

# UMA INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: PODERIA A AUTORIDADE MONETÁRIA SER CAPTURADA PELO SISTEMA BANCÁRIO?

## Resumo

O regime de metas de inflação (RMI) é uma proposição de política econômica que decorre do chamado Novo Consenso Macroeconômico e é o *modus operandi* da política monetária em vários países. A partir do referencial teórico pós-keynesiano, crítico ao referido Novo Consenso, o objetivo deste artigo é analisar se, sob a vigência do RMI, a Autoridade Monetária (AM) pode tornar-se capturada pelo sistema bancário. A lógica aventada no artigo é a de que a AM, sob o RMI, pode ser dominada pelos bancos haja vista que são eles, em última instância, que decidem qual a magnitude da demanda agregada e é o controle desta, em primeira instância, o foco da AM sob o Regime. Após o desenvolvimento teórico da possibilidade de captura da AM, o artigo busca evidências do problema em tela na história econômica recente do Brasil sob o RMI.

**Palavras-chave:** Regime de metas de inflação; novo consenso macroeconômico; teoria keynesiana; economia monetária da produção.

**Classificação JEL:** E12, E42, E52, E58.

## I. Introdução

A lógica operacional do Regime de Metas de Inflação (doravante RMI) ancora-se em pressupostos que encerram, por um lado, uma Autoridade Monetária que terá um constrangimento, dado pela meta de inflação, à

**FÁBIO HENRIQUE  
BITTES TERRA**

Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia.

ação discricionária e, por outro lado, um agente econômico bem comportado, com expectativas racionais que possuem esperanças *forward looking*, sendo que ambos os lados estão atuando em um jogo dinâmico e sem fim declarado. Neste cenário, os agentes e a Autoridade Monetária são induzidos a cooperar, a fim do alcance do bem-estar social, sem oportunismos de ambas as partes, de forma que “nenhuma punição surge de crimes do período passado”. (Barro & Gordon, 1983, p.110)

Em termos de *policy making*, o referido RMI tornou-se, desde o início dos anos 1990, a regra de condução da política monetária em diversos países, sejam avançados, sejam emergentes. Dentre estes, destaque-se o Brasil, que o adotou em 1º de julho de 1999. Então, é de se esperar que a lógica operacional do Regime sirva como um modelo do comportamento dos agentes no sistema econômico. Entretanto, desde uma perspectiva teórica crítica ao Novo Consenso Macroeconômico propositor do RMI, pode-se questionar: e se os agentes com os quais se defronta a Autoridade Monetária (de agora em diante, AM)<sup>1</sup> tiverem comportamentos diversos em relação àquilo que o arcabouço teórico do RMI prevê?

Substanciado pela teoria pós-keynesiana, este artigo objetiva mostrar, em âmbito teórico, que a AM pode ser, sob o RMI, capturada pelos

bancos criadores de moeda. Nesse particular, a lógica subjacente à ideia de captura da AM desenvolve-se da seguinte forma: por um lado, o objetivo do Banco Central é o alcance da meta de inflação, cujo atingimento, sob o RMI, depende do controle da demanda agregada via taxa de juros. Neste íterim, é condição *sine qua non* para o sucesso da AM sua reputação crível, algo que conduz os agentes a com ela cooperarem e reduzirem seus preços, desinflacionando a economia. Por outro lado, os bancos comerciais criam moeda e, ao fazê-lo, ofertam poder de compra aos tomadores de recursos, isto é, capacidade de demanda agregada. Portanto, o sucesso da AM – e de sua credibilidade – depende crucialmente da forma pela qual o sistema bancário se comportar, pois os bancos, em última instância, influenciam a magnitude da demanda agregada e é o controle desta, em primeira instância, o foco da política monetária sob o RMI. Neste cenário, a AM encontra restrições para enfrentar o comportamento estratégico dos bancos que, por sua vez, usam as restrições de atuação da AM para enfrentarem suas expectativas incertas sobre a obtenção do lucro. É este o processo de captura da AM pelo sistema bancário.

O artigo está estruturado em cinco seções, além desta introdução. Na seção 2, os modelos teórico e operacional do RMI são descritos. Na

seção 3, a partir da perspectiva pós-keynesiana, é apresentada a forma pela qual os bancos definem suas estratégias de precificação de ativos e de composição de *portfolio* na busca pelo lucro, essência de sua existência enquanto empresa financeira. A seção 4 mostra como os bancos podem capturar a AM sob o RMI, enquanto que a seção 5 analisa, utilizando-se de estatística descritiva, se há evidências de captura do Banco Central do Brasil pelo sistema bancário, pós-RMI. Por fim, a última seção sumariza o artigo.

## **2. O Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas de Inflação**

Embora novos clássicos e novos keynesianos tenham agendas de pesquisa distintas, suas proposições de *policy making* são consensuais, o que levou ao surgimento do chamado Novo Consenso Macroeconômico (doravante, NCM), como “um conjunto de princípios-chave – um núcleo de [hipóteses] macroeconômicas sobre as quais há amplo consenso”. (Taylor, 1997, p.233) A estrutura teórica do NCM assume que a racionalidade dos agentes está embasada na hipótese de expectativas racionais e, portanto, as variáveis relevantes são consideradas em caráter *forward looking*. Os indivíduos maximizam funções intertemporais que implicam otimização dinâmica e em que a AM e os agentes participam de jogos repetitivos e sem fim definido.

(Barro & Gordon, 1983) Em função deste perfil de interação há a possibilidade de os ajustes dos mercados serem lentos e dependerem da reputação da AM.

Por sua vez, os *policy makers* são imbuídos do viés inflacionário e, então, instituem políticas econômicas expansionistas financiadas por emissão de moeda que ampliam o emprego além de seu nível natural e pressionam a demanda agregada. Em decorrência do aquecimento do mercado de bens e serviços em geral, e do mercado de trabalho em específico, tem-se o aumento dos salários nominais e, por consequência, a expansão dos custos marginais. Neste cenário, os produtores elevam seus preços para evitarem perdas em seus *markups*. Portanto, a expansão monetária causa a ampliação da demanda agregada, do emprego e da produção correntes, porém com aumentos nos preços. Assim, efetiva-se o *trade-off* de curto prazo entre emprego e inflação previsto pela Curva de Phillips.

Todavia, as expectativas *forward looking* em um cenário de interação repetitiva tornam os parâmetros das funções-objetivo dos agentes bastante sensíveis às políticas econômicas. O exercício do viés inflacionário provoca, então, uma inconsistência dinâmica na alocação de recursos dos agentes, cujas expectativas *forward looking* fazem com que eles retaliem a AM, porquanto percebam seu oportunismo. De

acordo com Bernanke & Mishkin este jogo não cooperativo,

leva a AM a tentar enganar o público com surpresa inflacionária, induzindo produtores [...] a crescer o produto e o emprego acima do nível natural. Se o público possui expectativas racionais, entretanto, ele antecipará as ações do Banco Central e os produtores não serão enganados. (Bernanke & Mishkin, 1997, p.14)

Na ausência de credibilidade, em função de inconsistência dinâmica passada, os agentes mantêm suas expectativas de inflação no futuro, mesmo diante do anúncio de políticas contracionistas para desinflação, e de esforços operacionais da AM para tanto. Em oposição, com transparência, consistência entre anúncio e resultado, boa reputação e, logo, credibilidade, a AM conseguirá fazer com que sua interação com os agentes provoque-lhes crenças de que a política de estabilidade será perene. Por esperarem menor inflação futura, os agentes diminuem gradualmente seus preços, até que os desvios das expectativas se extingam e o sistema econômico siga sua trajetória de equilíbrio de longo prazo. No caso de a AM no curto prazo persistir em utilizar-se do viés inflacionário, os resultados alcançados no longo prazo serão “uma inflação mais elevada do que o ótimo, sem benefícios em termos de menor desemprego”. (Bernanke & Mishkin, 1997, p.14) Ou seja, a economia se encontrará em um ponto subótimo, com maior patamar de preços sem

qualquer desvio do emprego e do produto em relação a seus níveis de equilíbrio.<sup>2</sup> (Kydland & Prescott, 1977)

Deste arcabouço lógico surge a necessidade de que o viés inflacionário dos *policy makers* seja contido, a bem de a economia trilhar seu percurso sem distorções nas alocações de recursos. Ao passo em que a inflação resulta das políticas de *easy money* da AM, deve existir uma regra que constranja a discricionariedade dela e torne a política monetária consistente, crível e indutora da cooperação dos agentes. Neste cenário, a meta de inflação tornou-se a regra, ou seja, o constrangimento que demonstra todos os esforços que a AM faz para “manter o crescimento da demanda agregada estável objetivando prevenir flutuações no produto real e na inflação”. (Taylor, 1997, p. 234)

Para tanto, a política monetária é ativa e o instrumento por ela utilizado é a taxa de juros nominal. (Goodfriend & King, 1997) Dada pela chamada Regra de Taylor, a função de reação da AM baseia-se nos juros, pois eles são de simples compreensão pelos agentes e oferecem à política monetária flexibilidade e eficiência para o gerenciamento da demanda agregada. (Taylor, 1993) Os juros afetam a atividade econômica por meio das expectativas que orientam as funções-objetivo dos agentes *vis-à-vis* os preços relativos da cesta de bens e serviços que eles acessam. Ao alterar-se a taxa de juros, mudam-se os

custos relativos presentes e futuros. Aumentos nos juros sugerem maior benefício da poupança no presente e provocam a substituição intertemporal nas alocações dos agentes, implicando menor demanda agregada. Reduções nos juros promovem reações no sentido contrário. Cabe ressaltar que, quando a inflação é causada por choques de oferta, a política monetária pode acomodá-la sem necessariamente alterar os juros, seja pelo uso de bandas de inflação ao invés da meta, seja pelo espaço de tempo de convergência da inflação ao alvo.

Arestis *et alii* (2009) mostram outros aspectos operacionais que são auxiliares à taxa de juros na condução da política monetária. Dentre tais elementos os autores destacam os relatórios de inflação, a clareza nas informações publicadas, as reações rápidas a choques de demanda, a abrangência e o realismo dos modelos de previsão de inflação, a independência da AM ou, quando esta não for possível, sua autonomia operacional. Todos estes aspectos conferem transparência à atuação da AM e servem para construir a reputação crível que ela deve ter para que os agentes contribuam com o esforço desinflacionário.

Pois bem, a iniciar-se pela Nova Zelândia em 1989, o RMI foi implementado em diversos países,<sup>3</sup> sendo que, no Brasil, sua efetivação ocorreu em julho de 1999, após o regime monetário

de âncora cambial ter sido eliminado em janeiro do referido ano. (Banco Central do Brasil, 2012) Assim, o *mainstream* teórico sintetizado pelo NCM passou a ocupar de forma hegemônica a orientação dada às políticas econômicas em geral; em particular, a política monetária tornou-se a mais relevante, cabendo às políticas fiscal e cambial um lugar subordinado à sustentação do regime monetário. Como consequência, a taxa de juros da AM consolidou-se como principal instrumento de política econômica, responsável, sobretudo, por deixar a demanda agregada dentro dos limites suportados pelas condições de oferta da economia. (Arestis & Sawyer, 2003a; 2003b)

O alastramento do RMI como *modus operandi* das políticas monetárias envolve a aceitação do arcabouço lógico do NCM ou, no mínimo, o seu não questionamento. Portanto, supõe-se um mundo previsível, movido por pretensões individuais que são reativamente cooperativas e em que a melhor atuação dos *policy makers* é criar formas de constrangerem publicamente a si próprios. O exercício do RMI implica a realidade ser tal qual prevê a teoria ou, no limite, tender a isso. Mas o que acontece se esta realidade invocada não for, e nem tender a ser, aquela em que se espera que o RMI seja exercido?

### 3. Bancos e a Autoridade Monetária em economias monetárias da produção

Segundo Keynes,

o empresário não está interessado no montante de produto, mas no montante de moeda que lhe será partilhado. Ele expandirá sua produção, pois espera, ao fazê-lo, aumentar seu lucro monetário. (Keynes, 1979, p.82)

Isso define a natureza do sistema econômico enquanto economia monetária da produção, em que investimentos de moeda em recursos produtivos são realizados a fim de conseguir mais moeda em um futuro próximo. Porém, o caminho de longo prazo entre o presente, tempo do investimento, e o futuro, momento no qual se espera que a produção se realize, é desconhecido e não há cálculos que o antecipem.

Para que se animem a investir, mobilizando recursos que ampliarão o emprego, a renda e a riqueza, os empresários formam expectativas sobre o futuro baseadas,

em parte, [em] fatos existentes que se podem supor sejam conhecidos mais ou menos com certeza e, em parte, [em] eventos futuros que podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança. (Keynes, 1964, p.147)

A título de ilustração dos elementos conhecidos, cite-se a taxa de juros corrente, o nível de capacidade produtiva, a escala de produção de um ativo de capital em específico, o patamar do

salário mínimo e o nível de renda média, entre outros.

Consoante Keynes (1973), quanto mais elementos conhecidos estiverem disponíveis e mais estáveis eles forem, maior o peso do argumento do investidor e, então, maior a confiança dele nas proposições que faz sobre um futuro incerto. Em outros termos, quanto maior e mais perene e perceptível no tempo for o conjunto de elementos conhecidos em que uma decisão de investimento basear-se, maior o estado de confiança do empresário em suas expectativas sobre o futuro.<sup>4</sup>

Keynes (1964) aponta que o processo de investimento ocorre em duas etapas: primeiramente, os empresários realizam a precificação dos diversos ativos e, então, o investimento é materializado em uma determinada composição de *portfolio* de ativos. A precificação de ativos é o modo pelo qual os investidores calculam a renda líquida esperada, isto é, a expectativa de retorno de um determinado investimento. Apreendendo os elementos conhecidos e formulando expectativas sobre o futuro, os indivíduos esperam do ativo uma quase renda, a que se acresce o prêmio dado pelo grau de liquidez, e em que se descontam os custos de carregamento ao longo do tempo.

Dentre os diversos ativos passíveis de escolha, a moeda também se configura em uma alternativa, não pelo retorno pecuniário que oferece

– que é nulo e, portanto, não respeita a lógica de investir a fim do lucro – mas pelo seu prêmio de liquidez máxima coadunado com seu custo de carregamento negligenciável. Contudo, se em primeira instância a precificação feita pelos indivíduos aferir que a moeda é a melhor opção, o que se tem é a precaução e não o investimento. (Keynes, 1964) Por isso, o investimento é a última instância da decisão e, preferindo-se a liquidez da moeda ao gasto com investimento, não se gerará nova capacidade produtiva, nem serão criados novos empregos, renda e riqueza. Portanto, caso não prevaleça a preferência pela liquidez, o investimento será dedicado a ativos de duas naturezas, de capital real e financeiros. A composição de *portfolio* em ativos de capital real, bem como as transações dos bens e serviços resultantes da produção, conformam a esfera de circulação industrial. (Keynes, 1971b) Por sua vez, os ativos financeiros podem ser definidos como “transações de moeda à vista em troca de moeda depois. Neste sentido, são como um título ou a aquisição de uma anuidade”. (Minsky, 1986, p.214) Os ativos financeiros são o investimento que não redundam imediatamente em produção, embora seja de se esperar que a maior parte dos ativos nesta circulação sejam instrumentos intermediários para o financiamento da produção.<sup>5</sup> A oferta e a demanda por ativos financeiros encontram-se na esfera da economia a que Keynes (1971b) chamou de circulação financeira.

Pois bem, há uma importante peculiaridade da circulação financeira, que diz respeito aos financiamentos surgidos a partir dela poderem ser criados a descoberto, sem a necessidade de poupança prévia ou em nível superior às reservas existentes. Logo, a oferta de moeda na economia não é função apenas da emissão feita pela AM, mas também depende do modo pelo qual a composição de *portfolio* dos bancos criadores de moeda-crédito atender à demanda por moeda. Neste particular, a oferta de moeda é endógena e sua magnitude dependerá da precificação que os bancos fizerem das obrigações colocadas à venda nos mercados financeiros.

Embora varie em magnitude ao longo dos ciclos econômicos, a criação de moeda é uma ação estrutural<sup>6</sup> dos bancos, pois a oferta de meios de pagamento a descoberto é um dos principais caminhos pelos quais eles buscam lucros. Tal qual qualquer empresa, os bancos realizam transações ansiando lucro e percorrem o mesmo caminho incerto entre a aposta presente e o resultado futuro. Logo,

os bancos comerciais [...] são instituições que têm o lucro como objetivo e operam sob restrições semelhantes às de qualquer outro agente, em particular, sob incertezas do futuro iguais ou maiores que as que atingem o resto dos agentes. (Carvalho, 1993, p.119)

Nesse particular, como argumenta Paula (2014), um dos elementos a ser considerado pelos bancos em suas decisões de composição de

*portfolio* é a forma pela qual a AM exercerá sua política monetária, tanto na forma de regulamentações por ela colocadas sobre o mercado monetário, quanto na instrumentalização da taxa de juros. As regulamentações, tais como os encaixes compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo, limitam as possibilidades de concessão de empréstimos – isto é a oferta de serviços bancários.<sup>7</sup> A taxa de juros da AM, por sua vez, é o juro sobre o qual o sistema bancário estabelece seu *markup*, conformando os preços dos serviços que ofertarão ao público. Assim, bancos e Banco Central, diferentemente dos postulados do RMI, não cooperam entre si, mas travam uma relação do tipo regulador-regulado em que este considera as possíveis ações futuras daquele para estabelecer suas composições de ativos em busca do incerto lucro futuro. Não é por menos que

a concretização dos objetivos de política buscados pelas autoridades monetárias depende da reação dos bancos e suas políticas, podendo ser confirmada, atenuada ou contraposta. (Paula, 2003, p.333)

Por conta disso, a AM pode enfrentar atributos de resiliência dos bancos em relação às suas políticas e, na medida em que a operação bancária, por excelência, é criadora de moeda-crédito, ou seja, poder de demanda, o desvio dos bancos das ações da política monetária pode ser determinante para que o Banco Central, sob a lógica

do RMI, não adquira credibilidade. Para que as intenções dos *policy makers* sejam confirmadas e provoquem os efeitos desejados, os bancos precisam ratificá-las e não há nada que implique isso de imediato. A rigor, a AM pode punir os bancos que não confirmarem suas políticas, por exemplo, imputando-os exigibilidades elevadas sobre os depósitos captados, não sancionando demandas adicionais por reservas bancárias ou estabelecendo taxas elevadas para a utilização do redesconto.

Porém, no conflito de poder com o sistema bancário, a AM precisa lidar com duas questões que lhe enfraquecem as possibilidades de sanções sobre o sistema bancário. Por um lado, como ressalta Minsky (1986), os bancos são peças-chave nas economias monetárias da produção, dado que o *finance* que concedem é fundamental para que as decisões de investimento dos empresários sejam viabilizadas e ampliem o emprego e a renda da economia. Por outro lado, para desviarem-se dos limites colocados pela AM, os bancos lançam mão de inovações financeiras que alteram suas administrações de balanços, tanto do lado das operações ativas que fazem quanto no que diz respeito às formas de captação de recursos, isto é, suas operações passivas. (Minsky, 1986)

Como se não bastassem tais relações de poder entre bancos e Banco Central é possível apontar, a partir de Keynes (1964), outro problema a ser

enfrentado pela AM, qual seja, a eficiência da política monetária decorrente de seu impacto indireto sobre a atividade econômica. Ao operacionalizar a política monetária via *open-market*, trocando títulos públicos por moeda no mercado de reservas bancárias, a AM modifica as condições da liquidez na circulação financeira, alterando, em sequência, (i) as condições imediatas de oferta de moeda, (ii) as expectativas dos ofertantes e demandantes de moeda e as taxas de juros do mercado monetário, (iii) e, a decorrer disto, altera-se todo o complexo de juros do sistema financeiro, o que implicará, enfim, (iv) diferentes decisões na circulação industrial. A título de ilustração, em ocasiões extremas como a armadilha pela liquidez, que representa a desconfiança plena dos agentes em relação ao futuro, a política monetária é inócua em estimular a atividade econômica. Daí, por sinal, a preferência de Keynes pela política fiscal como instrumento de estabilização automática do ciclo econômico.<sup>8</sup> (Keynes, *op. cit.*)

Em suma, nas economias monetárias os bancos são peças-chave para a dinâmica de crescimento do produto, pois criam meios de pagamento de forma endógena e atendem à demanda por moeda, seja para transações do público ou dos negócios. São eles que antecipam os recursos que no futuro podem ser confirmados pelas vendas da produção constituída pelos investimentos. Entretanto, bancos buscam lucro e, para tanto, tramam estratégias para composição de

ativos em meio à incerteza radical, de modo que toda informação disponível é elemento conhecido para suas decisões de investimento. Neste cenário, o RMI, ao impor uma AM cooperativa e restringida pela busca de credibilidade, porém confrontada por investidores que precisam agir com oportunismo para terem melhores expectativas de lucro, pode encerrar resultados diversos dos esperados pelo NCM.

#### **4. Poderia a AM ser capturada pelos bancos?**

A partir das proposições do RMI, o compromisso único da política monetária é a acomodação inflacionária. A causa da inflação encontra-se no viés inflacionário dos *policy makers*, que faz a AM expandir o volume de meio circulante, forçando a demanda agregada para além do produto potencial. Para que se faça a desinflação, a AM utiliza-se da taxa de juros básica, a bem de desviar o dispêndio presente para o futuro e acomodar a demanda nos limites colocados pela oferta. Uma ampla gama de elementos de publicidade subsidia a instrumentalização dos juros e visa dar transparência às ações da AM, imputando-a, ao passar do tempo, credibilidade, fator *sine qua non* para o sucesso da política monetária.

Para a perspectiva pós-keynesiana, os banqueiros são empresários em busca de lucro e que atuam em um ambiente de incerteza. Para

decidirem em que investir, eles formulam proposições sobre o futuro que se ancoram, por um lado, em dados mais ou menos conhecidos e, por outro lado, em expectativas mais ou menos confiáveis. Quanto maior o conjunto de dados imediatamente disponíveis, com maior convicção poderá o banqueiro enfrentar o desconhecido percurso que o separa do seu desejado lucro.

Pois bem, sob o RMI, como dados conhecidos em suas decisões de investimento, os bancos sabem: (i) qual é a meta de inflação, (ii) qual é o tempo proposto para seu alcance, (iii) que o objetivo único da política econômica é a estabilidade de preços, (iv) que a instabilidade de preços é compreendida como decorrente de choques de demanda, (v) que a taxa de juros é o meio único pelo qual se realiza a política monetária e, sobretudo, (vii) pela própria natureza dos seus negócios, os bancos sabem que eles são capazes de criar moeda para atender a procura por liquidez que, em sua maior parte, se transforma em demanda agregada.

Ora, se a reação da política monetária destina-se ao controle da demanda, quem define o preço pelo qual este controle será exercido não é a AM, mas o sistema bancário, pois ele tem enorme poder de definir qual a magnitude da demanda agregada. Nesse particular, embora possa soar contraditório, sob o RMI quanto mais os bancos reduzirem suas preferências pela liquidez, mais intensa terá de ser a reação da

AM, o que significa que maiores terão de ser os juros que ela deverá estabelecer para controlar a concessão de crédito. O resultado lógico, portanto, é que sob o RMI, a AM torna-se capturada pelos bancos, que se utilizam da constrição de ação do Banco Central como meio para reduzir suas incertezas sobre quais decisões tomar a bem da obtenção de maiores lucros.

Os bancos não agem baseados em funções de maximização de lucro com ponto de máximo conhecido e alcançável, como é pressuposto pelo RMI, e nem a razão de ser deles é, em si, a oferta de serviços financeiros. Estes são apenas o meio pelo qual eles buscam o lucro, que é incerto e, portanto, com ponto máximo variável e indefinido *a priori*. A partir das informações conhecidas e das expectativas que elas substanciam, os bancos definem, via ponderações de rentabilidade versus liquidez, as suas operações ativas.

Como se não bastasse, há ainda outros elementos do RMI que intensificam a captura da AM, quais sejam:

(i) a ampliação das fontes – e dos tipos – de captação de depósitos, por meio de uma rotina de inovações financeiras do sistema bancário, cujo objetivo é ampliar suas operações passivas e ativas, dando-lhes maior capacidade de ação e de desviar das regulamentações impostas pela AM;

(ii) na medida em que o instrumento da política monetária sob o RMI é único, o grau de autonomia da AM é reduzido. Embora Keynes (1971b) apontasse que o controle da taxa de juros é o instrumento ideal de política monetária, suas declaradas preocupações (Keynes, 1964) com as limitações de uma política meramente monetária para influenciar a taxa de juros e, por conseguinte, os comportamentos dos investidores financeiros, deixam claro que apenas o referido instrumento não basta.<sup>9</sup>

(iii) a existência de diversos fatores causais do nível de preços, todos atuando concomitantemente, mas para os quais a AM não se utiliza de instrumentos específicos, pode sensibilizar por demais a resposta dos juros aos movimentos nos preços. A depender da interação entre choques de oferta e de demanda, a volatilidade da inflação pode se ampliar, implicando que a reação da AM torne-se extremamente sensível a flutuações nos preços que são, na realidade, marginais. Assim, a elevada elasticidade inflação dos juros pode fazer com que a AM reaja intensamente, mesmo que os bancos ampliem pouco a liquidez.

(iv) por fim, um último fator que intensifica a captura da AM diz respeito à estrutura do mercado bancário. Quando mais oligopolizado o mercado for, maior será o poder de os bancos capturarem a AM. Inclusive, processos de fusões e aquisições seriam benéficos aos bancos, pois reduziriam a divergência de opiniões e de

estratégias concorrenciais, fatores que, em mercados menos concentrados, limitariam o poder de dominação deles sobre a AM.

Sob o RMI, portanto, a AM pode ser capturada pelas instituições criadoras de moeda, ou seja, os bancos. O esforço contínuo da política monetária centra-se no controle da demanda agregada que, contudo, os bancos têm o poder de expandir, ao ratificarem (ou, até mesmo, induzirem) a demanda por moeda-crédito. Assim sendo, os bancos possuem uma extensa influência sobre a magnitude da demanda detendo, por consequência lógica, enorme capacidade de escolher a que preço – leia-se, a que taxa de juros – desviará moeda do público para as reservas bancárias.

Uma síntese dos argumentos pode ser assim descrita. A capacidade de criação de moeda endógena *vis-à-vis* o RMI pode tornar a AM refém do sistema bancário. Outros fatores podem intensificar esta captura, quais sejam, (i) as inovações na administração de balanços (ii) a utilização pela AM de um único instrumento de política monetária em concomitância (iii) à ausência de instrumentos que atuem sobre os demais fatores que causam variações nos preços e (iv) a estrutura do mercado bancário. Sabendo-se que, em nível teórico, é possível a captura da AM pelos bancos, resta procurarem-se evidências de este processo ter ocorrido no Brasil, o que será feito na seção a seguir.

## 5. Há evidências de captura da Autoridade Monetária no Brasil pós-RMI?

O método para se analisar se existem evidências de captura do Banco Central do Brasil (BCB) por parte do sistema bancário será o exame das estatísticas descritivas entre a concessão de crédito ao setor privado, o índice-meta de inflação, qual seja, o IPCA acumulado em 12 meses, a meta operacional da taxa de juros básica (Selic) e os valores das operações de *open market*.

Sabendo-se que o objetivo da AM é alcançar a meta de inflação, a relação entre as variáveis assume a seguinte lógica causal: para atingir a inflação anunciada, a AM precisa moderar o volume de moeda-crédito em circulação para que possa influenciar a magnitude da demanda agregada. Para tanto, a concessão de crédito bancário ao setor privado é uma variável chave cujo controle dar-se-á pelo estabelecimento da taxa de juros básica e pela circulação de títulos no *open market*. A Selic é mantida em torno da meta estabelecida pelo BCB por meio da compra e da venda de reservas bancárias utilizando-se títulos públicos (isto é, dívida mobiliária) no mercado monetário secundário, ou seja, o mercado aberto.

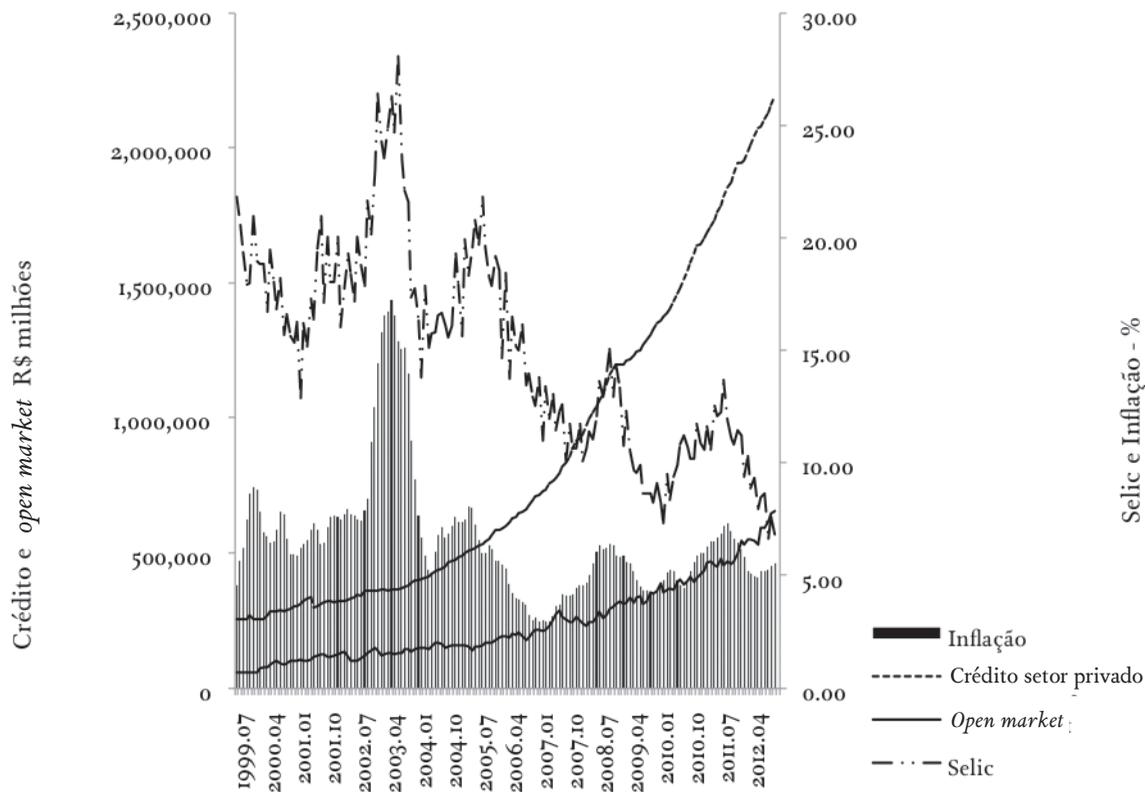
O Gráfico 1 (página seguinte) descreve a trajetória das variáveis sob análise para o Brasil, entre julho de 1999 e novembro de 2012. Pela análise do Gráfico, pode-se perceber que as tendências do crédito ao setor privado e das operações de

mercado aberto são de crescimento enquanto que a taxa Selic mostra-se decrescente ao longo do período. A inflação, por sua vez, apresenta-se bastante oscilante no início do período e seus ápices situam-se entre 1999 e 2003, em função das desvalorizações cambiais então ocorridas. A partir de 2004, a inflação apresenta tendência declinante, embora com sazonalidade ao longo de todo o período.

Por sua vez, a Tabela 1 (página seguinte) sintetiza os exames de correlação para as variáveis em análise, para o período de julho de 1999 a novembro de 2012. Como se pode perceber, as variáveis crédito, *open market* e Selic, guardam estreita relação linear sendo que as operações de mercado aberto e o crédito privado caminham em mesma direção em mais de 98% da série, crédito e Selic trilham direções contrárias em 78% de suas trajetórias enquanto que Selic e *open market* em 77%. Tais resultados expressam que maiores volumes de *open market* relacionam-se à maior concessão de crédito enquanto que menores patamares da taxa Selic estão relacionados com maiores volume de *open market* e de crédito concedido.

No que toca à correlação da inflação com as outras variáveis, seu valores mais significativos residem na associação linear com a Selic, em que níveis mais altos dos juros básicos relacionam-se com índices mais elevados de inflação, algo esperado. Interessante notar,

**Gráfico 1. Concessão de crédito ao setor privado, inflação (IPCA), operações de *open market* e taxa Selic, julho de 1999 a novembro de 2012**



Fonte: elaboração própria baseada em Banco Central do Brasil (vários anos).

**Tabela 1. Matriz de correlação: crédito ao setor privado, *open market* e Selic**

	Crédito	Selic	Open Market	Inflação
Crédito	1	-0,7866	0,9888	-0,3691
Selic	-0,7866	1	-0,7724	0,7265
<i>Open market</i>	0,9888	-0,7724	1	-0,3496
Inflação	-0,3691	0,7265	-0,3496	1

Fonte: elaboração própria baseada em Banco Central do Brasil (vários anos).

Nota: (i) série temporal mensal de 07/1999 a 11/2012; (ii) valores em base 1; e (iii) cálculo realizado via *software* Eviews.

además, que não há uma correlação tão intensa entre inflação, *open market* e crédito, resultado que pode ter decorrido da elevada volatilidade da inflação ao longo do período e da existência de outros elementos causadores da inflação, que com ela se associam mais intensamente, como fatores inflacionários de natureza *cost push*, tais como as desvalorizações cambiais, os preços das *commodities*, os preços administrados e indexados.

A bem da busca por evidências de captura do BCB pelos bancos comerciais interessam (i) a elevada associação linear entre Selic e inflação, pois demonstra o modo pelo qual a AM busca controlar uma inflação multicausada, via taxa de juros básica, algo próprio às proposições de política monetária sob o RMI e (ii) as elevadas correlações entre Selic, crédito e *open market*, que ilustram o modo pelo qual a política monetária se materializa. Defronte o Gráfico 1, que reporta uma taxa de juros básica em constante queda e a Tabela 1, que mostra a elevada correlação entre Selic e crédito, à primeira vista parece contrafactual que o BCB tenha sido refém do sistema bancário. Houve redução da taxa de juros básica sob a vigência do RMI no Brasil, permitindo a expansão do crédito e da demanda.

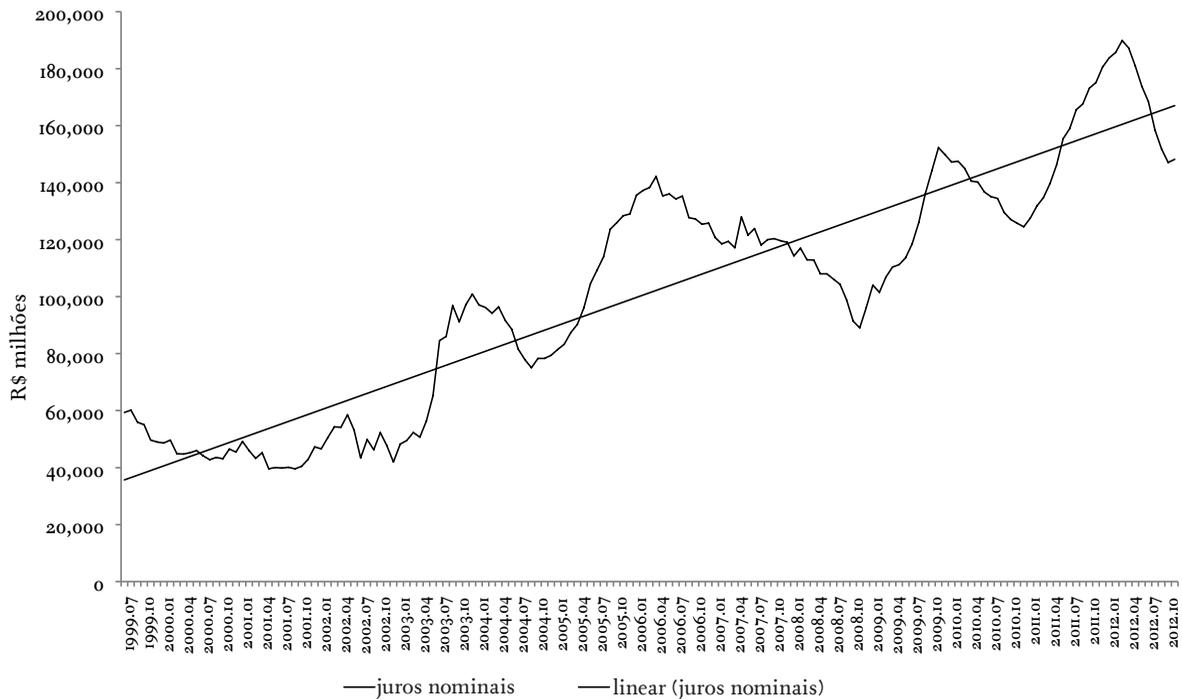
Porém, a contrapartida da constante redução dos juros foi a elevação das operações de *open market*, o que evidencia que a queda da Selic só foi possível com o aumento da colocação de

títulos públicos em operações compromissadas e definitivas da AM no mercado monetário. Em outros termos, ocorreu uma troca entre retorno menor e quantidade maior na detenção dos títulos públicos por parte dos bancos comerciais que operam no mercado aberto. *A priori*, a redução da taxa de juros parece implicar uma não captura do BCB pelo sistema bancário. Todavia, este é um efeito aparente, pois a crescente detenção de dívida mobiliária pelos bancos mostra que, embora a receita (juros) de cada título público se reduza, o estoque sobre o qual a taxa incide está em constante ampliação.

Explica-se, então, porque mesmo diante da redução da Selic, o pagamento de juros nominais do governo federal, incluído o BCB, foi crescente ao longo de todo o período do Brasil sob RMI, conforme se pode ver no Gráfico 2 (página seguinte). Em concomitância aos menores patamares da taxa Selic, ocorridos a partir de meados de 2006, como mostra o Gráfico 1, o governo federal – responsável pela política monetária – despendeu os maiores pagamentos de juros nominais desde a introdução do RMI, em julho de 1999.

O crescente pagamento de juros apresentado no Gráfico 2 explicita o custo da efetivação da política monetária. Ele é o preço pelo qual o BCB comprou a composição de *portfolio* dos bancos, desviando crédito do setor privado para a dívida mobiliária federal. Se a evidência de captura

**Gráfico 2. Pagamento de juros nominais, julho de 1999 a novembro de 2012**



Fonte: elaboração própria baseada em IPEADATA (2013).

do BCB pelo sistema bancário não pode ser expressa pela taxa de juros da AM, ela se explicita pela ampliação das operações de open market e seus consequentes, e crescentes, pagamentos de juros nominais.

A causa desta situação remonta àquilo a que serviu a utilização dos títulos públicos: o exercício da política monetária. Portanto, tão importante quanto o estoque de endividamento mobiliário acumulado – e por sinal, sintoma dele – foi a circulação da dívida mobiliária, representada pela crescente operacionalização de títulos no *open market*. Fluxos cada vez

maiores de colocação e resgate de títulos públicos significaram esforços levados a efeito pela AM para dar vazão ao controle de liquidez. Sem qualquer instrumento para auxiliar os juros na condução da política monetária, algo próprio do RMI, o fluxo de operações com títulos públicos no mercado monetário elevou-se e, mesmo com queda na taxa de juros ao longo do período, o pagamento de juros ampliou-se. Reitere-se, então, que os possíveis ganhos para as finanças públicas brasileiras de uma taxa de juros em redução pós-RMI foram compensados desfavoravelmente por um estoque ampliado de fluxos de dívida mobiliária, colocados em operações

de mercado aberto da política monetária, implicando gastos públicos com juros que se mantiveram em expansão.

Desta maneira, em essência, a política monetária teve como base a precificação das carteiras de ativos dos bancos, no sentido de oferecer-lhes uma alternativa de investimento em relação ao fornecimento de crédito ao setor privado. Inverteu-se, assim, a lógica de controle: não foi a política monetária que efetivou limites aos atores privados, mas estes que definiram a qual custo a política monetária tornar-se-ia efetiva. Foram os atores do sistema bancário que estiveram, a partir das palavras de Arida, “do outro lado do balcão [...] pensando o tempo todo em como arbitrar diferenças”. (Arida *apud* Biderman *et alli*, 1996: p.325) Na outra ponta das mesas de operação da política monetária estavam as instituições bancárias, cientes de que eram elas as ratificadoras da estabilidade monetária, objetivo maior da atuação econômica estatal sob o RMI.

Enquanto investidores, a arbitragem de diferenças é a busca pelo lucro. Em um contexto em que pesa a incerteza acerca do futuro, os agentes em busca de lucros detiveram um conjunto de informação que oferecia um bom peso a seus estados de confiança sobre o retorno de seus investimentos. Isso, pois a manutenção da estabilidade monetária sob o RMI depende do controle da criação de crédito ao público. Com

estas informações, os bancos tomaram suas decisões de investimento e seus retornos foram dados pela transferência dos recursos públicos que custeiam a política monetária. Como qualquer política pública, a política monetária é financiada pelo orçamento público, cuja principal fonte de receita é a arrecadação tributária. Neste cenário, o custo de efetivação da política monetária representou uma espécie de transferência às avessas, em que recursos públicos transferiram-se ao setor privado financeiro, dando-lhe seus retornos.

Além das evidências fornecidas pelos dados apresentados, alguns eventos recentes parecem corroborar a hipótese da captura do BCB pelo sistema bancário no Brasil. A taxa de juros básica, entre agosto de 2011 e junho de 2012, caiu de 12,50% para 7,50% (Gráfico 1), menor patamar da história da Selic. Para que esta queda fosse possível e sustentável, o governo brasileiro instituiu medidas macroprudenciais e de supervisão financeira<sup>10</sup> sobre a concessão de crédito, controlando a oferta de moeda por meio da restrição das possibilidades de se demandar financiamento. Em outros termos, controlou-se a oferta de moeda restringindo-a pelo lado da demanda. Houve também, como mostra Rossi (2011), a colocação de medidas macroprudenciais sobre operações cambiais, para inibir, por exemplo, as operações de linha dos bancos, que os permitiam ampliar o crédito concedido no País a partir de aporte de recursos de suas unidades no exterior.

## 6. Considerações Finais

Embora se tenha assistido à redução da taxa de juros básica ao longo do período pós-RMI no Brasil, o pagamento de juros nominais elevou-se. Como foi isso possível? Por conta da elevação dos fluxos da dívida mobiliária federal, resultado da materialização dos juros da política monetária nos títulos públicos utilizados para controlar a moeda-crédito. Este processo foi o resultado da captura da AM pelo sistema bancário que absorveu como elementos conhecidos com um elevado grau de confiança para suas decisões de investimento, as restrições dadas à referida Autoridade pelo RMI. A possibilidade lógica da ocorrência deste problema tornou-se algo concreto na economia brasileira.

Entretanto, não há ilegalidade na ação dos bancos. Eles apenas se aproveitam do cenário oferecido pela AM, afinal eles estão no *real world*, para usar a clássica expressão de Davidson (1972), que não condiz com aquele previsto teoricamente pelo RMI. Assim sendo, para um novo *modus operandi* da AM fazem-se necessárias medidas paralelas à política meramente monetária, tais como a intensificação do uso das medidas macropрудenciais, uma política fiscal ativa em investimentos públicos e a utilização de um câmbio administrado com controle de capitais, o que confere maior autonomia à taxa de juros da política monetária em relação ao setor externo. Espera-se que os apontamentos

nesta direção recentemente tomados pela AM brasileira mantenham-se e intensifiquem-se. Todavia, eles são sinais de uma flexibilização do RMI “puro”, ainda que defronte a uma conjuntura de crise, o que em muito pode se relacionar à busca por maior autonomia do BCB em relação ao sistema bancário.

Por sua vez, o ponto de partida das alternativas de política econômica keynesiana não trata de otimizar a alocação de recursos escassos, mas de produzir recursos, evitando que eles sejam escassos. Porém, esta produção depende de expectativas, confiança, propensões e toda uma série de elementos incalculáveis, portanto, imprevisíveis e arriscados. A estabilidade monetária e todas as repercussões dela sobre o investimento produtivo são uma condição inquestionável para uma dinâmica de crescimento do emprego, da renda e da riqueza, como reiterou Keynes ao longo de sua obra. Contudo, ao passo em que se postula um eventual viés inflacionário da AM, é fundamental que se inclua um *viés oportunista* nos indivíduos. Culpada por natureza sob o RMI, restou à AM restringir a si mesma como forma de clamar pela cooperação dos agentes. Contudo, quanto mais regrada a AM, mais oportunistas podem ser as instituições bancárias, pois maior o conjunto de informações que elas possuem em suas decisões de investimento em busca do lucro.

## Abstract

The Inflation Targeting (IT) emanates from the so-called New Macroeconomic Consensus and is the *modus operandi* of monetary policy in several countries. Based on the Keynesian perspective, which criticizes the IT theoretical background, this paper aims to examine whether under the IT, the Monetary Authority (MA) may become captured by the banking system. The hypothesis suggested is that the MA under the IT can be dominated by banks because they decide the magnitude of aggregate demand and the control of this variable is the first instance policy's focus under the IT. Within the IT, the MA is constrained by the claims for credible reputation and it loses autonomy to face the strategic behavior of banks which use the MA's rigidity to meet their expectations about monetary gain. After the theoretical development of the possibility of MA's capture by the banking system, the paper seeks evidences of the problem in the Brazilian economy under the IT.

**Keywords:** Inflation targeting; New Macroeconomic Consensus, Keynesian theory; monetary theory of production.

## Bibliografia

ARESTIS, P. & SAWYER, M. "Can monetary policy affect the real economy?" *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 355, 2003a.

\_\_\_\_\_. "On the effectiveness of monetary policy and fiscal policy". *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 369, 2003b.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. & FERRARI FILHO, F. "A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil". *Economia e Sociedade*, vol. 18, n. 35, p. 1-30, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Regime de metas para a inflação no Brasil". *Série perguntas mais frequentes*. Banco Central do Brasil: Brasília, 2012.

\_\_\_\_\_. *Boletins do Banco Central do Brasil*. Banco Central do Brasil: Brasília, vários anos (1995 a 2013). Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM>. [Acesso ao longo de 2013.]

BARRO, R. J. & GORDON, D. B. "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy". *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, p. 101-121, 1983.

BERNANKE, B. & MISHKIN, F. S. "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?" *National Bureau for Economic Research Working Paper Series*, n. 5893, 31p., 1997.

BIDERMAN, C.; COZAC, L. F. L. & REGO, J. M. *Conversas com economistas brasileiros*. São Paulo: 34, 1996.

CARVALHO, F. J. C. de. "Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa". *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3 (51), p. 114-121, 1993.

COSTA, F. N. da. "(Im)propriedades da moeda". *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 2 (50), p. 61-75, 1993.

\_\_\_\_\_. "Sobre o 'horizontalismo' da oferta da moeda: tréplica ao Professor Cardim de Carvalho". *Revista de Economia Política*, vol. 14, n. 1 (53), p. 142-146, 1994.

DAVIDSON, P. "Money and the real world". *The Economic Journal*, vol. 82, n. 385, p. 101-115, 1972.

\_\_\_\_\_. *Financial markets, money and the real world*. Northampton: Edward Elgar, 2002.

FERRARI FILHO, F. & TERRA, F. H. B. "As disfunções do capitalismo na visão de Keynes e suas proposições reformistas". *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 15, n. 2, p. 271-295, 2011.

\_\_\_\_\_. “O modus operandi das políticas econômicas keynesianas”. *Cadernos HIU Ideias*, ano 10, n° 162. Instituto Humanitas Unisinos: São Leopoldo, p.3-18, 2012.

FIOCCA, D. *A oferta de moeda na macroeconomia keynesiana*. São Paulo: Paz e Terra, 2000.

GOODFRIEND, M. & KING, R. G. “The new neoclassical synthesis and the role of monetary police”. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual 1997*, vol. 12, p.231-296, 1997.

IPEADATA. “Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Dados de macroeconomia”. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>, 2013. [Acesso ao longo de 2013.]

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. New York: HBJ Book, 1964.

\_\_\_\_\_. “A Tract on monetary reform”. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. IV, 1971a.

\_\_\_\_\_. “A treatise on money. I The pure theory of money; II The applied theory of money”. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.V e VI, 1971b.

\_\_\_\_\_. “A treatise on probability”. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.VIII. London: Royal Economic Society, 1973.

\_\_\_\_\_. “The general theory and after: a supplement”. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. XXIX. London: Royal Economic Society, 1979.

KYDLAND, F. E. & PRESCOTT, E. C. “Rules than discretion: the inconsistency of optimal plans”. *The Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

MEIRELLES, A. J. “Moeda endógena e teoria monetária da produção”. *Revista de Economia Política*, vol. 15, n. 3 (59), p.18-30, 1995.

MENDONÇA, A. R. R. “Regulação bancária e arranjo institucional pós-crise: atuação do Conselho de Estabilidade Financeira e Basileia III”. In: *CINTRA, M.A. M. & GOMES, K. da R. As transformações do sistema financeiro internacional*. Brasília, IPEA, 2012, pp.441-478.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report, 1986.

MODENESI, A. de M. *Regimes monetários: teoria e experiência do Real*. São Paulo: Manole, 2005.

PAULA, L. F. R. de. “Teoria horizontalista da moeda e do crédito: crítica da crítica”. *Estudos Econômicos*, vol. 33, n. 2, p. 325-352, 2003.

\_\_\_\_\_. *Sistema Financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Elsevier/ Campus, 2014.

ROSSI, P. “A taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação”. *Observatório da economia global*, textos avulsos, n° 7. CECON/IE-UNICAMP, Campinas, 2011.

SICSÚ, J. “Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias”. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 1 (85), p.23-33, 2002.

TAYLOR, J. B. “Discretion versus policy rules in practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, p.195-214, 1993.

\_\_\_\_\_. “A core of practical macroeconomics”. *The American Economic Review*, vol. 87, n. 2, p.233-235, 1997.

\_\_\_\_\_. Teaching modern macroeconomics at the principles level. *The American Economic Review*, vol. 90, n. 2, p.90-94, 2000.

TELES, V. K.; NEMOTO, J. “O regime de metas de inflação no Brasil é crível?” *Revista Brasileira de Economia*, vol. 59, n. 3, p.483-505, 2005.

## Notas

1 Ademais, o termo Banco Central também será usado como sinônimo de Autoridade Monetária.

2 A propósito, para que ocorram modificações no produto real de longo prazo, são necessários progressos técnicos endógenos nas funções de produção. Apenas, isto fará, e não políticas econômicas expansionistas, com que as novas combinações de fatores provoquem ganhos de produtividade e elevem o produto.

3 Modenesi (2005), Sicsú (2002), Teles & Nemoto (2005), além de Arestis *et alii* (2009), permitem listar os países que adotaram o RMI. Por sinal, um dos argumentos favoráveis ao RMI era que seu uso, ainda que implicitamente, já era

fato em alguns países, como apontam Bernanke & Mishkin (1997) para o *Bundesbank* alemão e, conforme Taylor (2000, p.91), “caso se olhe atentamente para a pesquisa sobre política macroeconômica nos anos 1990, encontra-se um modelo quase universal sendo usado para explicar as flutuações do crescimento. Os modelos agora utilizados para a apreciação das políticas [...] também se encontram nesta categoria”.

4 Não é por menos que Ferrari Filho & Terra (2011) destacam que um dos papéis das políticas econômicas ativas propostas por Keynes é justamente o de servirem de elementos conhecidos que deem peso ao argumento dos indivíduos sobre o futuro.

5 Vale salientar, todavia, que não são todos os ativos financeiros que encontram o lado real da economia. Nesse particular, podem ser citados, como exemplos, os títulos públicos utilizados para fins de política monetária, diversas modalidades de derivativos e os *credit default swaps*. Inclusive, demandas por recursos para especulação também podem ser atendidas pela própria circulação financeira, desde que a expectativa do *spread* entre as taxas de juros de captação e de empréstimo seja compensadora.

6 A posição deste artigo é a de que a oferta endógena de moeda é estrutural, isto é, decorre da razão de ser do sistema financeiro. Esta posição não é unânime entre os pós-keynesianos. Para mais, veja: Costa (1993; 1994), Carvalho (1993), Meirelles (1995), Fiocca (2000), Davidson (2002) e Paula (2003; 2014).

7 Neste mesmo sentido atuam as resoluções determinadas pelos Acordos da Basileia, que regulamentam os requerimentos mínimos para as atividades bancárias. Os dispositivos de regulamentação dos Acordos estão em constante atualização, atualmente encontrando-se na sua terceira versão. Para mais, veja: Mendonça (2012).

8 Mesmo impactando a atividade econômica de forma indireta, a política monetária para Keynes (1964) deveria ser ativa. Contudo, para Keynes (1971a) o objetivo da política monetária não deveria se concentrar apenas na estabilidade monetária, como quer o RMI, mas, também precisava criar

o melhor ambiente para o investimento produtivo privado, em busca do pleno emprego. Ademais, Ferrari Filho & Terra (2012) mostram que as políticas econômicas keynesianas deveriam ser articuladas e coordenadas, de forma. Assim, não se colocaria sobre a política monetária, por exemplo, todo o esforço para o controle da inflação; ou, de outra forma, a política fiscal não se subsumiria à política monetária.

9 Como mostram Ferrari Filho & Terra (2012), são necessárias medidas paralelas à ação meramente monetária, tais como o controle do risco endógeno inerente ao sistema financeiro, o que limita, pelo lado da demanda por moeda, as possibilidades de concessão de crédito; uma política fiscal ativa – e não subordinada à monetária – que garanta ao empresário melhor confiança na demanda futura de sua produção, resultando em eficiências marginais do capital que animem o investimento produtivo; políticas de controle de capitais, entre outras.

10 No Brasil, são exemplos concretos de medidas macroprudenciais, a imposição de um limite máximo de prazo para a aquisição de carros, o aumento de exigências para tomada de crédito por pessoas físicas e a ampliação do percentual mínimo de pagamento de faturas de cartão de crédito. Configura-se enquanto exemplo de supervisão financeira o monitoramento dos empréstimos bancários superiores a R\$ 1.000,00.