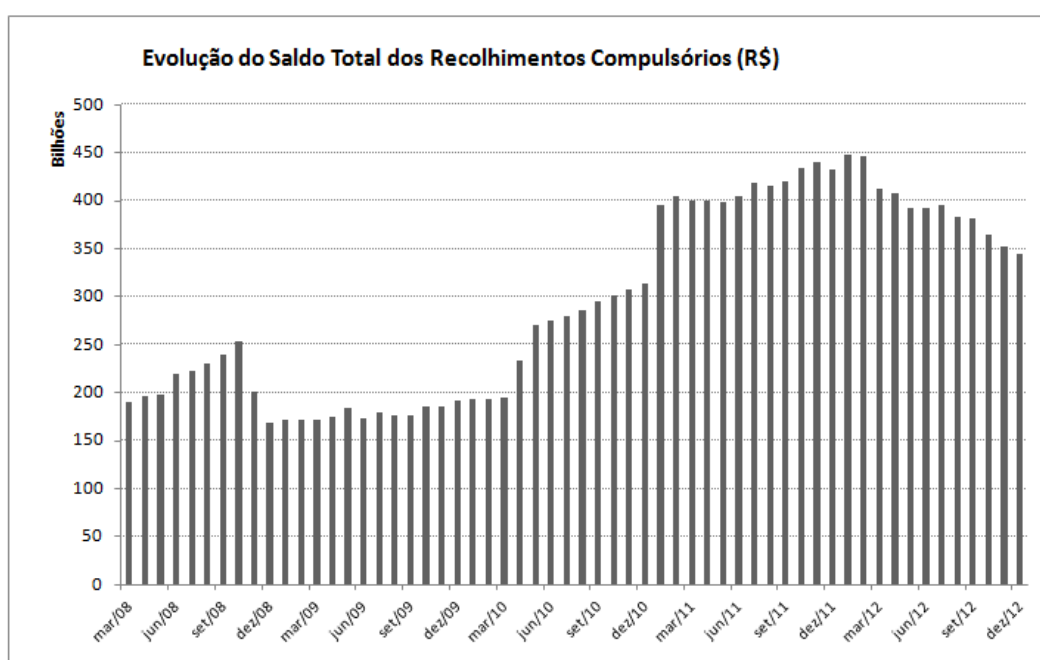
<sup>63</sup> O crédito continuou em trajetória crescente mesmo após a crise, puxado principalmente pelo crédito direcionado do governo.

<sup>64</sup> Contudo, no fim de 2004, houve uma intervenção do BCB na taxa do RC de depósitos a prazo. Tal intervenção ocorrera com o objetivo de injeção de liquidez em pequenos e médios bancos por conta da corrida bancária proveniente da falência do Banco Santos.

<sup>65</sup> Incluem-se aí os grandes bancos: Votorantim e Unibanco. Ver Takeda e Dawid (2009) e Takeda e Dawid (2011).

Financeiro Nacional. Quanto à eficiência do uso deste instrumento no período, esta só será objeto de estudo nas seções subsequentes. O fato mais relevante a ser observado é o de que o BCB vem se engajando na utilização do RC em momentos de perturbação financeira, dada a falta de alternativa de instrumentos de política monetária.<sup>66</sup>

A manutenção de baixos patamares de reservas compulsórias, no período entre meados de 2008 e início de 2010, foi contrastada, contudo, por mudanças pontuais na alíquota de diversas modalidades do RC e por um aumento na quantidade de recursos retidos pelo BCB após este período. Esta tendência permaneceu até janeiro de 2012, quando as reservas acumuladas voltaram a cair.



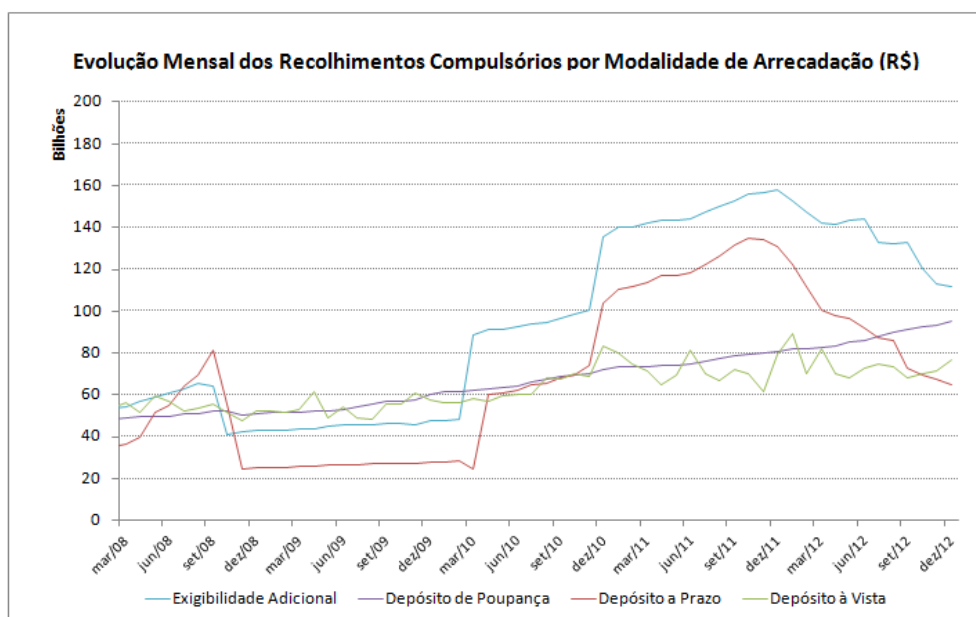
**Gráfico 3.1**  
**Fonte: BCB**

Como observado no Gráfico 3.1, durante o ano de 2012, os RCs iniciaram um ciclo de queda consonante com a política monetária expansionista do Governo Dilma.<sup>67</sup>

No Gráfico 3.2, observa-se ainda que a queda nos níveis de RC vem sendo puxada por uma redução nas exigibilidades e nos depósitos a prazo. Tal tendência é decorrente das recentes medidas de flexibilização do BCB nesta modalidade.

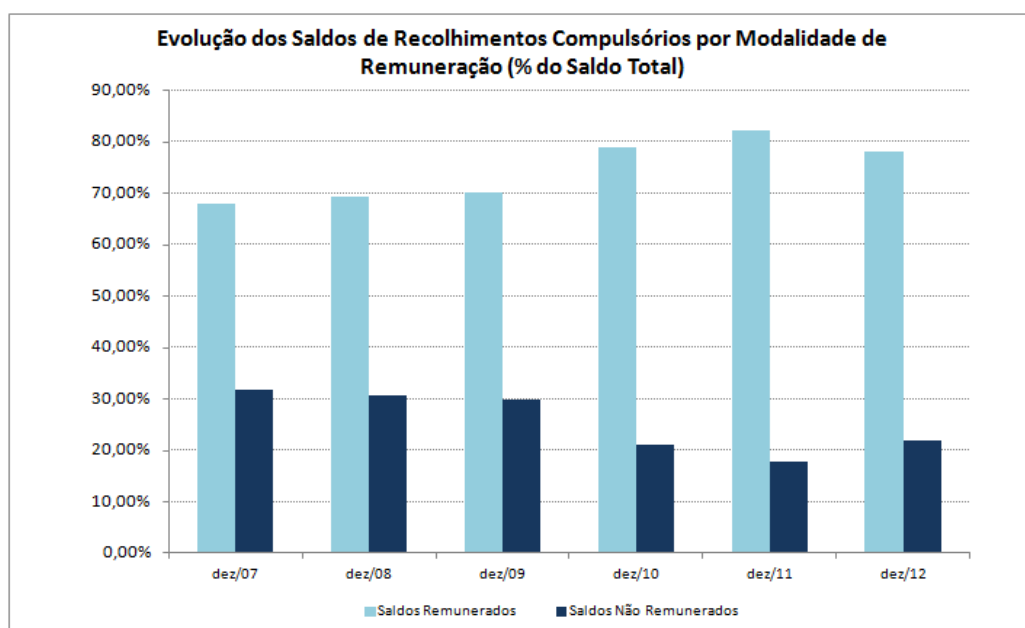
<sup>66</sup> Ver referência ao tema também em Montoro e Moreno (2011).

<sup>67</sup> Ver seção II.3.



**Gráfico 3.2**  
**Fonte: BCB**

Como resultado final, quando se observa a participação dos depósitos à vista como proporção do total de RCs (vide Gráfico 3.3), percebe-se uma tendência à elevação no ano de 2012. Tal posição é contrastante com as dos anos anteriores, quando houve crescente participação das modalidades que remuneravam os bancos no total dos RCs. Os custos atuais de manutenção dos RCs por parte dos bancos seriam maiores, do ponto de vista proporcional, do que no ano de 2011.



**Gráfico 3.3**  
**Fonte: BCB**

### III.2 - O Funcionamento do Recolhimento Compulsório no Brasil

Os Recolhimentos Compulsórios (RC) são reservas mantidas sob égide do Banco Central do Brasil (BCB) – por determinação legal – que visam a segurança do Sistema Financeiro Nacional (SFN), além de serem um instrumento auxiliar do BCB para condução da política monetária. Tal valor é proporcional às exigibilidades criadas pelos bancos (depósitos a vista, poupança e depósitos a prazo, por exemplo) como formas de se autofinanciar. O desenho dos RCs, contudo, remete às idiossincrasias da economia brasileira e dos arranjos estruturais de seu SFN.

O período de cálculo para o RC no Brasil é defasado, ou seja, o período de movimentação do mesmo é posterior ao cálculo. A base de incidência (além das já citadas) é ampla e inclui diversos produtos oferecidos pelas instituições bancárias. Há diferenciações quanto às exigibilidades de cumprimento, das taxas de incidência, das formas de recolhimento e dos custos por deficiência. Segue abaixo uma tabela com o resumo da atual configuração do RC no Brasil:

**Tabela 3.1 – Atual composição do Recolhimento Compulsório no Brasil<sup>68</sup>**

<b>Compulsório</b>	<b>Alíquota</b>	<b>Remuneração</b>
<b>Recursos à Vista</b>	44%	Não há.
<b>Recursos a Prazo</b>	20%	Taxa Selic.
<b>Depósitos de Poupança</b>	20%	TR + 6,17% a.a.
<b>Exigibilidade Adicional</b>	Rec. Vista – 0% Rec. Prazo – 11% Poupança – 10%	Taxa Selic.
<b>Garantias Realizadas</b>	45%	Não há.
<b>Posição Vendida de Câmbio</b>	60%	Não há.

Fonte: BCB

As exigibilidades são definidas com base no produto entre a base de cálculo (média das rubricas contábeis e extracontábeis exigidas em cada categoria dentro do período de

<sup>68</sup> A Tabela 3.1 se refere a normas já em vigor no SFN. Há normas já definidas que ainda não entraram em vigor, portanto, não estão registradas.

cálculo, subtraídas as deduções) e a alíquota. O cumprimento das exigibilidades se dá dentro do período de movimentação. Além disso, seus prazos de cumprimento e os custos provenientes de seu não cumprimento são definidos previamente pelo BCB e são particulares a cada modalidade de RC.<sup>69</sup>

As diferentes remunerações existentes buscam compensar o custo de congelamento das reservas. As medidas, por vezes, direcionam reservas liberadas pelo BCB para setores do SFN ou da economia real deficientes em liquidez. Tal direcionamento pode se dar na obrigatoriedade de compra de títulos ou na concessão de crédito para setores em particular. Em recente alteração das regras, por exemplo, o BCB:

“(...) aprovou circular que promove alteração em regra do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo, permitindo que as instituições financeiras utilizem aproximadamente R\$ 18 bilhões a mais na realização de novas operações de crédito para financiamento de automóveis e de veículos comerciais leves, montante que representa cerca de 10% do total de crédito concedido ao segmento.

A mudança permite que as instituições financeiras deduzam da base do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo o valor dos financiamentos concedidos a partir de 22 de maio de 2012.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012c)

Portanto, apesar das defasagens provenientes a qualquer medida legal de caráter regulatório, o RC ainda é, no Brasil, um importante instrumento de intervenção direta no SFN. O BCB vem realizando diversos ajustes nas taxas de RC em consonância com os ajustes na taxa básica de juros. Consequentemente, deste ponto de vista, a autoridade monetária não seguiria irrestritamente os pressupostos do RMI – onde o BCB deveria utilizar apenas um instrumento para atingir o unívoco objetivo: a estabilidade de preços.

### ***III.3 - O uso do Recolhimento Compulsório como um instrumento de política monetária complementar***

#### **III.3.1 - A visão tradicional**

Basicamente, dentro da visão da teoria econômica tradicional, os RCs agem como uma taxa à intermediação financeira, ao se impor como um custo para as instituições financeiras afetadas. Tal imposição às colocaria em desvantagem competitiva e, consequentemente, imporiam custos às mesmas e aos tomadores de empréstimos.

---

<sup>69</sup> Ver Banco Central do Brasil (2012a).

Os RCs teriam duas funções: (i) a garantia de uma margem de recursos aos depositantes de instituições financeiras<sup>70</sup> e (ii) a de instrumento de política monetária. A teoria econômica tradicional foca na segunda função, onde as mudanças na alíquota dos RCs deveriam impactar diretamente na oferta de moeda. Como o RC é uma proporção dos depósitos criados, eles agiriam como um limitador matemático à criação indefinida de exigibilidades e, conseqüentemente, como um limitador da expansão do M1.<sup>71</sup>

De uma perspectiva teórica, de acordo com Weiner (1992), derivam-se duas curvas sensíveis à taxa de juros: a curva de demanda por moeda (D) e de oferta de moeda (O); onde, supondo que toda a oferta monetária é mantida em depósitos bancários (DB) e que os RCs não recebem remuneração, a oferta de moeda é diretamente alterada com mudanças na alíquota de RC (sendo esta uma proporção dos depósitos bancários). A demanda total por reservas dos bancos seria a soma dos RCs e as Reservas Livres (RL). Por fim, o total de oferta monetária seria a soma das Reservas Não Emprestadas (RNE) e Reservas Provenientes de Redesconto (RPR). O equilíbrio se daria da seguinte maneira:

$$(1) O = DB;$$

$$(2) RC = rDB, \text{ onde } r \text{ é a alíquota de compulsório } (0 < r < 1);$$

$$(1) \rightarrow (2)$$

logo

$$(3) Or = RC;$$

$$(4) O = D$$

$$RNE + RPR = RC + RL$$

$$RC = RNE + RPR - RL$$

$$(3) \rightarrow (4)$$

logo

$$Or = RNE + RPR - RL$$

$$\mathbf{O = (1/r) (RNE + RPR - RL)}$$

---

<sup>70</sup> Tal concepção foge do escopo analítico deste trabalho. Por envolver a responsabilidade do cumprimento de exigibilidades, a existência do RC pode ser discutida numa perspectiva ética tal: qual o limite de criação de depósitos por parte das instituições financeiras.

<sup>71</sup> A economia brasileira, por exemplo, classifica os agregados monetários nos mais diversos patamares (M1, M2, M3 e M4) de acordo com o nível de liquidez dos ativos.

Portanto, a taxa de recolhimento compulsório determinaria a inclinação da reta de oferta monetária, mas não diretamente o volume da base monetária. De acordo com este resultado, mudanças no RC afetariam a base monetária apenas se ocorressem em consonância com variações na demanda por reservas. Portanto, a mudança no RC poderia apenas atenuar ou acentuar o impacto nos juros de um choque de demanda.

A análise do trabalho citado foca em um Regime de Metas Monetárias, ou seja, o banco central visaria o controle da base monetária objetivando unicamente a meta previamente anunciada para a mesma. Em um RMI, o agregado monetário não seria do interesse da autoridade monetária, pois esta variável se adequaria ao nível de taxa de juros anunciado anteriormente.<sup>72</sup> Logo, dentro destas condições, de acordo com a ortodoxia, a taxa de compulsório seria irrelevante e, conseqüentemente, se imporia unicamente como um custo.

Outro ponto comumente ressaltado pela ortodoxia é com relação à habilidade dos bancos de fugirem da taxa dos compulsórios. Com as inovações financeiras torna-se fácil captar recursos sob alegação de não serem depósitos a vista, por exemplo. Logo, a elevação das alíquotas de compulsórios também tem impacto sob o comportamento dos bancos, o que também implica em custos nas mudanças de operações destas instituições e em um potencial risco que possa ser assumido pelas mesmas.<sup>73</sup>

### **III.3.2 - A visão heterodoxa**

Recentemente, após a publicação dos trabalhos de Vargas et al. (2010) e o de Montoro e Moreno (2011) – onde os autores analisaram o uso, nos últimos anos, do RC nas economias do Brasil, da Colômbia e do Peru –, surgiram uma série de outros trabalhos buscando destacar os benefícios do uso do RC como um instrumento complementar a taxa de juros em RMI.<sup>74</sup>

---

<sup>72</sup> Neste caso se incluem também autores que assumem outras funções para o RC, mas que, dentro da perspectiva de instrumento de política monetária em um RMI, concordam com a visão ortodoxa de que este não seria capaz de afetar a base monetária sem distorções nas instituições e nos canais existentes. Ver Vargas et al. (2010) e Glocker e Towbin (2012b).

<sup>73</sup> Ver Robitaille (2011).

<sup>74</sup> Ver Montoro (2011), Takeda e Dawid (2011), Federico et al. (2012a), Federico et al. (2012b), Glocker e Towbin (2012a), Glocker e Towbin (2012b), Mimir et al. (2012), Vargas e Cardozo (2012), Alencar et al. (2012) e Tovar et al. (2012).

O diagnóstico geral levantado pela abordagem heterodoxa é de que o RC age como um instrumento complementar à taxa de juros na condução da política monetária – por conta das distorções existentes em canais de transmissão que poderiam impor restrições e perversidades ao arranjo macroeconômico – e como um instrumento de estabilidade financeira – na medida em que elevações na taxa de juros atraem fluxos de capitais em economias emergentes impactando, portanto, no balanço pagamentos.

De acordo com Vargas et al. (2010) e Montoro e Monero (2011), quando as economias emergentes enfrentam um ciclo econômico em fase ascendente, há a expansão do crédito, um aumento do fluxo de capitais e da inflação. Tal comportamento, em RMI, leva a autoridade monetária a subir a taxa de juros – para o controle da inflação –, o que, por sua vez, atrai novamente mais fluxos de capitais. A entrada de novos fluxos de capitais tem como consequências: a expansão do crédito, a elevação dos preços dos ativos e desajustes nas contas externas. Por conta desta característica estrutural das economias emergentes, as autoridades monetárias dos respectivos países estudados elevariam os RCs nos períodos de euforia. Com menos liquidez, os bancos aumentariam sua percepção de risco e, conseqüentemente, aumentariam também os *spreads* bancários. A elevação do custo do crédito implicaria em uma redução da oferta do mesmo e em desaceleração da atividade econômica. O RC se torna, portanto, importante instrumento de controle direto da demanda agregada e dos preços.

Quando a economia emergente enfrenta uma adversidade financeira externa, o impacto sobre os fluxos de capitais externos imigrantes é direto. Vargas et al. (2010) e Montoro e Moreno (2011) especificam o choque da crise do *subprime* de 2008 para avaliar tais efeitos. Naquele momento, as autoridades monetárias dos países estudados diminuíram (nos mais diferentes momentos da crise) o RC, visando atenuar os efeitos negativos da crise financeira – aversão ao risco, em particular – provendo liquidez para os bancos e a uma recuperação do crescimento do crédito. Dentro deste contexto, caso, além da estabilidade de preços, a autoridade monetária vise objetivos relacionados à estabilidade financeira, torna-se necessário que se utilizem instrumentos complementares à taxa de juros.<sup>75</sup> Além disso, de acordo com Takeda e Dawid (2011), a estabilidade financeira seria condição necessária para a estabilidade de preços.

---

<sup>75</sup> Ver Montoro (2011).



Em Federico et al. (2012a) e Federico et al. (2012b), destaca-se a análise do uso do RC em alguns países latino-americanos<sup>76</sup>, onde, complementando as ideias desenvolvidas acima, as respectivas autoridades monetárias destes países poderiam desenvolver o que os autores chamam de “*fear of free falling*” e “*fear for capital inflows*”. O “*fear of free falling*” consistiria na relutância das autoridades monetárias em baixar a taxa de juros, em momentos de recessão, para recuperar a atividade econômica por medo de uma depreciação monetária excessiva. Já o “*fear for capital inflows*” seria a relutância da autoridade monetária em aumentar a taxa de juros, em momentos de crescimento econômico, pelo medo de atrair mais capitais e pela consequente apreciação monetária.

O trabalho de Vargas et al. (2010), contudo, indica que o impacto do RC sobre as taxas de captação e aplicação, no mercado de crédito, é incerto. Assim como destacado na abordagem ortodoxa, o RC age como um imposto – quando não há remuneração ou sua remuneração está abaixo da taxa de juros do mercado – e como, em um RMI, a autoridade monetária garante a meta da taxa de juros no mercado interbancário, se não há distorções no mercado de crédito, o impacto de mudanças na alíquota de compulsório inexistiria.<sup>77</sup>

Se o crédito ofertado pelo banco central for um substituto perfeito aos depósitos bancários, uma elevação na alíquota dos RCs implicaria em uma redução da taxa de captação (por uma diminuição da demanda) e em uma elevação da oferta de recursos emprestados pelo banco central (para garantir a taxa de juros no mercado interbancário, condição necessária ao RMI). O efeito líquido sobre a taxa de juros de aplicação seria zero, implicando apenas em elevação do *spread*. Por conseguinte, não haveria impacto sobre a taxa de aplicação e do mercado interbancário, logo o impacto sobre a oferta de crédito inexistiria.

Porém, se o grau de substituíbilidade entre os depósitos bancários e o crédito do banco central inexistente ou não é perfeito, por conta de diferenciais de riscos, uma mudança na alíquota dos RCs impactaria na oferta de crédito e de recursos emprestáveis pelo setor privado. Quando há presença de aversão a risco dos bancos, o impacto sobre a taxa de captação seria ambíguo. Se, por um lado, um aumento da alíquota de RC torna a taxa de captação menor pela diminuição da demanda, se os prazos de maturação entre estes recursos e o crédito do banco central forem distintos, a demanda por depósitos pode subir com uma

---

<sup>76</sup> Mais precisamente, os países emergentes latino-americanos: Argentina, Brasil, Colômbia e Uruguai, em Federico et al. (2012b). E mais 48 outros países em Federico et al. (2012a) incluindo outros países que não são latino-americanos nem mesmo emergentes.

<sup>77</sup> Ver Glocker e Towbin (2012b).

elevação do compulsório. O efeito líquido sobre a taxa de captação, a taxa de aplicação e a oferta de crédito é incerto, mas há a certeza de que iria na direção contracionista ou neutra.

De acordo com Tovar et al. (2012), a diferença do impacto do RC sobre as variáveis macroeconômicas deve ser avaliada a luz da constituição dos mercados estudados. De acordo com os autores, os efeitos líquidos sobre a taxa de captação e de aplicação também seriam incertos e dependeriam do grau de poder de mercado nos bancos com relação à captação e aplicação de recursos. Um aumento do RC poderia levar a uma diminuição da taxa de captação ou a um aumento da taxa de aplicação, porém, em ambos os resultados, o *spread* bancário se elevaria.

Além das funções relacionadas aos riscos sistêmicos de caráter regulatório e de prudencialidade – no sentido de um instrumento que garantisse a segurança de uma parte dos recursos do setor privado ofertado aos bancos, como destacado na abordagem ortodoxa –, à complementaridade à taxa de juros como um instrumento de política monetária – visando atenuar o crescimento de crédito – e à macroprudencialidade do ponto de vista financeiro – atenuando a volatilidade de capitais –, há mais funções para o RC numa perspectiva fiscal e de prover liquidez para o setor ineterbancário.

Com relação à questão fiscal, os trabalhos de Reinhart e Reinhart (1999), Carvalho e Azevedo (2008) e Glocker e Towbin (2012a) destacam que o RC também tem a função de ser uma fonte de recursos para o governo se financiar através da taxação dos bancos. Este financiamento se daria com a criação de uma demanda artificial por títulos da dívida pública, em momentos de situação insustentável de rolagem da mesma,<sup>78</sup> ou até mesmo pela taxação direta das reservas sem remuneração dos recursos.

Por fim, de acordo com Montoro e Moreno (2011), os RCs fortalecem a eficiência da política monetária. Caso haja distorções no canal de crédito na transmissão política monetária baseada na taxa de juros, como os RCs mexem diretamente com a variável quantidade (ao invés de preços como as taxas de juros), sendo a intenção da autoridade monetária prover liquidez para os bancos comerciais, este instrumento se tornaria mais eficiente. Além disso, diferentemente da política de juros, o RC não impõe custos para o banco central. Por fim, de acordo com os autores, como destacado ao longo deste trabalho, caso a autoridade monetária esteja buscando múltiplos objetivos, se torna razoável fazer uso de mais um instrumento de política monetária.

---

<sup>78</sup> Ver explicação detalhada em Carvalho e Azevedo (2008), onde se discutem essas questões embasando-se em recente histórico brasileiro.

Posto isto, se torna claro que, dado o conjunto de variáveis envolvidas no cenário macroeconômico e a complexidade existente no mercado de crédito, conceituar as funções do Recolhimento Compulsório e afirmar precisamente o seu impacto na economia não é uma tarefa simples.

### **III.3.3 - A eficiência dos Recolhimentos Compulsórios sobre as variáveis macroeconômicas e a estabilidade de preços**

Apresentadas as perversões dos canais de transmissão da atual política monetária do Brasil, os respectivos impactos sobre as variáveis macroeconômicas destas distorções, além da comprovação empírica de ineficiência do RMI em diversos países, propôs-se a utilidade do Recolhimento Compulsório como um instrumento de política monetária complementar à taxa de juros a luz das atuais experiências latino-americanas. Contudo, torna-se necessário a constatação teórica e empírica do impacto dos RCs sobre as mais diversas variáveis macroeconômicas. Dentro desta perspectiva, foram lançados diversos trabalhos de modelagens macroeconômicas, seguindo as mais distintas abordagens, para tentar responder o quão eficiente seriam os RCs.

#### *O impacto sobre os spreads bancários*

Tendo em vista o exposto acima, em primeiro lugar, torna-se necessário mensurar o quão impactante é a alíquota do RC sobre os *spreads* bancários. Em particular, sobre quem recai a taxa predominantemente: tomadores de empréstimos ou bancos.

De acordo com Reinhart e Reinhart (1999), caso haja competição perfeita entre os bancos no mercado de empréstimo, mas que não haja substitutos aos bancos para os poupadores aplicarem recursos, o impacto de uma elevação da alíquota de RC recai totalmente sobre a taxa de captação e, conseqüentemente, sobre a rentabilidade dos poupadores. Já quando os bancos têm poder de mercado no mercado de empréstimo, mas os poupadores têm alternativas para depositarem seus recursos, caso se eleve as alíquotas de RC – com maiores patamares de taxas de aplicação e *spreads* bancários – o custo da elevação da alíquota recairia sobre os intermediários financeiros e tomadores de empréstimos. Conseqüentemente, para os bancos repassarem os custos de uma elevação da alíquota do RC, deve-se exercer, por parte destes, algum poder de mercado.

Carvalho e Azevedo (2008) realizam uma modelagem econométrica para tentar mensurar os impactos das mudanças nas regras do RC sobre o comportamento dos bancos com base nos dados da economia brasileira após o Plano Real. Os resultados, diferentemente da abordagem teórica em geral, são resumidamente: (i) mudanças nos RCs não impactariam o volume de depósitos à vista existentes no setor não financeiro (demonstrando ineficácia do canal do crédito) e (ii) que o impacto sobre os *spreads* bancários seria limitado. Porém, os resultados não são muito conclusivos. Os autores inclusive ressaltam que devem ser interpretados com algum cuidado. Portanto, o tema ainda carece de uma análise empírica mais detalhada e rebuscada para se obter resultados mais confiáveis.

Diferentemente da abordagem anteriormente descrita, o trabalho de Montoro e Moreno (2011) é otimista quanto à eficácia da aplicação do RC como um instrumento de política monetária complementar à taxa de juros no recente histórico latino-americano. Os RCs auxiliaram as autoridades monetárias dos países estudados (Peru, Brasil e Colômbia), durante a crise financeira internacional de 2008, a estabilizar o mercado interbancário e a atingir as metas de estabilidade monetária. Com a redução dos níveis de RC, os *spreads* se mantiveram, ao menos, estáveis e a rentabilidade dos bancos se elevou. É válido destacar também que não ficam muito claros os efeitos líquidos desta política por conta da contaminação da série estudada pela aversão global ao risco então existente. Além do mais, a liberação do RC foi importante instrumento para a estabilidade do sistema financeiro brasileiro, neste período, onde os bancos maiores injetaram recursos nos bancos menores (deficitários até então), impedindo o crescimento do risco sistêmico.<sup>79</sup>

#### *O impacto sobre as variáveis macroeconômicas*

Quando se observa objetivamente a eficácia do RC em um RMI, deve-se relevar, além da estabilidade de preços, uma série de outras questões envolvidas como: a existência de choques exógenos, a exigência de um nível de bem-estar politicamente sustentável, a relação com outras variáveis macroeconômicas (como câmbio ou produto, por exemplo), etc. Estas relações podem existir por opção dos *policy makers*, pela inevitabilidade de efeitos colaterais da política monetária, por questões estruturais particulares a determinadas economias ou simplesmente pela imprevisibilidade do sistema econômico. Portanto, os resultados não são triviais.

---

<sup>79</sup> Ver também Takeda e Dawid (2009) e Takeda e Dawid (2011).

Os trabalhos de Montoro (2011), Takeda e Dawid (2011), Federico et al. (2012b), Glocker e Towbin (2012a), Glocker e Towbin (2012b), Mimir et al. (2012), Vargas e Cardozo (2012), Alencar et al. (2012) e Tovar et al. (2012) compreendem um conjunto de análises que, através das mais diversas modelagens, tentam mensurar o impacto do RC em diversas economias e variáveis econômicas, tendo em vista limitações macroeconômicas e a existência de choques exógenos.

Takeda e Dawid (2011) avaliam o impacto dos RCs como um instrumento de política macroprudencial sobre crédito bancário brasileiro no ano de 2010. O objetivo era investigar os impactos destas mudanças em variáveis de curto e longo prazo.

Visando capturar os efeitos de curto prazo, os autores estimaram um modelo de regressão básico utilizando os dados de concessões de crédito atuais e de períodos anteriores, os saldos de crédito atuais e de períodos anteriores, atrasos atuais e de períodos anteriores e, por fim, os efeitos da crise de 2008 e das medidas macroprudenciais de 2010, todos referentes ao período entre 2006 e 2011. Os resultados indicam forte ligação entre a inadimplência e as concessões de crédito para Pessoa Física. Além disso, as concessões de crédito para Pessoa Jurídica são muito mais sensíveis à taxa de juros do que as para Pessoa Física. Por outro lado, nota-se que houve mais efeitos significativos, por conta de mudanças nas medidas macroprudenciais, com relação à concessão de crédito para Pessoa Física do que o para Pessoa Jurídica.

Quanto às questões de longo prazo, o modelo buscou capturar relações duradouras ou estruturais entre o comportamento do crédito e os RCs. Para isto, utilizaram-se dados de variáveis microeconômicas do sistema bancário (depósito, ativos líquidos, *funding*, patrimônio líquido, *spread*, prazo, atraso e taxas efetivas de compulsórios) e controles macroeconômicos (taxa selic, desemprego, câmbio real, produção industrial e recursos direcionados do BNDES) entre os anos de 2000 e 2011. Os RCs teriam efeitos negativos no saldo agregado de crédito. Ademais, o crédito para Pessoa Jurídica teria uma relação mais forte com a taxa de juros do que o crédito para Pessoa Física. A explicação para isto seria de que os *spreads* bancários seriam menores, na modalidade de crédito para Pessoa Jurídica, e que o pagamento mensal seria mais importante do que a taxa de juros, na modalidade de crédito para a Pessoa Física. Portanto, no longo prazo, mudanças na taxa de juros teriam mais impactos sobre o investimento do que sobre consumo, além disso, os agregados monetários seriam afetados pelos RCs.

Montoro (2011) utiliza-se de um modelo para perturbações no mercado financeiro, baseado na literatura macroeconômica moderna (DSGE – *Dynamic Stochastic General Equilibrium*), numa tentativa de mensurar os impactos dos RCs sobre as variáveis do mercado de crédito (preços e quantidades) e nas variáveis macroeconômicas, de um modo geral. A análise parte da composição do endividamento que os bancos vêm assumindo em seus balanços. Ou seja, avaliam-se o impacto das perturbações financeiras com base no grau de endividamento dos bancos (passivos como proporção do patrimônio líquido) e os prazos de maturação destes com relação aos ativos. Para isto, modelam-se as famílias, as firmas, os empresários e o mercado interbancário. Como última consideração: o banco central seguiria a regra de Taylor na condução da política monetária. A partir destas hipóteses, avaliam-se os impactos de uma perturbação no mercado financeiro sobre o equilíbrio de mercado.

No mercado de crédito, uma menor garantia de ativos nos bancos, restringiria sua capacidade de financiar terceiros, reduzindo, portanto, a oferta de crédito. Por outro lado, uma reduzida capacidade de alavancagem dos bancos, restringe sua capacidade de captação, o que eleva o custo do crédito por conta de um deslocamento da demanda por recursos. Já uma elevação nos RCs, aumenta o custo de crédito para os empresários e diminui a quantidade de empréstimos de equilíbrio.

Com relação às variáveis macroeconômicas, um aumento nos RCs leva a uma aceleração exponencial da taxa de aplicação e reduz o nível de produto. Além disso, diminui a composição do produto, com maior participação do consumo e menor do investimento.

Por fim, quando avaliados os impactos de choques exógenos ao modelo com uma regra de uso de RC como resposta a mudanças no nível de crédito da economia em estado estacionário, percebe-se que, quando existentes choques de demanda, estes são perfeitamente revertidos e a regra auxilia a política de juros quando esta objetiva a estabilização de preços. Já quando há um choque de produtividade, os RCs podem estabelecer um efeito perverso à política de juros. Portanto, os RCs seriam um importante instrumento de política monetária para atenuar os efeitos negativos do ciclo de negócios apenas quando existentes choques de demanda.

Glocker e Towbin (2012b) estimam um modelo econométrico (BVAR – *Bayesian Vector Autoregressive*) para avaliar o impacto dos RCs na economia brasileira entre os anos de 1999 e 2010. Para tal, definiram três medidas para política de Recolhimento

Compulsório: (i) peso dos RCs, (ii) peso dos RCs não remunerados e (iii) RCs efetivos. Além destas variáveis principais, são incluídas outras variáveis macroeconômicas como: índice de preços, taxa de desemprego, *spread* bancário, taxa básica de juros, taxa efetiva de câmbio, total de oferta de crédito e conta corrente como proporção do PIB. A avaliação se baseia na simulação de choques monetários implementados pela autoridade monetária com os instrumentos de política monetária (a taxa básica de juros e os Recolhimentos Compulsórios).

De acordo com os resultados apresentados, ambos os choques são duas diferentes possibilidades de a autoridade monetária contrair o crédito. Contudo, os impactos sobre as variáveis macroeconômicas são distintos. Um aumento nos RCs leva a uma depreciação da moeda e a um superávit na conta corrente, mas a uma elevação nos preços. Já uma elevação nos juros tem efeito inverso: apesar de diminuir o nível geral de preços, leva a uma apreciação monetária e a um déficit na conta corrente. Ambos os choques levam a um crescimento da taxa de desemprego, porém o impacto da taxa de juros é duas vezes maior do que do RC. O impacto da taxa de juros, portanto, sobre os preços e a taxa de desemprego é maior que do RC. Por outro lado, os RCs têm maior impacto sobre os *spreads* bancários e possuem maior eficiência no controle do crédito.

Como conclusão, os autores salientam que os RCs serviriam como um importante instrumento complementar à taxa de juros, no curto prazo, objetivando-se a estabilidade de variáveis financeiras. Contudo, não poderia ser substituto com relação à estabilidade de preços.

Glocker e Towbin (2012a) trabalham um modelo considerando uma economia aberta e pequena com investimento, preços rígidos e um mecanismo de acelerador financeiro. É considerado um setor bancário que capta recursos das famílias e os empresta às empresas. A autoridade monetária tenta minimizar uma função exógena de perdas. São consideradas duas funções de perdas: uma composta pela estabilidade de preços e de produto e outra considerando, além destes dois objetivos, a estabilidade financeira.

Partindo das hipóteses descritas, avaliam-se três tipos de mudanças nos RCs – discricionárias, objetivando estabilidade de preços e objetivando estabilidade financeira – sobre diversas variáveis macroeconômicas. Os resultados obtidos não diferem muito das conclusões de Montoro (2011). Caso a autoridade monetária busque a estabilidade de preços usando a taxa de juros (caso do RMI), os RCs contribuiriam pouco para auxiliá-lo, pois a

elevação de sua alíquota levaria a uma queda na taxa de captação (estimulando o consumo) e a uma elevação na taxa de aplicação (desestimulando o investimento). Porém, se há perturbações financeiras, o uso dos RCs é positivo. Tal utilidade se deve ao fato de uma elevação na alíquota dos RCs levar a uma depreciação da moeda, ao mesmo passo que pressiona a oferta de crédito.

Tovar et al. (2012), através de uma modelagem econométrica (VAR), buscam captar a eficiência do uso dos RCs sobre o mercado de crédito, com base em dados de cinco países latino-americanos (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru)<sup>80</sup> entre 2003 e 2011. São considerados: a média dos RCs, as mudanças na margem dos RCs e outros instrumentos macroprudenciais (recolhimentos de capital, provisionamento dinâmico, etc.)

Os resultados sugerem que o uso destas medidas macroprudenciais leva a uma temporária redução do crescimento do crédito. Elas reforçariam a taxa de juros na condução da política monetária, principalmente os RCs na média e os outros instrumentos macroprudenciais. Os efeitos não são desprezíveis, contudo, se torna necessário uma constante recalibragem dos instrumentos para que se tornem efetivos no curto prazo.

Alencar et al. (2012) examinam a eficácia do RC em diminuir a volatilidade do produto e da inflação e como um instrumento macroprudencial de controle do crédito. Para tanto, estimam um modelo semiestrutural padrão onde adotam as seguintes variáveis macroeconômicas: demanda agregada, oferta agregada, política monetária e setor financeiro. Além disso, admite-se a hipótese de que o *policy maker*, através do controle da taxa básica de juros e da alíquota de RC, visa minimizar uma função de perdas. A taxa de RC é modelada em duas hipóteses: uma em que ela é utilizada como um instrumento de política macroeconômica e macroprudencial e em outra que não. Os dados são referentes à economia brasileira no período entre 2000 e 2011.

As simulações se baseiam em diferentes objetivos para condução da política monetária com relação às variáveis macroeconômicas (hiato do produto, taxa de inflação e hiato do crédito) que poderiam ser seguidas pela autoridade monetária. Todas as regras utilizaram a taxa de juros e a alíquota de RC como instrumentos de política monetária. Há uma única exceção, que seria a atual regra de política monetária (regra de Taylor), na qual apenas uma variável (taxa básica de juros) é utilizada como instrumento de política monetária e o objetivo seria a estabilidade de preços.

---

<sup>80</sup> Dentre os países citados, Chile e México não vêm utilizando os RCs como um instrumento de política monetária complementar. Portanto, estão ali apenas como base comparativa.



Os resultados sinalizaram que, em resposta a um choque de demanda, há utilidade na concomitância entre a taxa de juros e o RC como instrumentos de política monetária. Além disso, os RCs, quando utilizados como uma regra de política macroprudencial, atenuam, consideravelmente, a volatilidade do crédito e são mais eficientes para estabilizar o produto e a inflação. Por fim, quando há um choque financeiro exógeno (choque no *spread* bancário), o uso do RC como um instrumento complementar à taxa de juros permite que as mudanças no segundo sejam mais suaves do que se ele fosse utilizado sozinho. A explicação se deve ao fato de que a alíquota de RC tem um impacto direto sobre os *spreads* bancários. Portanto, a volta para o estado estacionário da economia se tornaria menos custoso às variáveis macroeconômicas.

O RC se tornaria um instrumento útil em complementaridade à taxa de juros na condução da política monetária em resposta aos mais diferentes choques. Ademais, sua importância aumentaria na medida em que *policy maker* optasse por mais objetivos macroprudenciais na condução da política monetária (como a estabilidade financeira).

Federico et al. (2012b) utilizam-se de um modelo VAR para estimar o impacto de mudanças dos RCs sobre variáveis macroeconômicas (PIB real e inflação) das economias de quatro países latino-americanos (Argentina, Brasil, Colômbia e Uruguai) entre os anos de 1992 e 2011.<sup>81</sup> Os autores classificam as mudanças nos RCs como mudanças endógenas (relacionadas ao ciclo econômico e ao fluxo de capitais) e exógenas (relacionadas a liberalização financeira, microprudencialidade e provisão de liquidez).

A maior parte das mudanças identificadas nestes países são exógenas. Portanto, o RC vem sendo utilizado como um instrumento para mitigar perturbações temporárias e estruturais destas economias. Além disso, os resultados indicam que o RC é mais eficiente no curto prazo, enquanto a taxa de juros é mais eficiente no longo. Tais proposições tornam conclusivo que o RC é um excelente instrumento complementar à taxa de juros no curto prazo.

Vargas e Cardozo (2012) estimam dois modelos de economias em RMI (um em que a economia é fechada e outro em que é aberta) para avaliar o impacto de mudanças nas regras de RCs em variáveis macroeconômicas.

Os autores atribuem as seguintes hipóteses para o modelo de uma economia fechada em RMI: os RCs afetam a inflação e o produto através de seus impactos nas taxas de

---

<sup>81</sup> Para o Brasil, em particular, foram utilizados os dados referentes ao período entre os anos de 1995 e 2010.

captação e de aplicação dos empréstimos (tem um efeito ambíguo na primeira e eleva a segunda) e o RC é uma variável discricionária que age como um imposto para a intermediação financeira. Se o objetivo do *policy maker* é unicamente a estabilidade monetária (regra do RMI), os RCs teriam um nível ótimo de longo prazo relacionado com a provisão ideal de liquidez para minimizar os riscos do sistema financeiro, haja visto que só há o canal de transmissão do crédito. Portanto, desviar deste nível ótimo, na medida em que já existe um instrumento de controle da inflação (a taxa de juros), seria apenas deturpar a condução da política monetária de seu objetivo único. A relevância dos RCs só se daria caso houvesse outros objetivos.

Com relação ao modelo de uma economia aberta em RMI, há um canal de transmissão adicional ao canal de crédito: o canal do câmbio. Portanto, a proporção do impacto de mudanças na taxa básica de juros e nos RCs sobre a taxa de câmbio difere deste impacto na demanda agregada. Além disso, como já destacado no presente trabalho, há o impacto de mudanças na taxa de câmbio sobre a inflação. Os autores simularam choques de demanda, de oferta, de expectativas de inflação e de depreciação nominal do câmbio nesta economia, e os resultados indicam que os RCs auxiliaram a suavizar o *trade-off* entre inflação de produto. Ademais, quando, além da estabilidade de preços, o *policy maker* tem por objetivo a estabilidade financeira, os RCs se tornam ainda mais relevantes, em particular, ao mitigar excessivo grau de alavancagem das instituições que poderia emergir por conta do uso único da taxa de juros como instrumento de política monetária em resposta a choques exógenos.

Mimir et al. (2012) analisam a eficiência do RC em suavizar o ciclo financeiro como instrumento de política monetária complementar. Para isto, estimam um modelo macroeconômico (DSGE – *Dynamic Stochastic General Equilibrium*), em que os RCs tocam uma regra de estabilização do crédito, e o sujeitam a choques monetários, de produtividade e financeiros. Os autores calibram o modelo com dados da Turquia após o ano de 2010.

Assim como nos trabalhos anteriores, os resultados indicam que mudanças inesperadas nos RCs são um importante instrumento para suavizar os efeitos negativos dos choques testados. Sua imprevisibilidade é mais eficiente do ponto de vista do bem-estar social do que quando utilizado como uma regra. Além disso, os RCs reduzem a volatilidade de variáveis macroeconômicas como: produto, consumo, investimento, crédito, *spreads*

bancários e preços de ativos. Contudo, os autores destacam que existe um grau de *trade-off* entre estabilidade de preços e estabilidade financeira.

## **Conclusão**

O debate acerca do uso do Recolhimento Compulsório como um instrumento complementar à taxa de juros se torna mais favorável à visão heterodoxa, onde há a assunção de funções para o mesmo que superam a visão tradicional (onde o compulsório só existiria como uma garantia de recursos e um instrumento de controle dos agregados monetários).

Os trabalhos, de uma maneira geral, concluem que o Recolhimento Compulsório é um importante instrumento para desacelerar o crescimento do crédito e para a estabilidade financeira. O seu impacto sobre os *spreads* e o crédito seriam maiores, em particular, no crédito para pessoa física – menos volátil à taxa de juros, no caso brasileiro. Além disso, como um instrumento de curto prazo, seria eficiente como complemento da taxa de juros.

Os Recolhimentos Compulsórios respondem bem a choques exógenos das mais distintas origens (exceto de produtividade, sabidamente uma variável de longo prazo), porém são mais eficientes quando usados repentinamente (sem uma regra previamente estabelecida).

## CONCLUSÃO

De acordo com a experiência latino-americana recente e os trabalhos teóricos e empíricos apresentados, o Recolhimento Compulsório se apresenta como uma razoável alternativa de complementaridade à taxa de juros como instrumento de política monetária, principalmente para o controle do crédito e, conseqüentemente, para manutenção da estabilidade financeira. Os resultados empíricos sugerem uma boa resposta deste principalmente a choques exógenos (financeiros, monetários, de demanda, etc) o que indica a sua capacidade de macroprudencialidade.

Com relação à economia brasileira, em particular, onde a taxa de juros não possui uma razoável eficiência no controle da inflação, principalmente por conta das distorções em seus canais de transmissão e da existência de um canal perverso (canal do crédito), um instrumento que tivesse a capacidade de controlar diretamente a quantidade de moeda (e conseqüentemente a demanda agregada, pelo canal do crédito) se mostra um importante instrumento para auxiliar a eficácia da política monetária. Além disso, a taxa de juros vem sendo utilizada para múltiplos objetivos, enquanto há a comprovação empírica de que quando a autoridade monetária visa objetivos adicionais à estabilidade de preços, o Recolhimento Compulsório se torna mais eficiente.

As vantagens do uso do Recolhimento Compulsório em complementar a taxa de juros, além das já citadas, se dariam também com relação a não serem custosas para o Banco Central (diferente da taxa de juros) e ao fato de ser o instrumento secundário mais utilizado pelos países devido à facilidade com que é empregado.

Outro ponto de destaque é com relação ao fato da taxa de juros ter forte impacto sobre o investimento, enquanto o Recolhimento Compulsório tem mais impacto sobre o crédito para pessoa física (consumo). Portanto, o Recolhimento Compulsório auxiliaria a taxa de juros no controle da inflação e diminuiria uma das distorções determinantes à condição de semi-estagnação da economia brasileira: a inércia do investimento.

Por fim, apresentadas todas as vantagens anteriormente listadas e o recente caráter pragmático na condução da política monetária da gestão federal, observa-se um espaço para a utilização cada vez mais ampla deste instrumento. Tal observação pode ser constatada na

recente redução de compulsórios e da taxa de juros mesmo em um contexto de iminente elevação da inflação e de crise da dívida na Europa.

O Recolhimento Compulsório se coloca como uma alternativa de instrumento complementar sem, necessariamente, representar uma fuga do Regime de Metas de Inflação. A vantagem deste regime, como destacado ao longo do trabalho, se dá com relação à transparência e credibilidade transmitida pelo *policy maker* para os agentes econômicos. Contudo, países que foram flexíveis quanto ao seu uso tiveram desempenho melhor do que os que não foram. Por conseguinte, o uso de um instrumento adicional seria uma forma de flexibiliza-lo e contribuir para um melhor desempenho macroeconômico.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALENCAR, L. S.; TAKEDA, T.; MARTINS, B. S.; DAWID, P.. **Uma Avaliação dos Recolhimentos Compulsórios**. Banco Central do Brasil, Working Paper Series, n. 296, 2012.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. R. ; FERRARI FILHO, F.. **Inflation targeting in emerging countries: the case of Brazil**. In: ARESTIS, P.; SAAD-FILHO, A.. (Org.). Political Economy of Brazil: Recent Economic Performance. Basingstoke: Palgrave Macmillan, v. , p. 116-140, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Depósitos Compulsórios**. Série Perguntas mais Frequentes. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, Diretoria de Política Econômica, 2012a.

\_\_\_\_\_. **Regime de Metas para Inflação no Brasil**. Série Perguntas mais Frequentes. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, Diretoria de Política Econômica, 2012b.

\_\_\_\_\_. **Banco Central promove alterações nas regras do compulsório sobre recursos a prazo**. <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=3539&idpai=noticias>, Distrito Federal, 21/05, 2012c.

BARBOSA, F. H.. **A Estabilização Inacabada**. Revista de Economia. Mackenzie, São Paulo, v. 1, n.1, p. 13-26, 2003.

\_\_\_\_\_. **The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience**. Revista de Economia Política, v. 26 (2), pp. 231-8, 2006.

BRESSER-PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y.. **Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade**. Revista de Economia Política, v. 22 (3), pp. 146-80, 2002.

CARVALHO, F. J. C.. **Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil.** *Econômica*, vol. 6 (2), pp. 315-34, 2004.

\_\_\_\_\_. **Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil.** *Revista de Economia Política*, v. 25 (4), pp. 323-36, 2005.

CARVALHO, F. A.; AZEVEDO, C. F.. **The Incidence of Reserve Requirements in Brazil: Do Bank Stockholders Share the Burden?** Banco Central do Brasil, Working Paper Series, n. 160, 2012.

FEDERICO, P.; VEGH, C. A.; VULETIN, G.. **Macroprudential policy over the business cycle.** Unpublished manuscript, 2012a.

\_\_\_\_\_. **Reserve requirement policy over the business cycle.** Unpublished manuscript, 2012b.

FEINMAN, J.. **Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform.** Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington D.C, 1993.

FRANCO, G. H. B.. **A inflação (a nova) e a política monetária (a velha).** *Veja*, p. 105, 02/03, 2005.

GALO, P.. **Princípios intactos, mas com pragmatismo.** Folha de São Paulo, 2012.

GIAMBIAGI, F. (Org.); VILLELA, A. (Org.); CASTRO, L. B. (Org.); HERMANN, J. (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2010.** 2. ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2011.

GLOCKER, C.; TOWBIN, P.. **Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?** *International Journal of Central Banking*, *International Journal of Central Banking*, Vol. 8, No. 1, pp. 65–114, 2012a.

\_\_\_\_\_. **The macroeconomic effects of reserve requirements.** WIFO Working Paper No. 420, 2012b.

HALL, R.; HITCH, C.. **Price Theory and Business Behaviour.** Oxford Economic Papers, Vol. 2, pp. 12-45, 1939.

KALECKI M.. **Theory of Economic Dynamics.** 2ª Ed. Londres: George Allen & Unwin, Londres, nov pp 10-2, 1954.

KEYNES, J. M... **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** São Paulo: Atlas. [The General Theory of Employment, Interest and Money. London: MacMillan, 1936], 2007.

LIM, C.; COLUMBA, F.; COSTA, A.; KONGSAMUT, P; OTANI, A; SAIYID, M.; WEZEL, T.; WU, X.. **Macprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences.** IMF Working Paper n.238, 2011.

MANSON, E. S.. **Price and Production Policies of Large-scale Enterprise.** American Economic Review, Vol. 29, março, p. 61-74, 1939.

MARQUES, A. M.; FOCHEZATTO, A.. **Importância do canal do custo na transmissão dos efeitos da taxa de juros sobre os preços na economia brasileira, 1994-2005.** In: XI Encontro Nacional de Economia Política, 2006, Vitória/ES. XI Encontro Nacional de Economia Política. v. 1. p. 1-20, 2006.

MARTINS, N. M.; FERRAZ, C. A.. **A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade.** Cadernos do Desenvolvimento, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 269-289, jul.-dez, 2011.

MIMIR, Y.; SUNEL, E.; TASKIN, T.. **Reserve requirement policy over the business cycle.** Unpublished manuscript, 2012.

MODENESI A. M.; MARTINS N. M.; MODENESI R. L.. **Uma Nova Política Econômica?** In: MODENESI, A. M. (Org.); PRATES, D. M. (Org.); OREIRO, J. L. (Org.);



PAULA, L. F. de (Org.); RESENDE, M. F. C. (Org.). Sistema Financeiro e Política Econômica em uma Era de Instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. 1ed. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2012, v. , p. 123-131, 2012.

MODENESI, A. M.; PIRES-ALVES, C. C.. **Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: uma abordagem micro-macro integrada.** In: V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2012, São Paulo. Anais do V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), 2012.

MONTORO, C.. **Assessing the Role of Reserve Requirements under Financial Frictions.** Unpublished manuscript, Bank for International Settlements, 2011.

MONTORO, C.; MORENO, R... **The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America.** BIS Quarterly Review, March 2011, pp. 53-65. 26, 2011.

MORANDÉ, F. **Una década de metas de inflación en Chile: desarrollos, lecciones y desafíos.** Revista Economía Chilena, vol.4, n.1, 2000.

NAKANO, Y.. **O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros.** Conjuntura Econômica, 2005.

\_\_\_\_\_. **Aprimorar para reduzir a meta.** Valor Econômico, 11/01, p. A-11, 2011.

NETTO, D.. **A Crítica Pertinente.** Valor Econômico, 2012.

OLIVEIRA, G. C.; OLIVEIRA, B.. **Inflation targeting no Brasil (1999-2005): uma análise à luz da experiência internacional.** In: XI Encontro Nacional de Economia Política, Vitória/ES, 2006.

OREIRO, J. L., PAULA, L. F. de, SILVA, G. J. C. da, AMARAL, R. Q. do.. **Por que o custo do capital no Brasil é tão alto?** XXXV Encontro Nacional de Economia, 2007.

REINHART, V.; REINHART C.. **On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems,** International Journal of Finance and Economics, No. 4, 1999.

ROBITAILLE, P.. **Liquidity and Reserve Requirements in Brazil**. International Finance Discussion Papers, No. 1021, 2011.

ROMERO, C.. **Tripé: os argumentos do Banco Central**. Valor Econômico, 2012.

SERRANO, F.. **Taxa de juros, taxa de câmbio e metas de inflação**. Valor Econômico, p. A-23., 2006.

SERRANO, F. e SUMMA, R.. **Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s**. Center for Economic and Policy Research, 2011.

SWEEZY, P.. **Demand Under Conditions of Oligopoly**. The Journal of Political Economy, Vol. 4, pp. 568-573, 1939.

TAKEDA, T.; DAWID, P.. **Liberação de Compulsórios, Crédito Bancário e Estabilidade Financeira no Brasil**. Banco Central do Brasil, Relatório de Economia Bancária e Crédito, 53-68, 2009.

TAKEDA, T.; DAWID, P.. **Recolhimentos Compulsórios e o Crédito Bancário Brasileiro**. Banco Central do Brasil, Working Paper Series, n. 250, 2011.

TOVAR, C.; GARCIA-ESCRIBANO, M.; MARTIN, M.. **Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macprudential Instruments in Latin America**. IMF Working Paper, n.142, 2012.

TENAI, P.. **Ciclo sem precedente de alta dos juros**. Valor Econômico, p. A-12, 2006.

VARGAS, H.; BETANCOURT, Y.; VARELA, C.; RODRÍGUEZ, N.. **Effects of reserve requirements in an inflation targeting regime: the case of Colombia**. BIS Papers, 54, 133-169, 2010.

VARGAS, H.; CARDOZO, P.. **The Use of Reserve Requirements in an optimal Monetary Policy Framework**. Banco de la República de Colombia, 2012.

**WEINER, S. E.. The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy.**  
Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, vol. 77, pp. 45-63, 1992.

**WEINTRAUB, S.. Classical Keynesianism Monetary Theory and the Price Level.**  
Connecticut: Greenwood Press, 1961.