

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO

PROJETO DE MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO
ÍNDICE DE CONDIÇÕES MONETÁRIAS PARA O BRASIL

Raquel Maria Soares Freitas

Matrícula: 1013713

Monica Baumgarten deBolle

Orientadora

Rio de Janeiro

Junho de 2014

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO

**PROJETO DE MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO
ÍNDICE DE CONDIÇÕES MONETÁRIAS PARA O BRASIL**

Raquel Maria Soares Freitas

Matrícula: 1013713

Monica Baumgarten deBolle

Orientadora

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Rio de Janeiro

Junho de 2014

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradecimentos

Meus agradecimentos são estendidos a todos que de alguma forma contribuíram para elaboração deste trabalho, mas também aqueles que me apoiaram e foram agentes motivadores para que eu concluísse mais essa etapa.

Agradeço a minha orientadora Monica de Bolle por toda a sua generosidade e incentivo, e também sou extremamente grata a experiência que a MBB Galanto Consultoria me proporcionou. Estes foram determinantes para elaboração deste trabalho, e principalmente, para toda a minha formação profissional.

Eu quero registrar a minha enorme gratidão aos melhores amigos do mundo. Ao Thiago Catarino, agradeço pelo companheirismo, pelas risadas e horas de discussões filosóficas, e por me ensinar a não deixar de sonhar, pois é tentando realizar que a vida pode nos surpreender. Agradeço também a Camilla Bordallo, o Petterson Justino, o José Vitorino e o Felipe Ribeiro, por em muitos momentos acreditaram mais em mim que eu mesma, me ajudando a não desistir e tornando essa trajetória bem mais leve.

Em especial sou grata a minha família pelos valores e princípios que me fizeram e me fazem para ultrapassar todas as dificuldades encontradas com serenidade, confiança e honestidade.

Por fim, agradeço a Deus pelo dom da minha vida e por me ensinar a valorizar o que é realmente importa.

Sumário	Páginas
1. Introdução	7
2. Referencial Teórico	9
2.1. Índice de Condições Monetária (MCI)	9
2.2. Métodos para Estimar os Ponderadores do MCI	10
2.3. Índice de Condições Financeiras (FCI)	11
2.4. As Limitações e a Importância do MCI (FCI)	12
3. Canais de Transmissão de Política Monetária: Taxa de Juros e Câmbio	13
3.1. Canal de Juros	13
3.2. Canal de Câmbio	14
4. Canal de Crédito e Política Monetária	16
4.1. Transmissão da Política Monetária: Canal de Crédito	16
4.2. Evolução do Mercado de Crédito no Brasil	18
4.3. Papel dos Bancos Públicos no Sistema Financeiro	23
4.4. Canal de Crédito e Potência da Política Monetária no Brasil	24
5. Metodologia	25
6. Índice de Condição Monetária para o Brasil	26
7. Conclusão	30
Referências Bibliográficas	31

Lista de Gráficos

Gráfico 3.1: Efeito no IPCA de um Aumento de 100 p.b. na SELIC por 4 Trimestre*

Gráfico 3.2: Decomposição da Taxa de Inflação de 2013

Gráfico 4.1: Crédito Total - (% do PIB)

Gráfico 4.2: Crédito/PIB - Demais Países (2010)

Gráfico 4.3: Prazo Médio e Taxa de Juros nas Operações de Crédito (2004-2008)

Gráfico 4.4: Operações de Crédito por Atividade Econômica - (Var. em 12meses)

Gráfico 4.5: Crédito por Origem - (% do Total)

Gráfico 4.6: Crédito por Origem – Crescimento Real (Var. em 12meses)

Gráfico 6.1: Índice de Condições Monetárias

Gráfico 6.1: Taxa de Juros, Taxa de Câmbio e Crescimento do Crédito [t/t-4] - dados reais

Lista de tabelas

Tabela 4.1: Sensibilidade do Crédito à taxa de Juros

Tabela 6.1: Regressão da Curva IS

1. Introdução

O plano de estabilização econômica instaurado em 1994 permitiu ao Brasil vislumbrar melhora dos principais fundamentos econômicos. Mas apenas depois da implementação do sistema de metas de inflação e câmbio flutuante no ano de 1999, no final do governo Fernando Henrique Cardoso, que a economia, de fato, apresentou mudanças sustentáveis no longo prazo. Para este projeto as mudanças pertinentes são as que estão diretamente relacionadas à condução da política monetária, como a trajetória da taxa básica de juros, grau de sensibilidade da demanda agregada a choques na taxa de câmbio, e a evolução do mercado de crédito concomitante a expansão dos bancos públicos.

A trajetória da taxa de juros sofreu algumas alterações durante a última década. O Brasil sempre teve que lidar com altas taxas de juros comparadas com as taxas internacionais, o que é tema de bastante discussão entre os economistas, que tentam identificar quais as idiosincrasias brasileiras que justificam praticar taxas tão elevadas, mesmo em cenário não inflacionário. Todavia, a partir de 2009 os condutores de política monetária promoveram sucessivas reduções da SELIC, inicialmente como uma política anticíclica, na tentativa de estimular a demanda agregada. Mas o afrouxamento monetário continuou até alcançar o menor patamar histórico de 7,25% em 2013. Tal política só foi possível, dentre outras motivos, devido a consolidada estabilização dos preços, acompanhada de um cenário econômico internacional favorável.

Diante da estabilização econômica vista na última década, o Brasil tornou-se mais atrativo para os investidores estrangeiros por motivos que vão além das taxas atrativas, a melhora dos fundamentos macroeconômicos corroborou para o maior fluxo de capital estrangeiro, o que se intensificou com a fragilidade das grandes Economias diante da crise bancária. Uma dessas melhorias consiste no maior volume de reservas internacionais que proporciona menor incerteza a respeito das possíveis consequências das flutuações cambiais. As variações nas taxas de câmbio exercem menor pressão inflacionária sobre a economia quando comparada ao início da última década. Entretanto, mesmo que com algumas ressalvas, a economia brasileira teve maior abertura comercial e as exportações líquidas respondem por uma proporção mais expressiva do PIB.

O mercado de crédito passou por algumas transformações também, as operações de crédito cresceram de 14% em 1999 para 55% em 2013 como proporção do PIB, contudo com uma peculiaridade: os bancos públicos passaram a responder por mais da

metade do crédito total. O processo de expansão dos bancos públicos deu início em 2009 como uma política anticíclica para fechar a lacuna que os bancos privados pudessem deixar em resposta ao cenário de incerteza da economia internacional. Contudo, mesmo após o período de recuperação da crise, os bancos públicos não desaceleraram, configurando um novo perfil do mercado creditício. Este perfil o que pode ter implicações sobre a potência da política monetária, já que as operações dos bancos públicos são menos sensíveis a taxa de juros, ou seja, um dos mecanismos de transmissão pode estar obstruída.

As mudanças descritas acima interferem diretamente sobre os mecanismos de transmissão de política monetária, sendo assim, implica em efeitos diferentes sobre a liquidez da economia. Com isso, é de grande importância entender em que medida o instrumento de política monetária afeta a demanda agregada, dado que um dos canais de transmissão pode estar comprometido. E incorporar na análise das condições monetárias a evolução da sensibilidade da economia doméstica a variações da taxa de câmbio. Para esta avaliação, será proposto um índice de condição monetária, ou seja, um índice construído a partir de uma média ponderada entre juros e câmbio que possibilite inferir algo sobre o efeito da política monetária na atividade, incorporando as limitações atuais do mercado de crédito.

Enfim, neste estudo o objetivo é entender se o aumento da participação dos bancos públicos afeta o ICM. Para tal, foi feito primeiramente uma revisão na literatura sobre o Índice de Condições Monetárias, para o caso do Brasil não foi encontrado grandes trabalhos além dos desenvolvidos por Carneiro e Wu (2004) e de Céspedes et al. (2005). Num segundo momento é feita uma análise sobre três dos canais de transmissão de política monetária para o Brasil, taxa de juros, taxa de câmbio e crédito. Após uma análise mais detalhada sobre a evolução do crédito nos últimos anos e o possível entupimento deste canal, foi construído o ICM incorporando dados de crédito total.

2. Referencial Teórico

2.1. Índice de Condições Monetárias (MCI)

Segundo Costa (2000), “*O índice de condições monetárias (MCI) é uma medida síntese das alterações nas condições monetárias que afetam a economia, a qual combina movimentos das variáveis relevantes para o mecanismo de transmissão num único indicador.*” Ou seja, a potência da política monetária está intimamente relacionada com o funcionamento dos canais de transmissão, que por sua vez determinam as condições de liquidez da economia.

A eficácia da política monetária perpassa pela capacidade dos Bancos Centrais de anteciparem os possíveis efeitos, e a magnitude dos mesmos, sobre o nível de preços e da atividade, dada uma tomada de decisão. Desta forma, o sucesso da política monetária estará comprometido num quadro de ausência de informações suficientes sobre a dinâmica dos principais mecanismos de transmissão de política monetária. Batini e Turnbull (2000) observam que em economias abertas, como o caso do Canadá, os canais de maior relevância são a taxa de juros e a taxa câmbio, de forma que movimentos em qualquer um destes mecanismos de transmissão são incorporados pelos agentes e podem alterar suas decisões sobre a forma pela qual os seus recursos serão alocados. Entretanto, em economias com sistema de câmbio flutuante, as desvalorizações cambiais tendem a pressionar os preços internos através da comercialização de bens e serviços entre países, especificamente quando a participação das exportações líquidas é significativa para a atividade interna da economia (Carneiro; Wu, 2004).

No início da década de 90, tal discussão sobre quais critérios deveriam ser adotados para avaliar e/ou conduzir a política monetária corroborou para construção de um índice que refletisse as condições monetárias de uma economia (Freedman; Duguay, 1994). Assim, o índice de condições monetárias foi inicialmente desenvolvido pelo Canadá, logo depois utilizado por muitos outros países, e consiste originalmente em uma média ponderada da taxa de juros de curto prazo e taxa de câmbio.

Um dos precursores na discussão sobre este tema, o Ericsson *et al.* (1998), faz uma proposta de metodologia e aplicação do índice para a economia canadense na década de 90. Ericsson *et al.* (1998) descreve como foi a experiência canadense, destacando o método utilizado para a construção do MCI e a sua forma de

implementação durante a década de noventa. O Banco Central do Canadá utilizou este índice como um instrumento operacional durante alguns anos, estipulando uma trajetória para a combinação da taxa de câmbio e da taxa de juros que julgava condizente com a estabilidade da evolução da produção e dos níveis de preços. Contudo, tal política, como colocado por Ericsson *et al.* (1998), é de difícil sustentação devido à necessidade de reação rápida aos desvios do índice, de forma a não gerar incertezas sobre o comprometimento do Banco Central com a meta definida, o que por sua vez pode levar a decisões precipitadas e distorções econômicas. O Canadá enfrentou dificuldade em manter tal política e optou por utilizar o MCI apenas como um indicador sobre os efeitos da política monetária.

As experiências do Canadá e da Nova Zelândia, países que utilizaram o MCI como instrumento de política monetária no lugar da taxa de juros, mostra uma das suas formas de aplicação. Entretanto, este índice foi implementado de diferentes formas em outros países, Gerlach e Smets (2000) destacam os casos da Suécia, Noruega, Finlândia e Islândia, onde os Bancos Centrais incorporaram o MCI como um indicador que os auxilia na condução de suas políticas, permitindo inferir algo sobre os efeitos da política monetária e/ou antecipar movimentos no produto ou na inflação.

O MCI também foi utilizado por outros agentes econômicos como um meio para avaliar a política monetária em suas análises, como é mencionado em Costa (2000). E ultimamente esta tem sido a principal finalidade deste índice, já que movimentos no MCI podem traduzir uma política monetária expansionista ou restritiva.

2.2. Métodos para estimar os ponderadores do MCI

O MCI foi originalmente construído de forma bem simples, uma média ponderada das taxas de juros e de câmbio. Com o passar do tempo, e a partir de novos estudos, foram propostos métodos alternativos. Batini e Turnbull (2002) apresentaram três métodos para construção do MCI: modelos estruturais simples; modelos multivariados; e modelos que eles denominaram de “*Trade share*”. Nestas três alternativas o objetivo central é estimar quão sensível é a variável de interesse (produto ou inflação) a movimentos na taxa de juros e câmbio. Contudo, o modelo estrutural simples tenta capturar tal sensibilidade estimando uma curva de demanda agregada por MQO, desconsiderando os problemas de endogeneidade deste modelo. Enquanto nos modelos VAR os coeficientes do MCI são obtidos através da função de resposta a

impulso dados os choques nas variáveis de interesse. Mas os modelos “*Trade share*” são tais que os ponderadores do índice são encontrados a partir do modelo que inclui exportações líquidas.

A metodologia escolhida varia entre os países, pois as condições monetárias estão sujeitas as idiosincrasias de cada economia. Desta forma, o MCI será de fato funcional caso consiga adequar-se as características da economia de interesse. Este argumento pode ser ilustrado e evidenciado pelo exercício feito por Batini e Turnbull (2002) para o Reino Unido. O estudo calcula o MCI a partir de diversos métodos, sendo um deles o que incluía doze defasagens do câmbio e da taxa de juros, o que foi chamado de índice de condições monetárias dinâmicas (DMCI). Após este exercício, Batini e Turnbull (2002) comparam o DMCI encontrado com os demais métodos na tentativa de inferir algo sobre qual dos resultados melhor se enquadra no contexto do Reino Unido, no período de 1984 e 1999, e com o DMCI buscaram identificar o tempo de reação do produto às medidas de política monetária.

2.3. Índice de Condições Financeiras (FCI)

A interação da política monetária com o sistema financeiro tornou-se mais estreita com o aumento da complexidade das operações ocorridas na última década. Diante disto, espera-se que os condutores de política monetária sejam capazes de observar como se deram as mudanças no sistema financeiro, e consigam identificar de que forma as variáveis financeiras afetam o comportamento da economia. Neste sentido, Mayes e Virén (2001) propõem um índice de condições financeiras (FCI) ao discutem a importância de incluir outras variáveis no MCI que possam estar correlacionadas com a política monetária além da taxa de juros e taxa de câmbio, como preços de ativos, concessão de crédito entre outros. Ou seja, o FCI também pode ser entendido em alguns casos como um MCI aumentado.

O FCI foi desenvolvido por muitos analistas e bancos centrais como bem destacam Hatzius *et al.* (2010), mas para o contexto brasileiro não há uma literatura

muito extensa, destaque apenas o trabalho de Carneiro e Wu (2004) e de Céspedes *et al.* (2005). No primeiro, o MCI (FCI) foi obtido ao estimar o grau de sensibilidade das contas externas a variações na taxa de juros e câmbio, no período de 1994 e 2000. Carneiro e Wu (2004) argumentam que esta abordagem é condizente para o quadro brasileiro, ao evidenciar a pouca participação das exportações no PIB ou na produção industrial, e ao identificar que as oscilações da taxa de câmbio afetam o nível de demanda agregada tanto através de alteração do saldo do balanço de pagamento.

2.4. As limitações e a importância do MCI (FCI)

O índice de condições monetárias consegue ser atraente para auxiliar a condução da política monetária, como um indicador das condições de liquidez da economia, devido a sua simplicidade e fácil interpretação. Contudo, existem algumas críticas quanto ao seu uso e cálculo, seja como instrumento operacional da política monetária ou apenas um indicador. Batini e Turnbull (2002) reuniram as principais críticas ao MCI, dentre as quais destacam o alto grau de dependência da metodologia utilizada, já que os ponderadores do MCI não são observáveis. Além disso, interpretar o MCI tem suas limitações quando considerado que não sabemos de antemão que tipo de choques as variáveis do modelo estão sujeitas e, como a economia de fato reagirá a esses choques. Outro ponto levantado por Batini e Turnbull (2002) é a não adequação do MCI a análise de longo prazo, pois este índice supõe na sua construção original ausência de mudanças estruturais na economia.

As limitações de fato existem como em qualquer indicador que tenta sintetizar relações complexas da realidade em um único número enfrenta, todavia o MCI é bastante útil e teve sua importância intensificada após o período da crise de 2008 (Hatziset *al.*, 2010). Este momento de incerteza que o mundo viveu durante a crise do sistema bancário gerou uma busca por um indicador de condições monetárias (financeiras), diante da situação econômica bastante caótica, que permitisse ter alguma referência sobre os impactos da política monetária.

3. Canais de Transmissão de Política Monetária: Taxa de Juros e Câmbio

3.1. - Canal da Taxa de Juros

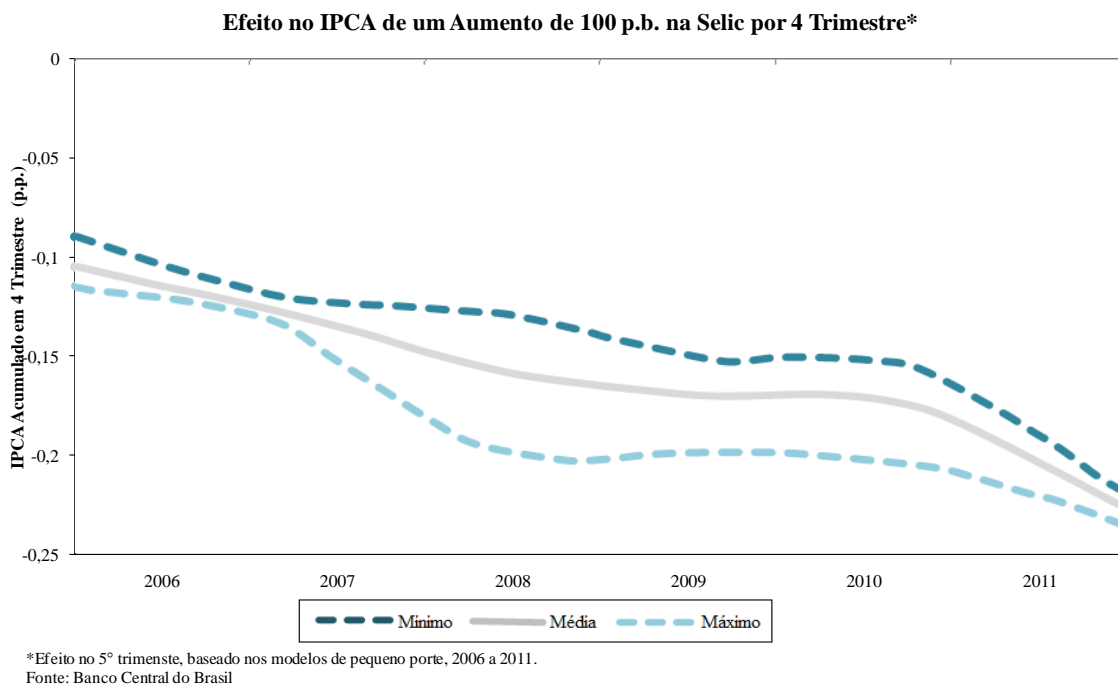
O canal da taxa de juros é considerado o mais tradicional por está presente na literatura desde a Teoria Geral (Keynes, 1985), e é tal como o descrito no modelo IS/LM. Contudo, como política monetária via controle de oferta de moeda mostrou-se ao longo dos anos difícil de ser sustentada, dada a dificuldade encontrada para prever choques de demanda por moeda, a maioria dos condutores de política monetária do mundo percebeu que definir taxas de juros nominais seria menos custoso.

Desta forma, o mecanismo de transmissão da política monetária via taxa de juros se dá pela estrutura a termo da taxa de juros, de forma que o Banco Central seja capaz de afetar as taxas de longo, ao determinar a taxa básica de juros (curto prazo). E como consequência influenciar as taxas reais e os custos de capital da economia, o que por sua vez tem o poder de interferir no processo de tomada de decisão dos investidores e consumidores. Ou seja, aumento da taxa de juros de curto prazo gera alta na taxa de longo prazo, o que torna os investidores menos confiantes e os consumidores mais cautelosos, podendo causar uma desaceleração na atividade do país e pressionar os preços para baixo.

Analisando o canal de juros para o caso brasileiro, o Banco Central divulgou no **Relatório de Inflação de 2012**¹ evidências de que a demanda interna responde a política de juros. Além disso, neste estudo foi estimado o tempo decorrido entre a decisão de política monetária e a os efeitos sobre a inflação e sobre o PIB (Figura 3.1), o que é bastante relevante para antever as possíveis consequências das políticas monetária no curto e no longo prazo.

¹<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/03/ri201203b6p.pdf>

Figura 3.1:



3.2. Canal da Taxa de Câmbio

Segundo Mishkin (1996) o canal de taxa de câmbio pode causar alterações na competitividade e na balança comercial. Desta forma economias mais abertas, com taxas de câmbio flutuantes estariam mais suscetíveis a choques cambiais, ressaltando que estes choques podem atingir setores industriais em magnitudes diferentes dependendo do grau de exposição internacional que o setor específico enfrenta.

A transmissão monetária via câmbio pode comprometer tanto o valor das exportações líquidas, quanto alterar preços de bens comercializáveis (*tradables*). Mudanças na taxa de juros (SELIC no caso brasileiro) causam desalinhamento entre as taxas internacionais, tudo mais constante, a taxa de câmbio real varia na mesma direção, o que gera perda (ganho) de competitividade dos produtos domésticos, e afeta o desempenho da economia interna.

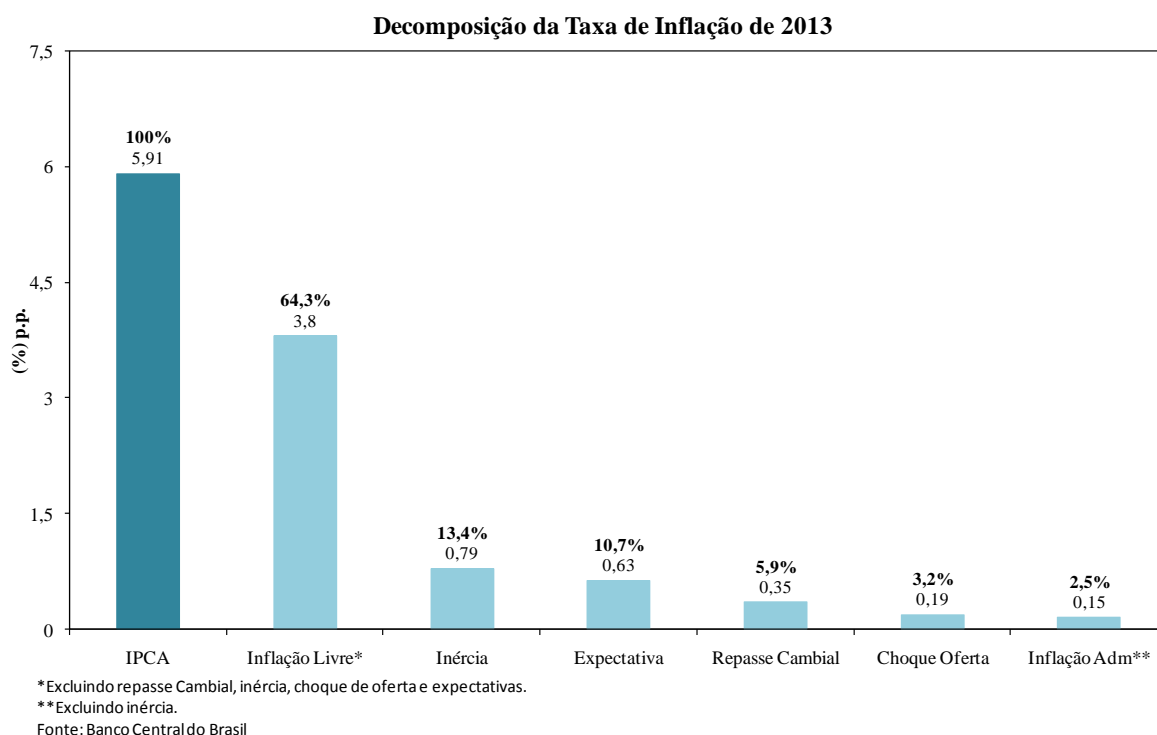
Como já dito, variações cambiais podem afetar os preços dos *tradables*, e isso ocorre quando a produção doméstica depende significativamente das importações de matéria prima, dado que os produtores internalizam o custo e repassam para os preços. Em casos onde a demanda é elástica, ou seja, está disposta a substituir produtos domésticos por produtos importados similares (quando o câmbio apreciar), os preços

internos sofrem deflação, dada mesma oferta interna.

No Brasil, o efeito *pass-through* (repassa da variação cambial à inflação) mostrou-se bem relevante ao longo dos anos, principalmente em períodos como o vivenciado pelos brasileiros antes de 1999, de inércia inflacionária e fundamentos econômicos pouco estruturados. Além disso, o banco Central do Brasil teve que lidar com o desafio de manter a estabilidade dos preços ao instituir taxa de câmbio flutuante, sob regime de metas de inflação, o que segundo Goldfajn e Werlang (2000) é ainda mais difícil. Vale destacar também que em casos de desvalorização o efeito *pass-through* é ainda maior.

Ao considerar a melhora dos fundamentos econômicos da economia brasileiro espera-se que o efeito *pass-through* tenha perdido força. Diante da importância de antecipar o grau de repasse para os preços, principalmente num país como o Brasil com histórico de inflação alta, o banco central produz estimativas para o *pass-through*, segundo os últimos **Relatórios de Inflação**² este efeito de fato parece ser menor. No ano de 2013, por exemplo, o repasse cambial não contribuiu tanto quanto a inflação livre (Figura 3.2).

Figura 3.2:



²<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2014/03/ri201403b8p.pdf>

4. Canal de Crédito e Política Monetária

4.1. Transmissão da Política Monetária: Canal de Crédito

A análise dos mecanismos de transmissão da política monetária durante muitos anos restringiu-se a estudar como a taxa de juros afetava o nível de atividade, e de que forma tal canal deveria ser ajustado para manter a inflação na trajetória desejada pelos condutores da política monetária. Diante deste contexto, Taylor(1993) contribuiu para esta literatura ao reforçar a importância do canal de transmissão via juros, contudo argumentou que diante de uma mudança na política monetária a taxa de câmbio também era um mecanismo relevante para afetar as decisões dos agentes econômicos.

Ainda num esforço de desvendar como se dá o processo de transmissão da política monetária, Bernanke e Gertler (1995) questionam a capacidade da taxa de juros em explicar tanto a magnitude dos efeitos de uma política na economia em termos reais, quanto os diferentes comportamentos dos investimentos de longo prazo frente a mesma política monetária. Estes autores argumentam que, num cenário onde existam falhas de mercado, o canal de crédito seria um grande responsável pela amplificação dos efeitos da taxa de juros sobre a economia. Esses autores ressaltam que existem duas vias distintas de transmissão a partir do canal de crédito: o canal de balanços patrimoniais e o canal de empréstimos bancários.

Em Bernanke e Gertler (1986) o canal de balanço patrimonial é identificado como uma via de transmissão da política monetária tal que os efeitos da política monetária tomam proporções maiores, pois além de afetar a taxa de juros pode causar mudanças na posição financeira dos tomadores de empréstimos, o que por consequência gera mudanças no prêmio de financiamento externo. Sendo assim, uma contração monetária pressiona os preços dos ativos para baixo o que corrobora para o enfraquecimento do balanço patrimonial das instituições bancárias e dos indivíduos. Esse processo ocorre devido à perda de colaterais, o que reflete a queda do fluxo de caixa e aumento das dívidas dos mesmos. Neste contexto, os problemas de seleção adversa e risco moral são intensificados, os spreads respondem com elevação e, por conseguinte, a oferta de empréstimos reduz. A demanda agregada é afetada negativamente por uma contração monetária, pois os investidores e consumidores sofrem perda de confiança. Vale ressaltar que dada a posição financeira dos tomadores de empréstimos e o prêmio de risco associado, as instituições menos abertas ao mercado de capitais são mais frágeis a um choque de política monetária.

Bernanke e Blinder (1988) foram os primeiros a estudar com mais afinco em que medida uma mudança na política monetária afetava a oferta de crédito. Segundo os autores, os empréstimos bancários são relevantes para explicar os efeitos amplificados de uma política monetária se, primeiramente, as instituições bancárias não dispuserem de substitutos perfeitos para os depósitos, ou seja, que exista em algum grau dependência no sistema bancário. Outra condição necessária para que a transmissão via crédito seja significativa é a ausência de substituto perfeito de empréstimos bancários para consumidores e firmas. O processo de transmissão via crédito acontece de tal forma que uma política monetária restritiva implica em redução das reservas bancárias. Os depósitos também caem e a função dos bancos como credores fica comprometida. Numa economia com interdependência bancária, a produção interna provavelmente iria desacelerar a partir da queda de oferta de moeda, considerando que o consumo e o investimento estariam atrelados a falta de financiamento e ao risco elevado.

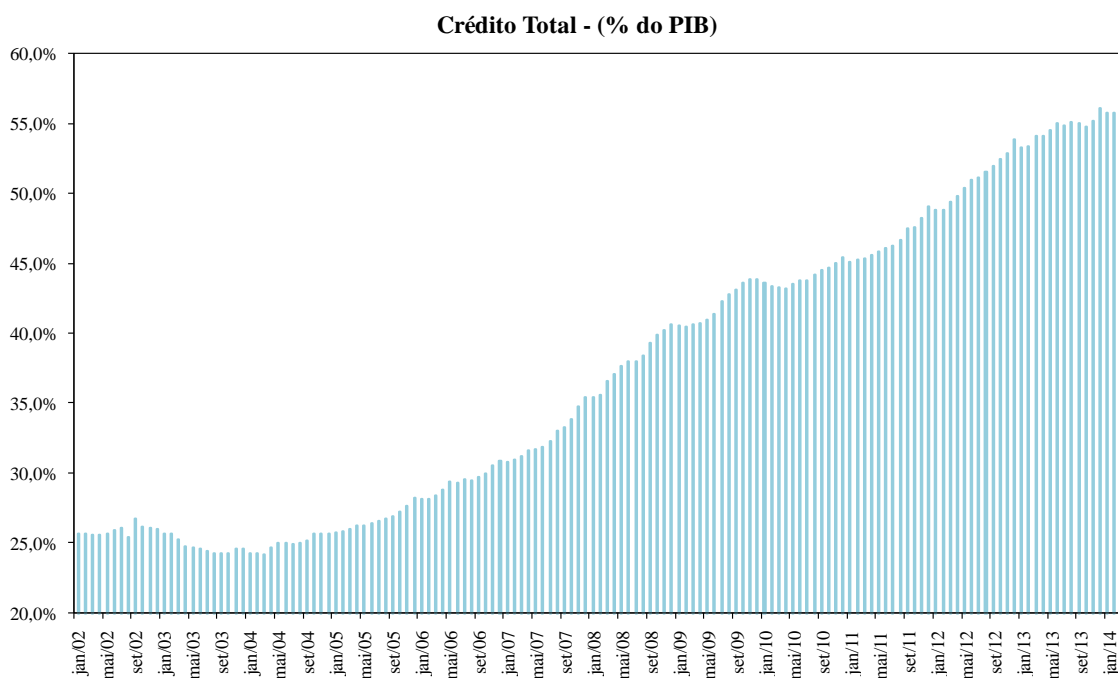
Alguns estudos foram desenvolvidos com intuito de identificar este canal via empréstimo para o caso brasileiro. Destaque para Arrigoni, Mello e Garcia (2010) e Disyatat(2010), no primeiro os autores encontram evidências de que os bancos de grande porte, ou os com maior liquidez, ou ainda pouco dependentes de depósitos para se capitalizar, possuem maior elasticidade para responder a políticas de juros(SELIC). Já o segundo estudo traz uma proposta de reformulação do canal de crédito, analisando o papel dos bancos no processo de transmissão da política monetária. Disyatat (2010) argumenta que em sistemas financeiros avançados, os bancos possuem fontes de financiamentos variadas, mesmo que sejam mais custosas comparadas aos depósitos bancários. Além disso, conclui que nestes sistemas financeiros desenvolvidos, o canal de crédito torna-se ainda mais relevante, o que deve aumentar a preocupação sobre as condições de liquidez e solvência das instituições bancárias e tomadores de empréstimos.

A importância do canal de crédito (via empréstimo bancário ou balanço patrimonial) está sujeita ao grau de necessidade de financiamentos através de depósitos, que por sua vez está atrelado ao nível de assimetria informacional no mercado.

4.2. Evolução do Mercado de Crédito no Brasil

O plano de estabilização econômica instaurado em 1994 permitiu ao Brasil vislumbrar uma melhora dos principais fundamentos econômicos. Mas apenas depois da implementação do sistema de metas de inflação e câmbio flutuante no ano de 1999, no final do governo Fernando Henrique Cardoso, que a economia, de fato, apresentou mudanças sustentáveis no longo prazo. Nesse período o mercado de crédito passou por algumas transformações, a operações de crédito, como proporções do PIB, cresceram de 14% em 1999 para 55% em 2013 (Figura 4.1).

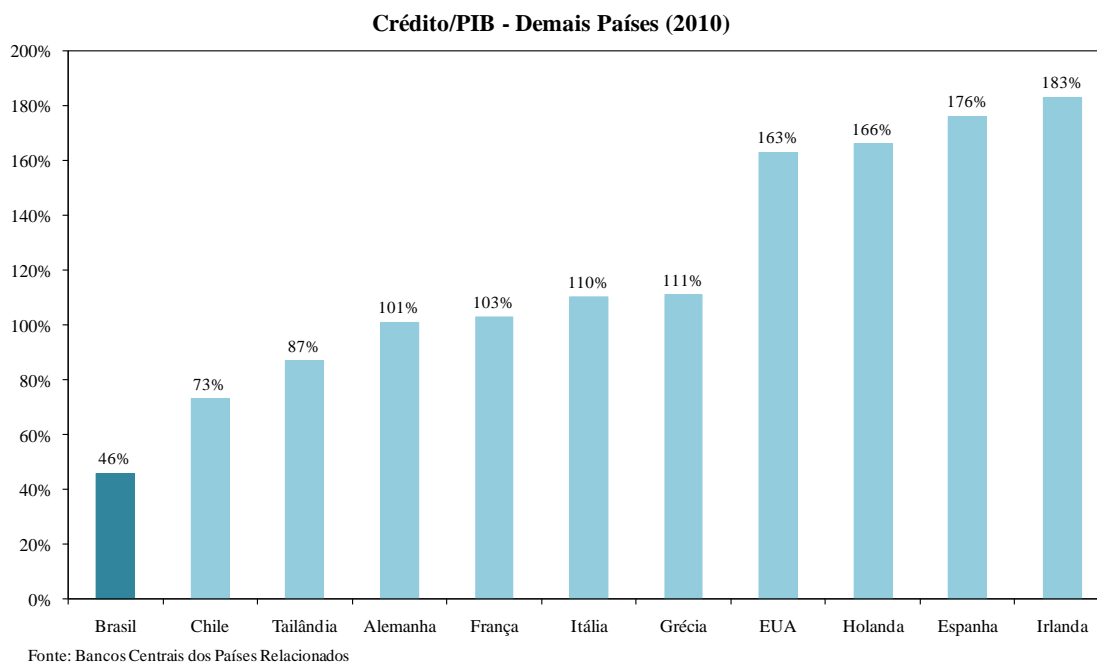
Figura 4.1:



Fonte: Banco Central do Brasil

Num paralelo com outras economias, é notório que embora o sistema financeiro brasileiro tenha conquistado consideráveis melhorias, ainda não foi o suficiente para alcançar patamares internacionais. Enquanto o Brasil demorou 10 anos para atingir uma relação crédito/PIB acima de 50%, em economias desenvolvidas como EUA, Alemanha, ou Irlanda este percentual supera 100% do PIB há muitos anos (Figura 4.2). No Brasil, o crédito ao setor privado ainda é relativamente escasso, e está sujeito a grande volatilidade. BID (2005) alega que países da América Latina e Caribe estão mais expostos a choques macroeconômicos, tanto oriundos das condições internacionais quanto das condições domésticas.

Figura 4.2:

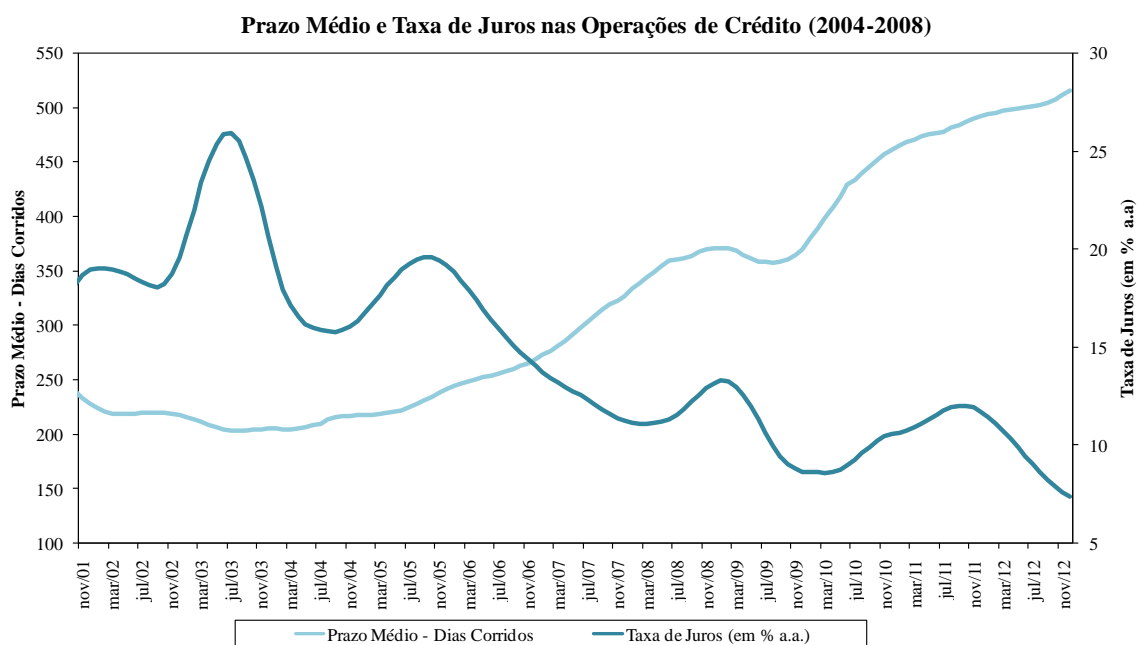


A expansão do mercado de crédito ao longo dos últimos 10 anos foi resultado de uma série de fatores, dentre eles destaca-se o PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária) criado em 1996 e concluído no início dos anos 2000. A partir deste programa, num período que a economia caminhava para o equilíbrio, o mercado de crédito voltou a ter a maior participação dos bancos privados. Já em 2002 o mercado creditício sofreu um choque negativo, ocasionado pelo clima de incerteza em torno das eleições presidenciais. Passado esse choque, a economia brasileira retomou sua trajetória de expansão, com maior flexibilização da política monetária a partir de 2005, e foi beneficiada pelo excesso de liquidez na economia mundial no período pré-crise. Em 2010 a taxa de crescimento da demanda doméstica atingiu 7,5%, o que embute além do aumento da confiança dos investidores, a melhora no mercado de trabalho e o aumento do poder de compra da população, fatores que impulsionaram ainda mais a demanda e a oferta do mercado de crédito.

Outras mudanças cruciais para entender o crescimento contínuo do crédito foi o aumento dos prazos das operações de crédito não direcionadas feitas pelos bancos, e a forte tendência de queda das taxas de juros, interrompidas no período da crise bancária em 2008 e retomadas logo depois (Figura 4.3). Destaque também ao forte incentivo

advindo de melhorias nas determinações jurídicas para o mercado financeiro, o que impulsionou segmentos como microcrédito, e permitiu a inclusão de indivíduos das classes C e D no mercado de crédito.

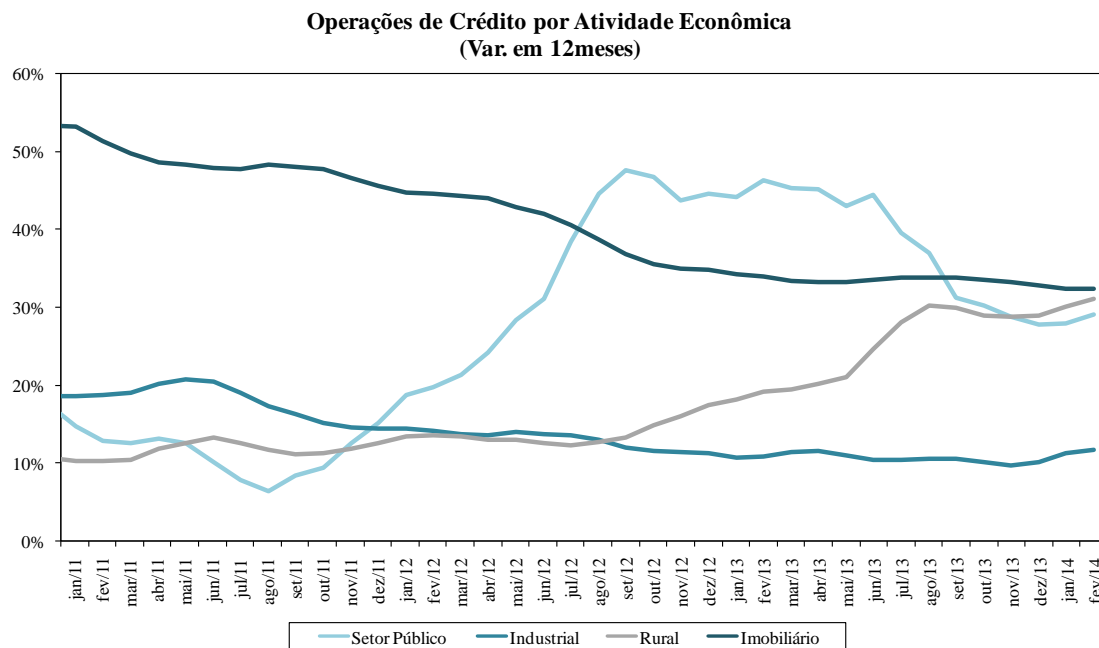
Figura 4.3:



Fonte: Banco Central do Brasil

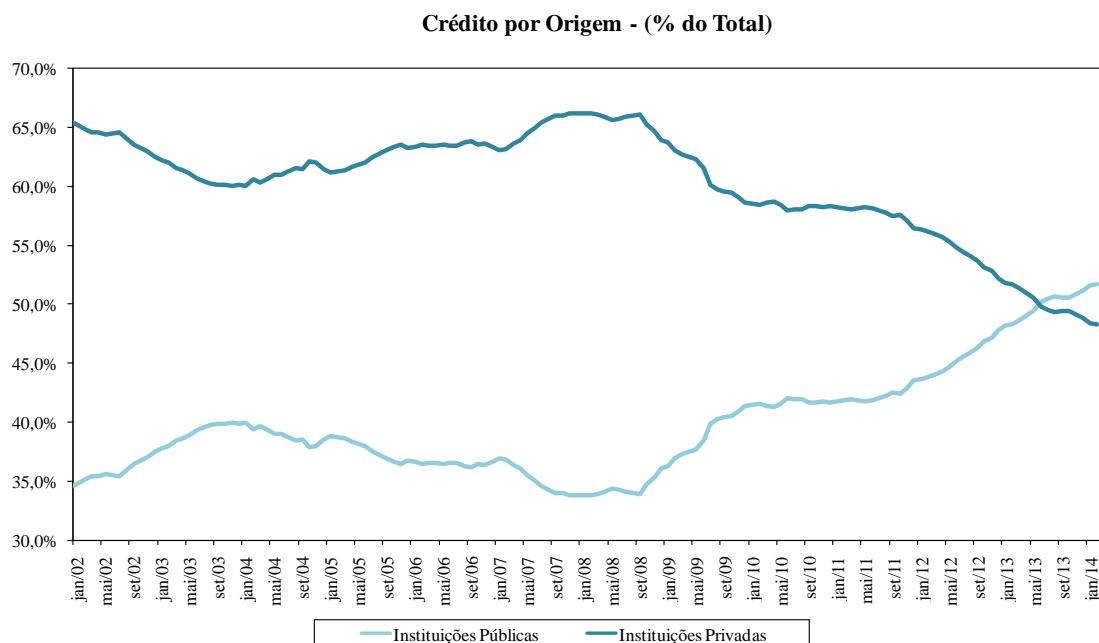
A composição do crédito também sofreu transformações. Segundo os dados do BCB os empréstimos imobiliários crescem a taxas anuais acima de 30%. Na indústria não houve variações expressivas nos últimos anos, mantendo uma taxa em torno de 10% ao ano. Já no setor rural as concessões mostram-se significativas com incremento por volta de 30% a.a nos últimos meses. Contudo, é o setor público, empréstimos a governos federal e estadual e empresas estatais, que desperta maior espanto, tendo alcançado entre 2012 e 2013 taxas acima de 40% ao ano (Figura 4.4).

Figura 4.4:



Ainda analisando o perfil do mercado de crédito podemos ver que nos últimos anos os bancos públicos voltaram a responder por mais da metade do crédito total da economia (Figura 4.5). Tal comportamento foi visto apenas no período anterior aos anos 2000/2001 e, segundo Pinheiro (2007) a participação do crédito público num contexto de forte instabilidade dos preços, como a vista no Brasil, foi necessária para assegurar oferta de crédito ao consumidor. Já a repetição desse episódio em 2013 não se mostrou condizente com a atual realidade brasileira, pelo contrário, tem sido mais uma fonte de incertezas sobre eficiência do mercado de crédito e sobre os efeitos nas condições monetárias do país.

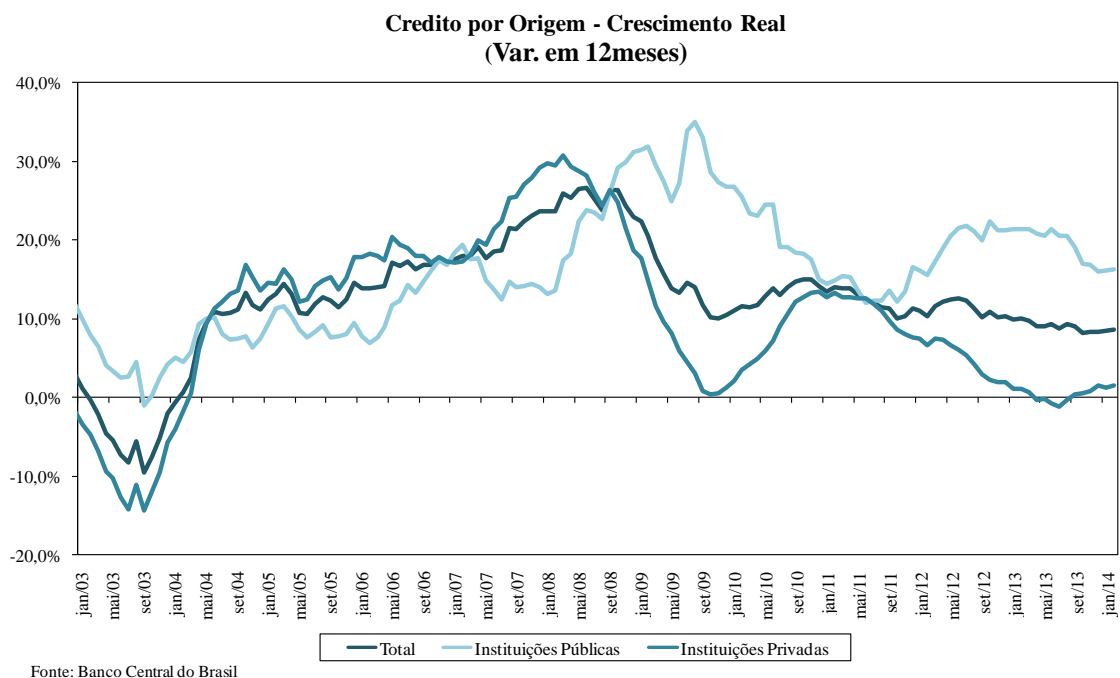
Figura 4.5:



Fonte: Banco Central do Brasil

O processo de expansão das carteiras dos bancos públicos deu início a partir da crise financeira em 2008 como uma política anticíclica. Como retratado em Bolle e Soares (2008), no Brasil os riscos de contágio da crise viriam através, principalmente, da taxa de câmbio ou da oferta de crédito. Com o maior dinamismo do mercado de crédito e crescente importância à economia, mais exposto o Brasil encontrava-se frente à paralisação bancária internacional. Desta forma, uma das medidas escolhidas pelo governo foi a de intervir no mercado de crédito de forma a direcionar recursos para setores como o agrícola e o habitacional, sobretudo através do BNDES. Como era esperada, a atuação dos bancos públicos foi um dos determinantes para a economia brasileira sobreviver à crise sem grandes sacrifícios. Contudo a expansão dessas instituições bancárias não se reverteu no período pós-crise (Figura 4.6).

Figura 4.6:



4.3. Papel dos Bancos Públicos no Sistema Financeiro

Na presença de falhas de mercado, segundo Pinheiro (2007), a intervenção estatal pode ser uma forma de contornar problemas de restrições ao crédito. A assimetria de informação é um dos grandes entraves para a alocação de recursos no mercado financeiro, levando a um funcionamento não ótimo (Stiglitz, 1994). Diante disso o governo pode atuar apenas como um regulador, ou através de políticas monetárias, ou ainda, de forma mais intervencionista, utilizando bancos públicos.

Existe uma ampla discussão sobre qual seria a importância e os impactos da intervenção pública no mercado, e como esses fatores diferem entre países. Um dos pontos defendidos, é que os bancos privados podem não conseguem atuar de forma eficiente em economias pouco desenvolvidas, devido à má qualidade das instituições. La Porta, R. et al.(2002) apontaram que nestes casos as políticas de intervenção seriam necessárias e deveriam ser direcionadas para áreas estratégicas. Contudo, existem alguns questionamentos sobre quais os reais interesses perseguidos pelo governo em intervenções desse tipo, dado as motivações eleitorais que os políticos estão envolvidos. E também, alguns autores alegam que o crédito direcionado causa ainda mais ineficiência, a partir do aumento da inadimplência e rolagem automática da dívida.

No Brasil, o BNDES é o maior banco público e o grande carro chefe das políticas intervencionista no mercado de crédito, com desembolsos próximos a 4,0% do PIB. Segundo Bolle e Carneiro (2008), bancos como o BNDES podem ser úteis no curto prazo, todavia, permitir que bancos privados sejam substituídos seria apenas uma forma pouco clara de expansão fiscal, o que provoca perda de confiança nos agentes econômicos.

4.4. Canal de Crédito e Potência da Política Monetária no Brasil

Para testar os efeitos do crédito na transmissão da política monetária, Bolle; Miranda e Freitas (2013) estimaram equações que usam a variação do crédito total como variável dependente, em função da variação do crédito total defasada de um período, da taxa de juros real e do câmbio. A Tabela 4.1 mostra os resultados, com os quais foi comprovado que o coeficiente da taxa de juros real sobre a variação do crédito, no período entre fevereiro de 2003 e abril de 2009, é significativamente menor do que zero, ou seja, o canal de crédito contribuiu para a eficácia da política monetária ao longo do período em questão.

Tabelas 4.1:

Sensibilidade do Crédito à Taxa de Juros

Variável Dependente: CRED

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 2003.02 a 2009.4

Nº de Observações: 75

Regressão com Erros Robustos à Heterocedasticidade (Newey-West)

Variável	Coefficiente	Estatística t	p-valor
c	0,0380	3,2223	0,0019
CRED(-1)	0,9091	30,9669	<0,00001
D_CAMBIO	0,0797	1,9858	0,0509
SELIC_REAL	-0,1747	-2,5486	0,0130
R ²		96,25%	
R ² Ajustado		96,09%	
Média da Variável Dependente		0,2073	

Fonte: Galanto | MBB Consultoria

Variável Dependente: CRED

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 2009.05 a 2013.3

Nº de Observações: 47

Regressão com Erros Robustos à Heterocedasticidade (Newey-West)

Variável	Coefficiente	Estatística t	p-valor
c	0,0415	3,2755	0,0021
CRED(-1)	0,7317	9,1646	<0,00001
D_CAMBIO	0,0337	1,3437	0,1861
SELIC_REAL	0,1670	2,4767	0,0173
R ²		81,95%	
R ² Ajustado		80,69%	
Média da Variável Dependente		0,1846	

Fonte: Galanto | MBB Consultoria

No período seguinte, a partir do qual começa a haver uma mudança relevante na composição do mercado de crédito, o coeficiente da taxa de juros real se torna positivo, perdendo o sentido econômico, evidenciando as distorções que vêm sendo causadas por essa mudança no perfil do crédito no Brasil.

O resultado encontrado neste exercício sugere que o uso da taxa básica de juros como instrumento de política monetária vem sendo comprometido pela crescente intervenção dos bancos públicos, e pela atual instabilidade econômica e política que vem desestimulando o mercado de crédito privado.

5. Metodologia

A construção empírica do ICM é baseada no modelo geral apresentado por Ericsson (1998), contudo este foi adaptado a realidade brasileira e ao objetivo deste trabalho: identificar se as mudanças ocorridas no mercado creditício desde 2009 interferiram na trajetória do ICM. Como mencionado por Costa (2000) o processo de elaboração do índice passa primeiramente por definir qual é a variável de interesse (preços ou produto), em seguida determina-se os componentes do ICM dado o reconhecimento dos canais de transmissão da política monetária, e por fim é necessário considerar, caso exista, as relações não contemporâneas entre as variáveis do modelo.

Modelo geral:

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta y_{t-1} + \theta_1 \Delta RER_{t-n} + \theta_2 JUROS_{t-m} + OUTRAS\ VARIÁVEIS + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$ICM_i = \theta_1 / (\theta_1 + \theta_2) (\Delta RER_{t-n}) + \theta_2 / (\theta_1 + \theta_2) (JUROS_{t-m}) \quad (2)$$

Diante do escopo deste trabalho, a variável de interesse é o produto, pois o que se pretende é ver os impactos das condições monetárias sobre a atividade econômica. Quanto aos mecanismos de transmissão, Altissimo; Locarno; Siviero, (2002) identificaram setes canais relevantes para propagação da política monetária (taxa de juros, renda, riqueza, câmbio, expectativas, crédito e posse de moeda), contudo trataremos apenas dos canais da taxa de juros, da taxa de câmbio e de crédito.

A metodologia consiste em estimar por MQO a curva de demanda agregada (3), também chamada de curva IS, considerando o PIB como variável dependente e as seguintes variáveis explicativas³: taxa de juros (SELIC); taxa de câmbio (R\$/U\$\$) (RER); despesa primária do governo central (Despesa Real) e comércio mundial (Trade). Os dados utilizados possuem periodicidade trimestral e foram delimitados num intervalo entre o primeiro trimestre de 1999 e o quarto trimestre de 2013. Os dados também tiveram que passaram por alguns ajustes, sendo todos os dados deflacionados pelo IPCA, e ajustados sazonalmente quando necessário.

³ O Banco Central do Brasil disponibiliza todos os dados, exceto despesas primária do governo central fornecida pelo Tesouro Nacional e comércio mundial que pode encontrado no World Bank.

Curva IS:

$$\log (y_t) = \beta_1 \log (y_{t-1}) + \theta_1 \log (RER_{t-n}) + \theta_2 SELIC_{t-m} + \theta_3 \log (Trade_t) + \theta_4 \log (DespesaReal_{t-q}) + \theta_5 cred_t$$

(3)

$$CRED_t = \beta_0 + \theta_0 SELIC_{t-m} + cred_t \quad (4)$$

Com o intuito de analisar os efeitos do crédito no ICM, foi estimado por MQO um modelo que eliminasse do crédito a parte que pode ser explicada pela taxa de juros, medida pela SELIC real, e a constante (4). Os resíduos desta regressão foram incorporados ao modelo (3) como *cred*. Com essa alteração, pode-se calcular o ICM levando em conta os efeitos do comportamento do crédito sobre a liquidez da economia, medido através do coeficiente do cred encontrado na equação (3).

Cálculo do ICM incluindo operações de crédito:

$$ICM_i = \theta_1 / (\theta_1 + \theta_2 + \theta_5) (RER_{t-n}) + \theta_2 / (\theta_1 + \theta_2 + \theta_5) (SELIC_{t-m}) + \theta_5 / (\theta_1 + \theta_2 + \theta_5) (cred_t)$$

(5)

Além das especificações apresentadas, o modelo foi estimado para períodos diferentes, considerando que houve mudanças de longo prazo na economia brasileira na última década, é de se esperar que as relações entre as variáveis econômicas não tenham ficado engessadas e apresentem quebras estruturais. Na tentativa de melhor entender as variações nas condições de liquidez brasileira, o período de 1999 a 2013 foi dividido em quatro janelas: 1999|2002; 2003|2006; 2007|2010; 2011|2014.

6. Índice de Condição Monetária para o Brasil

O resultado esperado era uma redução da influência do câmbio sobre a atividade, já que a economia aparenta estar menos exposta a choques externo. Além de evidências que reforce a hipótese de que houve uma perda de potência da política monetária, dado que um dos canais de transmissão acredita-se estar obstruído.

A tabela 6.1 mostra os resultados dos modelos estimados para cada uma das quatro janelas, pode-se observar que as regressões diferem entre os intervalos, isso é consequência das mudanças estruturais sofridas ao longo do tempo, e aos choques de natureza diferentes dos quais a economia brasileira esteve expostas.

Tabela 6.1:

Estimativas OLS usando as 14 observações 1999:3-2002:4				Estimativas OLS usando as 15 observações 2003:2-2006:4			
Variável dependente: I_PIB_AS				Variável dependente: I_PIB_AS			
Variável	Coefficiente	Estatística-t	p-valor	Variável	Coefficiente	Estatística-t	p-valor
I_Despesa_rea	0,0756	30.586	0,0184	CRED_resid2a	-0,0267	-21.522	0,05983
I_REER_1	0,0377	132.999	<0,00001	I_Despesa_rea	0,284357	58.899	0,00023
I_Trade	0,1896	193.039	<0,00001	I_Despesa_r_3	-0,0967634	-41.422	0,00251
I_PIB_AS_1	0,5440	100.125	0,0000	SELIC_Real_1	-0,132611	-21.722	0,0579
d_SELIC_hp	-366165,0000	-135.212	<0,00001	I_REER_2	0,0588792	103.397	<0,00001
d_CRED_resid1	0,0157	27.107	0,0302	I_Trade	0,319721	73.943	0,00004
SELIC_Real	-0,0421	-11.914	0,2723				
R2 não-ajustado = 1				R2 não-ajustado = 0,999999			
R2 ajustado = 1				R2 ajustado = 0,999999			
Média da variável dependente = 4,71474				Média da variável dependente = 4,82714			

Estimativas OLS usando as 16 observações 2007:1-2010:4				Estimativas OLS usando as 15 observações 2003:2-2006:4			
Variável dependente: I_PIB_AS				Variável dependente: I_PIB_AS			
Variável	Coefficiente	Estatística-t	p-valor	Variável	Coefficiente	Estatística-t	p-valor
I_Trade	0,373277	135.440	<0,00001	SELIC_Real_1	-0,203064	-26.964	0,04297
I_Despesa_rea	0,0744633	19.328	0,08529	SELIC_Real_2	0,285974	34.761	0,01773
CRED_resid3	-0,0220	-33.857	0,00805	I_REER_2	0,0408922	34.171	0,0189
d_SELIC_hp	242572,0000	75.427	0,00004	CRED_resid4a	0,0095	21.477	0,08449
I_PIB_AS_1	0,221107	23.333	0,04451	I_Trade	0,411896	46.331	0,00567
I_REER_2	0,036274	27.558	0,02227	d_SELIC_hp	972667	74.797	0,00067
SELIC_Real_1	-0,554317	-39.233	0,00349	I_Despesa_r_3	0,147011	24.425	0,05847
R2 não-ajustado = 0,999999				R2 não-ajustado = 0,999999			
R2 ajustado = 0,999998				R2 ajustado = 0,999999			
Média da variável dependente = 4,99397				Média da variável dependente = 5,10112			

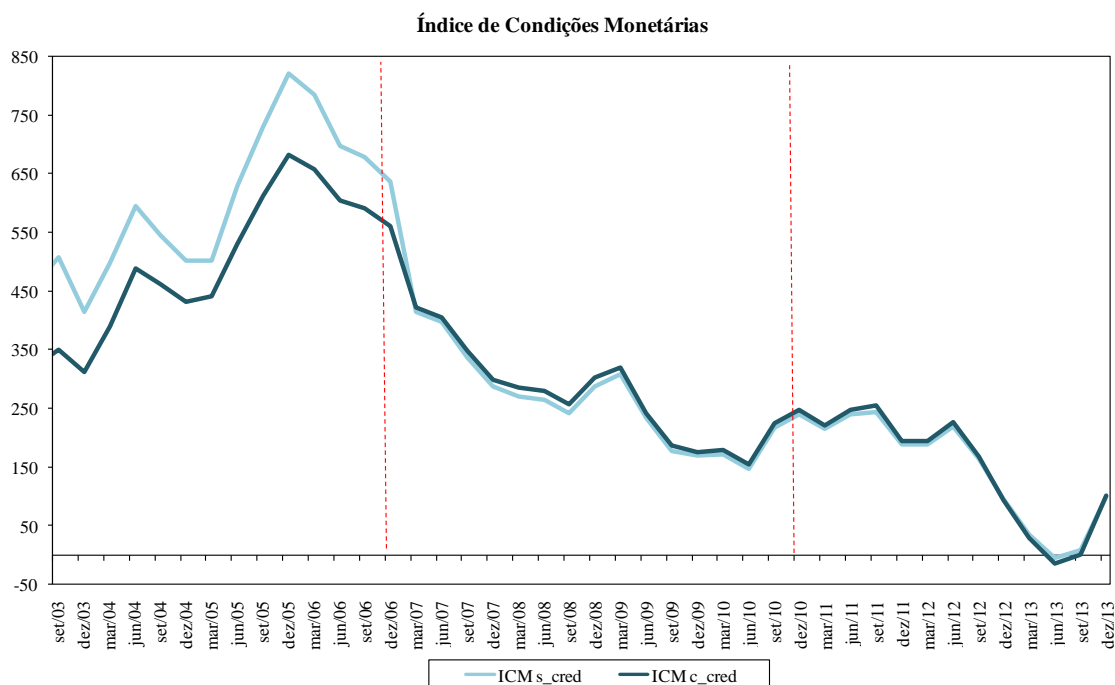
Em todos os modelos foi feito um esforço para encontrar coeficientes estatisticamente significantes e com sinais condizentes com a literatura econômica, esperava-se também que o modelo tivesse capacidade de responder por grande parte do comportamento da variável dependente R^2 . Contudo, em alguns períodos não foi encontrado relações bem comportadas, por exemplo, no caso do modelo 1999|2002 o coeficiente da taxa de juros não é significativo estatisticamente. Neste caso, foi necessário incluir no modelo a primeira diferença da tendência de longo prazo da SELIC (d_SELIC_hp) para tentar controlar a mudança abrupta de nível da taxa de juros

vista no ano de 1999. O mesmo foi visto na janela 2011|2013, devido ao compromisso político de levar a taxa básica de juros para um dígito houve sucessivas reduções da SELIC num curto espaço de tempo.

Outro ponto a destacar são os resíduos (*cred*) da equação (4) incorporados ao modelo, em todas as janelas esta variável apresentou significância, contudo em 2003|2006 e 2007|2010 o modelo indica que aumentos no crédito pressionam a economia para baixo, o que parece ser contra intuitivo e gera incertezas quanto a interpretação dos dados.

Enfim, a partir das regressões acima, foram construídos o Índice de Condições Monetárias na forma tradicional (2) e outro considerando taxa de juros, câmbio e o saldo de crédito total (4), de forma que aumentos no ICM signifiquem condições de liquidez mais restrita e no contrário, quedas no índice, indique afrouxamento monetário. O interesse no ICM concentra-se na sua trajetória, mudança de comportamento ao longo de tempo, o número do índice neste caso não tem qualquer significado econômico (figura 6.1).

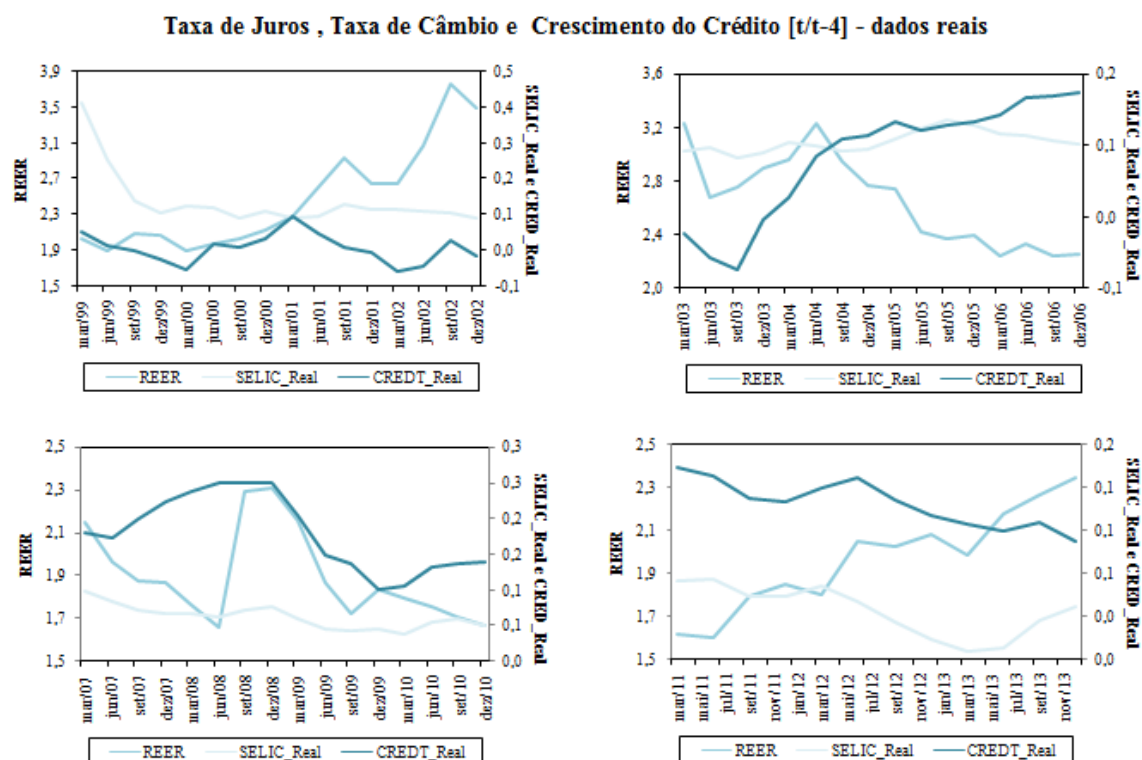
Figura 6.1:



Como mostra a figura 6.1 no período anterior 2003|2006 o ICM que inclui crédito indica que as condições monetárias da economia estariam menos restrita,

analisando as séries dos componentes do ICM nesse período (figura 6.2), observa-se forte crescimento do crédito nesse período, e uma persistente apreciação cambial, o que deveria aumentar a liquidez da economia, contudo como ICM possui informação sobre o período t , e as variáveis afetam a economia com algum grau de defasagem, o ICM em t carrega informações de períodos $t-n$. Desta forma a restrição de liquidez vista em 2003|2006 pode ser entendida em parte pela queda do crédito e desvalorização cambial no período que o antecede. Ressaltando que neste período foi instituído no Brasil o regime de câmbio flutuante e metas para a inflação, e no ano de 2002 houve uma crise de expectativas, diante das eleições que elegeria o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

Figura 6.2:



Fonte: Banco Central do Brasil

Analisando os períodos subsequentes a 2007, os dois ICMs apresentaram a mesma trajetória, indicando que maior participação do crédito na economia não interfere propagação da política monetária. O que é contraditório, pois como foi mostrado neste trabalho, a demanda agregada responde a mudanças no mercado de crédito. Analisando os componentes do ICM para o período observado, vê que o ICM comporta-se com em linha com a trajetória do câmbio e da taxa de juros, contudo em 2011|2013 a SELIC parece ser a maior influenciar para o comportamento do índice, pois

embora o câmbio tenha desvalorizado ao longo de todo o período em 2012 o ICM é puxado para baixo pela taxa básica de juros.

Uma das hipóteses para esse resultado é que a participação dos bancos públicos distorce o processo de transmissão de política monetária, sendo necessário analisar as idiosincrasias do mercado de crédito. Desta forma, trata-se de mais uma evidência que este canal ainda é uma caixa preta para economia brasileira, ou seja, tentar identificar exige cautela. Botelho (2010) argumenta que para identificar o mercado de crédito é necessário entender a dinâmica interna de mercado, nessa linha ele elaborou um trabalho no qual tinha um dos objetivos era identificar o canal de crédito, neste trabalho são estimados modelos independentes para cada canal de transmissão desejados, e se concluiu que mais de 60% do impacto da política monetária sobre o produto e/ou nível de preços ocorre via crédito. Contudo, o autor também destaca que a maior penetração do crédito através dos bancos públicos obstrui os canais de transmissão o que exige ainda mais esforço por parte do Banco Central para condução da política monetária.

7. Conclusão

O presente trabalho pretendia entender quais as variáveis que hoje são relevantes para explicar as condições de liquidez da economia brasileira, supondo que a maior flexibilidade do mercado de crédito fosse uma das grandes mudanças estruturais que a economia brasileira sofreu na última década. E que a expansão dos bancos públicos poderia estar “entupindo” um dos canais de transmissão de política monetária.

Para tal entendimento foi construído um Índice de Condições Monetárias tradicional e outro que incorporando crédito ao indicador. O resultado encontrado é que os ICMs não diferem significativamente após o ano de 2007, o que reforça a hipótese de que a participação dos bancos públicos distorce o processo de transmissão de política monetária, tornando o canal de crédito ainda mais difícil de ser identificado, sendo necessário analisar com cautela a dinâmica interna do mercado de crédito.

Referências Bibliográficas

ARRIGONI, C.; MELLO, J. M. P.; GARCIA, M. G.P. 2010. "Identifying bank lending reaction to monetary policy through data frequency". **Journal of Economic**. v. 10. n.2. 47-79.

BATINI, Nicoletta; TURNBULL, 2002.Kenny. A Dynamic Monetary Conditions Index for the UK. **Journal of Policy Modeling**, v. 24, p. 257-281.

BATINI, Nicoletta; TURNBULL. 2000. Kenny. Monetary Condition Indices for the UK: A Survey. **External Monetary Policy Committee Working Paper**, n. 1, Bank of England, London

BERNANKE, B. e M.GERTLER.1995, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". **Journal of Economic Perspectives**, pp. 27-48

Bernanke, B. e A. Blinder.1988, "Credit, Money and Aggregate Demand". **American Economic Review**, PapersandProceedings 78, pp. 435-39

BID - Banco internacional de desenvolvimento (2005). **Relatório 2005-** liberta o crédito: como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário. Rio de Janeiro: Campus.

BOLLE, M.B. e CARNEIRO, D.D. 2008. "Metas inflacionárias e crise externa: o que fazer? Um resumo". In: BACHA, E., GOLDFAJN, I. (org.) "Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil". **IEPE/CdG**. 16-21

BOLLE, M.B. MIRANDA, L., e FREITAS, R. 2013. "A Esbórnia do Crédito Público". **Carta Econômica Galanto**, n. 161. Galanto Consultoria.

BOLLE, M.B. e SOARES, A.F. 2008. "Considerações sobre os Canais de Transmissão de Crise". **Carta Econômica Galanto**, n. 106.

BOTELHO, Vinícius de Oliveira. 2010. "O Papel do Crédito na Transmissão da Política Monetária para Inflação E Crescimento no Brasil". **Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa**.

CARNEIRO, Dionísio Dias; WU, Thomas Yen Hon. Contas Externas e Política Monetária. **Revista Brasileira de Economia**, v.6 n. 1, p. 301-323, Rio de Janeiro, 2004.

CÉSPEDES, Brisne J.; LIMA, Elcyon C. R.; MAKKA, Alexis; MENDONÇA, Mário J. C. (2005) Contas Externas e Política Monetária. **Texto para Discussão Ipea**, n. 1128, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Rio de Janeiro.

COSTA, Sónia. 2000. Índices de Condições Monetárias. **Boletim Económico** (setembro), p. 101-111, Banco de Portugal.

DUGUAY, Pierre. 1994. Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach. **Journal of Monetary Economics**, v. 33, n. 1, p. 39-61.

ERICSSON, N. et al.1998.**Interpreting Monetary Conditions Index in Economic Policy**.Bank for International Settlements Conference Papers.Vol 6.

FREEDMAN, Charles.1994.The Use of Indicators of Monetary Conditions Index in Canada. In BALIÑO, Tomás J. T.; COTTARELL, Carlo (editores) **Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences**. International Monetary Fund, Washington.

GERLACH, Stefan; SMETS, Frank.2000. MCIs and Monetary Policy. **European Economic Review**, v. 44, n. 9, p. 1677-1700.

GOLDFAJN, I.; WERLANG, S. 2000.The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. Working Paper, **Banco Central do Brasil**, n.5.

HATZIUS, Jan; HOOPER, Peter; MISHKIN, Frederic S.; SCHOENHOLTZ, Kermit L.; WATSON, Mark W. 2010. Financial Conditions Indexes: A Fresh Look After the Financial Crisis. **NBER Working Paper**, n. 16150, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

KEYNES, John. M. 1985. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Nova Cultural.

LA PORTA, R. et al.2002. "Government ownership of banks".**Journal of Finance**, 57: 265-301.

MAYES, David; VIRÉN, Matti.2001.Financial Conditions Indexes. **Bank of Finland Discussion Paper**, n. 17/2001, Bank of Finland.

MISHKIN, F. S. 1996. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. **Banque de France BulletinDigest**, n. 27.

PINHEIRO, A. C. Bancos Públicos no Brasil: Para Onde Ir?In.;"**Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análises e experiências comparadas**". PINHEIRO, A.C. E FILHO, L.C.O. (orgs). Contra-Capa. 159-265.

STIGLITZ. G. 1994. "The Role of the State in Financial Markets".**Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics** 1993.

Taylor, J. 1995, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework". **Journal of Economic Perspectives**, pp. 11-26