

PUCRS

ESCOLA DE NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA DO DESENVOLVIMENTO
MESTRADO EM ECONOMIA DO DESENVOLVIMENTO

DIEGO PADILHA VENEROSO

**UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE OS BANCOS PÚBLICOS
DO BRASIL ENTRE 2009 E 2016**

Porto Alegre
2018

PÓS-GRADUAÇÃO - *STRICTO SENSU*



Pontifícia Universidade Católica
do Rio Grande do Sul

DIEGO PADILHA VENEROSO

**UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE OS BANCOS
PÚBLICOS DO BRASIL ENTRE 2009 E 2016.**

Dissertação apresentada como requisito para conclusão do Curso de Economia do Desenvolvimento da PUCRS e obtenção do grau de mestre em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Eduardo Lobo e Silva

PORTO ALEGRE (RS)

2018

Ficha Catalográfica

V456a Veneroso, Diego Padilha

Uma análise dos efeitos da política monetária sobre os bancos públicos do Brasil entre 2009 e 2016 / Diego Padilha Veneroso . – 2018.

58 f.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia do Desenvolvimento, PUCRS.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Eduardo Lobo e Silva.

1. Taxa de Juros. 2. Intervenção Governamental. 3. Setor Bancário. 4. Governança. 5. Política Monetária. I. Silva, Carlos Eduardo Lobo e. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da PUCRS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

Bibliotecário responsável: Marcelo Votto Texeira CRB-10/1974

Diego Padilha Veneroso

**UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE OS BANCOS
PÚBLICOS DO BRASIL ENTRE 2009 E 2016**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia, pelo Mestrado em Economia do Desenvolvimento da Escola de Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

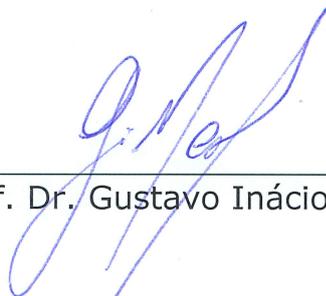
Aprovado em 22 de março de 2018, pela Banca Examinadora.

BANCA EXAMINADORA:



Prof. Dr. Carlos Eduardo Lobo e Silva

Orientador e Presidente da sessão



Prof. Dr. Gustavo Inácio de Moraes



Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach

Dedicatória
À Minha Filha Gaia (In memoriam)

Agradecimentos

A Deus, pela iluminação e apoio espiritual constantes;

À minha mãe Iradi, por todas as orações nos momentos de dificuldade;

Aos professores do curso, que compartilharam seus conhecimentos. Em especial ao meu orientador, Prof. Dr. Carlos E. L. e Silva, pelo interesse demonstrado em meu projeto e por me acolher como seu orientando. Ao professores integrantes da banca avaliadora, por aceitarem o convite;

Ao Prof. Dr. Gustavo I. Moraes e ao colega Carlos Marchionatti pela consultoria fundamental prestada;

A todos os amigos e colegas que me auxiliaram durante a caminhada, especialmente à Aline, que fez o possível para que eu tivesse todas as condições favoráveis ao chegar neste momento com sucesso;

Agradeço àqueles que compreenderam meu afastamento durante essa empreitada, e, sempre que possível, estiveram ao meu lado, até mesmo na digitação desta dissertação: Ísis, Heitor, Diana, Afrodite, Eros, Pandora e Gaia.

*“A mente que se abre a uma nova ideia
jamais voltará ao seu tamanho original.”*

Albert Einstein

Resumo

O presente trabalho analisa o comportamento da taxa de juros no Brasil, com ênfase para o setor bancário. Analisamos o comportamento do setor bancário ante a queda da taxa SELIC verificada no período entre 2009 e 2012 e de que forma ela influenciou nesse mercado. Para tal, utilizamos análises gráficas, testes estatísticos e modelos econométricos para compreendermos o impacto das decisões do governo federal em cada um dos agentes envolvidos. O governo federal utilizou de sua influência para baixar as taxas de juros, tanto a SELIC quanto a bancária, assumindo uma liderança de preços através do controle de cerca de 40% do mercado financeiro. Contudo, essa intervenção vai de encontro aos princípios fundamentais da governança. Assim, objetiva-se confirmar a intervenção do governo no mercado bancário brasileiro e descobrir qual o efeito que tal conduta acarretou nos bancos públicos e acionistas, qualitativamente e, se possível, quantitativamente.

Palavras-chave: Taxa de Juros, Intervenção Governamental, Setor Bancário, Governança, Política Monetária.

Abstract

This paper analyzes the behavior of interest rates in Brazil, with emphasis on the banking sector. We analyze the behavior of the banking sector in the face of the fall in the SELIC rate observed in the period between 2009 and 2012 and how it has impacted this market. For this, we use graphical analysis, statistical tests and econometric models to understand the impact of federal government decisions on each of the agents involved. The federal government used its influence to lower interest rates, both SELIC and banking, assuming price leadership by controlling about 40% of the financial market. However, this intervention goes against the fundamental principles of governance. Thus, the objective is to confirm the intervention of the government in the Brazilian banking market and to find out the effect that this conduct had on public banks and shareholders, qualitatively and, if possible, quantitatively.

Keywords: Interest Rate, Government Intervention, Banking Sector, Governance, Monetary Policy.

Sumário

1 Introdução.....	11
2 Teoria e Contexto.....	12
2.1. Fundamentação Teórica.....	12
2.2. Contexto.....	21
2.2.1. Governança.....	22
2.2.2. Cenário Político e Econômico: Agentes e Variáveis.....	23
2.2.3. Análise dos Dados.....	31
2.3. Conclusões.....	39
3 O Impacto da Não Observância da Governança nos Bancos Públicos no Brasil.....	41
3.1. Dados e Fontes.....	41
3.2. Metodologia.....	42
3.3. Resultados e Discussão.....	42
4 Conclusão.....	55
Referências Bibliográficas.....	57
Anexos.....	59
ANEXO A – VECM: Lucro Líquido (Equação com coeficientes substituídos).....	59
ANEXO B – VECM: Renda de Operações de Crédito (Equação com coeficientes substituídos).....	59
ANEXO C – VECM: Ações (Equação com coeficientes substituídos).....	59

1 Introdução

A Taxa de Juros é objeto de estudo e discussão desde os primeiros trabalhos em Economia. Estudos a respeito de sua determinação, elaboração de modelos para predizê-la e discussões acerca dos níveis considerados saudáveis para a economia de um país são apresentados, frequentemente, pelos mais conceituados institutos, universidades e centros de estudo e pesquisa no mundo.

A taxa SELIC é a taxa básica da economia brasileira. Consiste no instrumento base para uma política monetária centrada no regime de metas de inflação, estratégia implementada no Brasil desde o ano de 1999.

O setor bancário, por sua vez, é responsável por fomentar a economia. Entre suas importantes tarefas, está a de intermediar os interesses de credores e poupadores, fazendo com que o dinheiro destes chegue à mão daqueles, mediante o pagamento dos juros. Juros estes que se elevam, proporcionalmente, ao risco embutido na operação.

Nos anos de 2009 e 2012, observou-se um comportamento atípico da taxa de juros bancários. Algumas instituições registraram os patamares mais baixos de sua história. A queda nos juros foi um movimento orquestrado pelo governo federal com vistas ao aquecimento da economia. Para lograr êxito, lançou mão de sua influência sobre as diversas instituições participantes do Sistema Financeiro Nacional, como o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o Comitê de Política Monetária. Este trabalho tem como objetivo descrever o comportamento da taxa de juros bancários, demonstrando a intervenção do governo no mercado e o reflexo que essa estratégia trás para as instituições financeiras.

O presente estudo está dividido em duas partes, além da Introdução e da Conclusão. O segundo capítulo trata de alguns conceitos básicos, como a taxa de juros, sua importância e formas de determinação, a governança corporativa, principalmente voltada ao setor público, e o panorama das taxas de juros praticadas no setor bancário durante o período estudado, de 2006 a 2017. Por conseguinte, ao terceiro capítulo restará o processamento dos dados do capítulo anterior, com posterior comparação aos dados macroeconômicos do período, objetivando a mensuração do impacto da estratégia adotada pelo governo, com foco no setor bancário.

2 Teoria e Contexto

Com o advento do Plano Real, criaram-se condições para a estabilização econômica do Brasil, sobretudo, devido ao controle da inflação no País se comparado ao período pré-real. Em decorrência, os juros bancários, altamente voláteis em períodos anteriores, também passaram a se comportar de forma mais estável nas últimas décadas. Contudo, existem momentos que, mesmo com a inflação estando dentro dos patamares estipulados pelo regime de metas de inflação, os juros bancários oscilaram de forma significativa. Com o intuito de entender o que motivou tais oscilações, propõe-se o presente estudo. Será dada ênfase para o período após 2009 devido ao maior detalhamento dos dados disponíveis e da singularidade do comportamento observado, tanto nos agentes (bancos públicos, privados e Governo Federal) quanto nas variáveis estudadas (juro bancário e taxa SELIC).

O objetivo deste capítulo é revisar alguns aspectos teóricos da taxa de juros, como seu conceito, seu comportamento e as formas para sua determinação. Adicionalmente, serão apresentados conceitos de governança que servirão de referencial teórico para o presente estudo. Por fim, detalhar-se-á o panorama das taxas de juros bancários no Brasil durante as crises de 2009 e 2012.

2.1. Fundamentação Teórica

O juro tem papel fundamental na economia, relacionando-se, intimamente, com a propensão a investir ou poupar. Segundo Fisher (1930), o estudo da teoria dos juros é essencial para a determinação do preço das mercadorias, dos serviços ou da própria riqueza em si. A manipulação da taxa de juros consiste em uma importante ferramenta para o Banco Central do Brasil em sua política monetária. Em suas palavras, Fisher (1930, p. 108, tradução nossa) explica que “o juro tem um papel central na teoria do valor e dos preços e na teoria da distribuição. A teoria de juro é fundamental e indispensável na determinação do valor (ou preços) da riqueza, propriedade e serviços”.

De acordo com Souza (2004), a Economia Monetária tem como pressuposto fundamental que a moeda seja utilizada como facilitador do fluxo de mercadorias e serviços, sendo um instrumento universalmente aceito como meio de troca e reserva

de valor. Para que o indivíduo sacrifique o consumo presente, ou o entesouramento, e utilize sua riqueza com fins especulativos, é natural que seja esperado um retorno sobre essa moeda inativa.

Keynes (1936) havia diferenciado três tipos distintos para a demanda por moeda: transação, precaução e especulação. O rendimento é determinado pela chamada taxa de juros. Assim, a taxa de juros pode ser definida como sendo uma recompensa que se deve pagar aos possuidores de riquezas para que renunciem à liquidez ou para que não entesourem moeda. Segundo Keynes, a taxa de juros de mercado é o preço que equilibra o desejo do indivíduo em poupar dinheiro com a quantidade de moeda disponível no sistema financeiro.

No sistema keynesiano, a taxa de juros é determinada pela interseção da demanda com a oferta de moeda. Keynes define, como determinantes da taxa de juros, a procura especulativa e o estoque monetário disponível. Isso leva a crer que o estoque de confiança quanto às mudanças na taxa de juros e que os ganhos prováveis de seu capital financeiro dependem da expectativa quanto à futura taxa de juros de mercado. Keynes criou, sobre a expectativa dessa taxa de juros, a ideia de demanda para especulação, ou seja, a espera da oportunidade que maximize os ganhos pelo uso do dinheiro.

A visão keynesiana é explicada por meio do princípio de preferência pela liquidez. Para dado nível de renda, quanto maior a taxa de juros, menor será a demanda por moeda. A influência da primeira sobre a segunda é entendida por se considerar a moeda como um ativo diferenciado dos demais, sendo meio viável ao entesouramento. A partir do conhecimento da oferta de moeda e apoiando-se na demanda pela mesma, determina-se a taxa de juros que as equilibra. Se a demanda por moeda para guardar riqueza somada à demanda necessária para se realizarem as transações excederem a oferta por moeda, a taxa de juros deverá elevar-se para desestimular a posse de moeda. Assim, a política monetária influencia no nível de demanda agregada, pois, se o governo contrair a oferta monetária, conterà a atividade econômica, afetando a demanda e a taxa de juros.

A Escola Clássica, por sua vez, via a taxa de juros como o prêmio pela renúncia ao consumo presente em favor do consumo futuro, ou seja, a remuneração recebida pela poupança. Essa conclusão baseia-se na ideia de que a única forma de guardar poupança é por meio de ativos financeiros, pois não haveria a demanda da moeda como reserva de valor, visto que esta não renderia juros.

Para os economistas clássicos, a taxa de juros sofre influência direta tanto da propensão a poupar quanto da produtividade do capital. Segundo Oreiro (2000): “o impacto inicial dos ‘choques’ sobre as variáveis em questão se daria sobre a taxa de juros, e não sobre o nível de renda e de emprego”.

Senior (1836) emprega o termo abstinência referindo-se aos custos de produção, onde o capitalista sacrificaria o consumo do presente pelo do futuro. Em suas palavras a abstinência é:

[...] um termo pelo qual expressamos a conduta de uma pessoa que se priva do uso não-produtivo daquilo que ele pode controlar ou que prefere propositalmente a produção futura àquela de resultados imediatos. [...] Pela palavra abstinência, desejamos expressar aquele agente, diferente do trabalho e da ação da natureza, cuja cooperação é necessária para a existência do capital e que está na mesma relação para com o lucro quanto o trabalho para os salários. (SENIOR, 1836, p. 58 e 59, tradução nossa).

A utilização da expressão abstinência foi ridicularizada pelos críticos socialistas da época, como Marx¹. Entretanto, os clássicos argumentam que tal raciocínio refere-se não ao somatório das economias, mas, sim, à economia marginal.

Com isso, deriva-se um importante conceito: economizar é a atividade que produz nova despesa com investimento. As relações características são o aumento da taxa de juros pago pela abstenção ao consumo diretamente proporcional à economia feita e inversamente proporcional à despesa com investimento. Sendo a economia uma função positiva da taxa de juros e o investimento uma função negativa dessa mesma variável, o ajuste dessa taxa se dará no nível em que todas as economias serão investidas, como uma extensão da Lei de Say. Uma queda do consumo, ou um aumento no volume das economias investidas, levará a uma diminuição na taxa de juros, elevando o nível de empréstimos e de compras de bens de capital. A queda na despesa sobre os bens de consumo será compensada pelo aumento da despesa sobre os bens de capital. Logo, de acordo com essa perspectiva clássica, nenhuma deficiência da demanda total ocorrerá. A Lei de Say, portanto, não é invalidada pelo ato de economizar.

Marshall (1920) discorre sobre a natureza da taxa de juros ser a recompensa pelo sacrifício em poupar. Afirma que seriam poucas as pessoas que economizariam

¹ Segundo Brue (2006), Marx escreveu sobre a “abstinência” de um Barão de Rothschild e o “desperdício” de um simples trabalhador inglês.

muito dinheiro se não fosse a promessa de uma recompensa. Com argumentação caracteristicamente neoclássica, apresenta importante justificativa para o emprego do termo abstinência:

O sacrifício do prazer no presente em benefício do futuro foi chamado de abstinência pelos economistas. Mas esse termo tem sido mal interpretado: porque os maiores acumuladores de bens são pessoas muito ricas, algumas das quais vivem no luxo e certamente não praticam abstinência nesse sentido do termo, que se converte em moderação. O que os economistas queriam dizer era que, quando uma pessoa se abstém de consumir algo que tinha o poder de consumir, com o objetivo de aumentar seus recursos no futuro, sua abstinência específica desse ato de consumo aumenta o acúmulo de bens. (MARSHALL, 1920, p. 133, tradução nossa).

A determinação da taxa de juros, segundo os clássicos, dar-se-ia por meio da teoria dos fundos emprestáveis. A oferta de títulos é realizada pelas empresas que necessitam de dinheiro para investir. Já a demanda pelos mesmos títulos se dará por parte dos indivíduos dispostos a trocar o consumo atual pela aplicação dos recursos. As relações são as mesmas que norteiam os preços em um livre mercado: um aumento da demanda por títulos acarretará um aumento do valor destes; quanto menor a taxa de juros praticada, maior será a propensão a investir e, portanto, maior será a emissão de títulos no mercado.

Fields e Hart (2003) salientam a impossibilidade de se adotarem, simultaneamente, os modelos de fundos emprestáveis e de preferência por liquidez para determinação da taxa de juros. Embora admitam que ambos os modelos sejam válidos, afirmam que no mercado financeiro, apenas a demanda por moeda é afetada pela taxa de juros, enquanto, no mercado dos fundos de empréstimos, tanto a quantidade demandada quanto a ofertada são influenciadas. Em suas palavras:

Assim, quando [a taxa de juros] cai em resposta ao excesso de oferta no mercado de fundos emprestáveis, a quantidade de fundos emprestáveis diminui (por causa do aumento dos saldos monetários exigidos), enquanto a quantidade demandada aumenta (por causa do aumento do fluxo de oferta dos títulos privados necessários para financiar o aumento induzido dos juros na demanda por investimentos). (FIELDS E HART, 2013, p.11, tradução nossa).

Segundo Fields e Hart, quando a autoridade monetária reduz a taxa de juros, por exemplo, esta poderá equilibrar o mercado de fundos emprestáveis ou o mercado financeiro, mas não ambos simultaneamente. Ao demonstrarem preferência pela abordagem através do mercado dos fundos de empréstimos,

concluem que qualquer tentativa de acomodar ambos os modelos implica em uma inconsistência na história da Macroeconomia sobre os ajustes dinâmicos.

Em contraponto, Yang e Yanochik (2005) acreditam que a escolha entre os modelos de fundos emprestáveis ou de preferência por liquidez deve ser coerente com o seu papel desempenhado no quadro geral de equilíbrio, o qual determina todas variáveis endógenas agregadas, incluindo a taxa de juros. Por exemplo, caso haja um aumento da oferta nominal de moeda, o modelo a ser utilizado para estudo da taxa de juros de curto prazo deve ser o de preferência por liquidez, pois uma mudança na oferta nominal de moeda desloca a curva LM no modelo IS-LM. Em contrapartida, para mostrar como o déficit orçamentário do governo influencia essa taxa de juros, o modelo apropriado seria o dos fundos emprestáveis, porque um aumento do déficit orçamentário do governo desloca a curva IS. Para a taxa de juros de longo prazo, Yang e Yanochik (2005, p. 20, tradução nossa) afirmam que "no modelo macroeconômico clássico, a taxa real de juros é determinada no mercado de fundos emprestáveis, não no mercado de dinheiro."

Fisher (1930), utilizando-se de fundamentos da escola neoclássica, também contribui para os estudos sobre a taxa de juros. Em sua teoria, identificou dois fatores que interagiriam para o estabelecimento dessa variável. Nominou o primeiro como taxa de impaciência e o segundo foi concebido como taxa de oportunidade de investimento.

A taxa de impaciência é a disposição da comunidade em obter o consumo atual, desistindo do consumo futuro. A comunidade valoriza tanto o consumo atual quanto o consumo futuro. Não obstante ela prefira ter mais dos dois, é forçada, devido à escassez, em qualquer período no tempo, a desistir do consumo futuro, ambicionando aumentar o consumo presente. O montante do consumo futuro, do qual está disposta a desistir pelo consumo atual, depende de quanto impaciente ela está. Quanto menos impaciente, mais estará disposta a poupar e investir, ganhando, portanto, consumo futuro. Quanto mais impaciente, menos estará disposta a desistir do consumo atual (poupar) para obter bens no futuro. Conseqüentemente, quanto mais consumo atual a sociedade tem, em relação ao consumo futuro, menor o valor relativo do consumo atual, na margem. Ou seja, quando a sociedade tem muito consumo atual em relação ao consumo futuro, o valor relativo de montantes adicionais de consumo atual é pequeno.

O segundo fator na determinação da taxa de juros, de acordo com Fisher, é a

taxa de oportunidade de investimento. Diferentemente da taxa de impaciência, que envolve avaliações subjetivas, a taxa de oportunidade de investimento é determinada por fatores reais, como a quantidade, a qualidade de recursos e o estágio da tecnologia. Em um extremo, seria possível dedicar esses recursos à produção de bens apenas para consumo atual. No outro extremo, a sociedade poderia usar todos eles para produzir capital, já que o consumo atual era zero, mas o consumo futuro seria grande.

No entanto, Fisher alerta que, à medida que a sociedade desloca-se do primeiro extremo (todo o consumo atual) para o outro extremo (nenhum consumo atual), ela vivencia rendimentos marginais decrescentes. Ou seja, à medida que as pessoas cortam o consumo atual para aumentar o investimento e, portanto, obter maior consumo futuro, a taxa de retorno sobre o investimento, ou a taxa de oportunidade de investimento, cai.

Assim, tanto a taxa de impaciência quanto a taxa de oportunidade de investimento eram variáveis importantes na determinação da taxa de juros de equilíbrio. Para finalizar a explicação acerca desses dois fatores, cita-se Fisher:

Quanto mais investimos e adiamos nossa gratificação, menor se torna a taxa de oportunidade de investimento, porém maior a taxa de impaciência. Quanto mais gastamos e apressamos nossa gratificação, menor se torna a taxa de impaciência, porém maior a taxa de oportunidade. (FISHER, 1930, p. 62, tradução nossa).

A taxa de juros de equilíbrio ocorrerá quando forem igualadas a taxa de retorno sobre o investimento e a taxa em que a sociedade está disposta a desistir do consumo atual pelo consumo futuro. Portanto, essa taxa dependerá tanto da habilidade tecnológica da sociedade em aumentar o consumo futuro quanto da disposição em fazê-lo.

Wicksell (1978), ao analisar a teoria monetária, também se focou no estudo das taxas de juros, fazendo importante distinção entre taxa de juros nominal e bancária. Para ele, a taxa de juros nominal depende da oferta e da demanda do capital que ainda não foi investido. Como já visto, a oferta do capital decorre do adiamento ao consumo, enquanto a demanda dependerá do lucro que poderá ser auferido com o seu uso. A taxa de juros natural, ou nominal, será obtida por meio dessa interação. Em suas palavras:

A taxa de juros em que as demandas por capital de empréstimo e pela oferta de poupança se harmonizam exatamente e que mais ou menos corresponde ao resultado esperado do capital recém-criado será, portanto, a taxa normal ou natural. Ela é essencialmente variável. Se as perspectivas do emprego de capital se tornarem mais promissoras, a demanda irá aumentar e irá exceder a oferta inicialmente; as taxas de juros aumentarão e estimularão mais poupança, ao mesmo tempo em que a demanda dos contratos dos empresários, até que um novo equilíbrio seja atingido a uma taxa de juros levemente maior. (WICKSELL, 1978, p. 193, tradução nossa).

Segundo Wicksell, como os bancos não são restritos aos seus próprios fundos e possuem a função de criar o crédito, poderão ceder empréstimos mesmo a taxas de juros muito baixas. Como também não são obrigados a emprestar todos os recursos que possuem, a taxa de juros bancária poderá ser maior ou menor que a taxa de juros nominal.

Quando a taxa bancária for menor que a taxa natural, os bancos emprestarão dinheiro a taxas menores do que a taxa natural. De acordo com a cotação prévia, a poupança será desestimulada e a demanda por bens de consumo e serviços aumentará. Paralelamente, os empresários buscarão mais investimentos de capital por causa dos lucros líquidos maiores a serem realizados à medida que o custo de tomar dinheiro emprestado cai. Quanto mais o investimento aumentar, maior será a renda acumulada pelos trabalhadores, donos de terras, proprietários de matérias-primas e assim por diante. Os preços dos bens de consumo, portanto, começam a aumentar.

No entanto, concomitantemente a essa demanda maior, tanto por bens de consumo como por bens de investimentos, está uma oferta de bens inalterada ou até mesmo menor, à medida que a poupança é reduzida, supondo que iniciamos em uma posição de emprego total. As antecipações de aumento de preços farão os preços aumentarem. O equilíbrio será perturbado, e um movimento de aumento de preços cumulativo será iniciado. A causa fundamental é uma taxa de juros do banco ou do mercado abaixo da taxa normal ou natural que começaria a equilibrar a poupança real e o investimento real a preços constantes. Os preços aumentarão indefinidamente enquanto a taxa de juros bancária for menor que a taxa de juros natural.

De maneira oposta, se a taxa de juros bancária estiver acima da taxa natural ou normal, os preços se reduzirão, a poupança aumentará, e os gastos com investimentos cairão. O declínio em gastos com investimentos reduzirá a renda nacional, o que, por sua vez, fará com que os preços dos bens de consumo caiam. A

queda dos preços, tanto do capital como dos bens de consumo, induzirá uma diminuição no nível geral de preços, ou seja, ocorrerá deflação. Na expectativa por mais declínios nos preços, os compradores reduzirão seus gastos atuais ainda mais, agravando, portanto, a deflação em um processo cíclico.

Wicksell analisou que os bancos deveriam adotar uma taxa de juros que não aumentasse ou diminuísse os preços, ou seja, que a taxa bancária fosse igual à taxa de juros natural. Visto que a taxa de juros natural não é fixa, pois oscila conforme a oferta de capital fixo ou eficiência na produção, por exemplo, é improvável que as duas taxas sejam iguais sem que haja intencionalidade por parte dos bancos.

Quanto a isso, Wicksell escreveu que os bancos não deveriam averiguar a taxa natural de juros para posterior fixação das próprias taxas de mercado. Alegou que, além de impraticável, tornar-se-ia desnecessário uma vez que o nível atual do preço das mercadorias já forneceria um teste confiável a respeito da relação entre as duas taxas.

As taxas bancárias deveriam permanecer inalteradas quando o nível de preços também estivesse assim. Nas demais situações, bastaria seguir o movimento de queda ou alta dos preços segundo Wicksell. Uma maior frequência nessas alterações proporcionará uma menor possibilidade de oscilações consideráveis do nível geral de preços e uma menor necessidade de ajustes futuros nas taxas de juros. Com a estabilidade dos preços, a taxa de juros simplesmente acompanharia a alta dos preços ou cairia para a taxa natural inevitavelmente. Conforme a própria argumentação de Wicksell:

Em minha opinião, a principal causa da instabilidade de preços reside na incapacidade ou na falha dos bancos em seguir essa regra [...] A objeção de que uma maior redução nas taxas de juros não pode ser vantajosa para os bancos talvez seja, em si mesma, perfeitamente correta. Uma queda nas taxas de juros pode reduzir a margem de lucro dos bancos mais do que provavelmente aumentar a amplitude de seu negócio. Eu gostaria, portanto, com humildade, de chamar a atenção para o fato de que o principal dever dos bancos não é ganhar muito dinheiro, mas fornecer ao público um meio de troca — e fornecer esse meio na medida adequada, para visar à estabilidade de preços. (WICKSELL 1962, p. 189, tradução nossa).

Böhm Bawerk (1901 apud Brue, 2006), ao incorporar o tempo em sua análise econômica, distinguiu três motivos para o aparecimento do juro. De forma sintética, cita-se o valor maior dado aos bens no presente se comparado ao futuro; a expectativa no aumento da riqueza, com o passar do tempo, remetente a uma

despreocupação com a poupança no presente; e o tempo gasto com a produção de bens de capital que serão utilizados na fabricação do produto final.

Por sua vez, Hicks (1946) defende a irrelevância do debate entre a Escola Clássica e Keynes. Para ele, a demanda e oferta por moeda são tão significativas na determinação da taxa de juros quanto a demanda e oferta por fundos de empréstimos. Assim, expõe interessante opinião sobre as determinantes da taxa de juros:

A taxa de juros é determinada pela oferta e procura de fundos de financiamento, ou é determinada pela oferta e procura do próprio dinheiro? [...] Espero provar que não faz a menor diferença essa forma de apresentar a questão ou se seguirmos os autores que adotam o que parece ser, no presente momento, um ponto de vista contrário. Seguidas adequadamente as duas abordagens levam aos mesmos resultados. (HICKS, 1946, p. 153, tradução nossa).

Na mesma linha, Patinkin (1958 apud Brue, 2006) conclui que tanto a Teoria dos Fundos de Empréstimo quanto a Teoria da Preferência pela Liquidez, no que tange à determinação da taxa de juros, seriam formas alternativas para apresentar o mesmo resultado. Enquanto os keynesianos defendem a Teoria da Preferência pela Liquidez, que apresentaria a taxa de juros sendo determinada pela oferta e demanda de ativos líquidos, os clássicos apoiam-se na Teoria dos Fundos de Empréstimo, em que a taxa de juros é determinada pelos fluxos de demanda e oferta dos referidos ativos.

Como, segundo Patinkin, seria sempre possível demonstrar que o equilíbrio de fluxos resulta no equilíbrio de estoques, assim como sua recíproca sendo sempre verdadeira, tem-se que ambos os métodos para determinação da taxa de juros são equivalentes. Portanto, não haveria motivo para fixar-se apenas em uma ou outra forma, sendo desnecessária a discussão entre as duas linhas de pensamento.

Edwards e Khan (1985), com base nos estudos de Fisher e ao discorrerem sobre os modelos básicos para análise do comportamento da taxa de juros nas economias em desenvolvimento, como o Brasil, incorporam fatores nacionais e estrangeiros para descrever o comportamento da taxa de juros nominal. Em seus modelos, consideraram tanto a expectativa de inflação quanto a presença de capital estrangeiro como determinantes da taxa de juros de um país. Nas palavras dos autores:

Somente quando o comportamento da taxa de juros é bem compreendido, será realmente possível prever os efeitos de mudanças nas taxas de juros sobre as variáveis macroeconômicas chaves, como a poupança, o investimento, o balanço de pagamentos e crescimento econômico... (EDWARDS e KHAN, 1985, p. 30, tradução nossa).

A política monetária trata da estipulação da quantidade de moeda na economia de três formas fundamentais: a política de redesconto, a política de reserva compulsória e as operações de mercado aberto. Essas três formas afetam diretamente a taxa de juros necessária ao nível de investimentos e as decisões dos especuladores que almejam ganhos decorrentes da inflação. No entanto, no Brasil, a taxa de juros pode ter sofrido interferência da esfera política unicamente.

2.2. Contexto

Destaca-se das diversas taxas de juros no Brasil, a taxa SELIC, que é a responsável pela regulação das operações com títulos públicos federais no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (cujas iniciais conferem nome à referida taxa) do Banco Central do Brasil (BACEN). É determinada por meio de reuniões periódicas do Comitê de Política Monetária (COPOM). Ao comprar e vender títulos públicos federais, operacionalizando sua política monetária no mercado aberto, o BACEN se utilizará dessa taxa. Embora sua cotação seja estipulada em termos anuais, ela remunera as operações por um dia útil.

O conjunto das instituições que são desenvolvidas como suporte às relações financeiras que têm por base a moeda nacional integra o Sistema Financeiro Nacional. Analogamente, as instituições destinadas ao apoio das relações financeiras baseadas nas trocas internacionais, envolvendo moedas internacionais, pertencem ao Sistema Financeiro Internacional.

O Conselho Monetário Nacional é o órgão responsável pela normatização do Sistema Financeiro Nacional, enquanto o Banco Central do Brasil é a instituição executora e supervisora dessas normas. Os demais bancos múltiplos consistem nos principais operadores desse sistema. Destes, destacam-se os bancos públicos: Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil SA (BB) e Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Barrisul) para efeitos do presente estudo.

2.2.1. Governança

Ainda que a governança seja aplicável a todas as instituições citadas, é de fundamental importância para o setor bancário. Uma vez que tal setor necessita atrair o capital de poupadores, faz-se mister a adoção de práticas que transmitam alto grau de confiança ao público. Contudo, é no caso dos bancos públicos de capital aberto (BB e Banrisul) que a governança pública tem um papel ainda mais significativo por conta da presença dos acionistas. Assim, temos os interesses dos acionistas (proprietários) e do governo que, além de ser proprietário como acionista majoritário, detém o poder sobre as decisões estratégicas da instituição.

Jensen e Mecklinh (1976) apresentaram estudos acerca desse conflito de interesses entre gestores e proprietários. A Teoria do Agente-Principal, ou Teoria da Agência, baseia-se na premissa de que o mercado é formado por agentes econômicos, os quais firmam contratos entre si. Considerando-se que ambos são maximizadores de suas próprias funções utilidades, seria natural supor que nem sempre os interesses do agente coincidirão com os do principal. Embora o principal possa prover incentivos ao agente, para que este haja em acordo aos interesses do primeiro, seria impossível viabilizar tal situação sem algum custo, o qual foi nominado pelos autores como custos de agência.

Outro problema que aduz nessas circunstâncias é a assimetria da informação. Kluvers (2003) fez um estudo no qual chega à conclusão que a assimetria da informação é prejudicial à *accountability* (prestação de contas), principalmente, nos casos em que há relação de poder. Seu estudo foi realizado com a relação principal-agente sendo desempenhada pelo governo local australiano e associações municipais. Como o governo já detém poder pela simples natureza de sua existência, adquire-o ainda mais pela assimetria da informação em relação aos acionistas minoritários no caso dos bancos públicos.

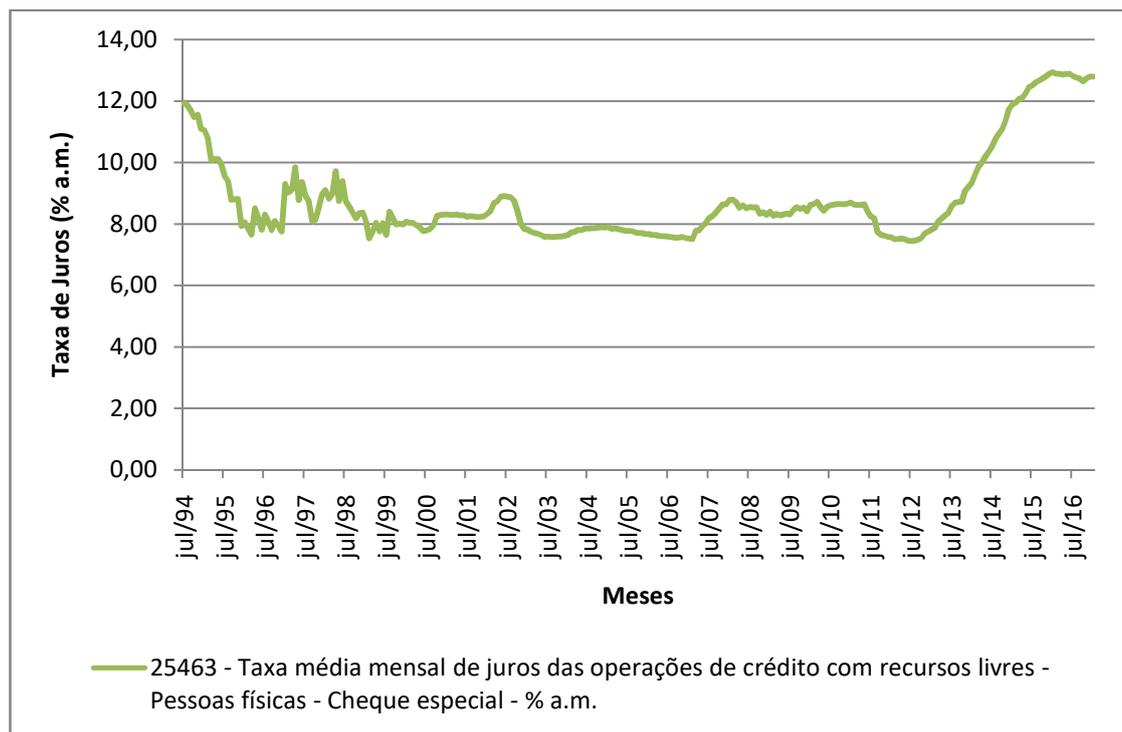
La Porta et al (2002) argumentam que a presença do governo no setor bancário dá-se, comumente, por duas justificativas. A primeira é o desenvolvimento econômico, no qual os bancos são utilizados como instrumento de fomento à economia e execução da política monetária. A segunda trata-se da visão política do governo, na qual suas estratégias político-sociais são colocadas em prática através do subsídio das instituições bancárias. Essa última, segundo o autor, pode se deslocar mais para a estratégia política, em que haveria a troca de cargos públicos e

subsídios por votos e contribuições diversas. Em seu estudo, no qual comparou dados de 92 países, conclui que a presença de bancos públicos está associada a países com baixa renda per capita, sistema financeiro subdesenvolvido e governos intervencionistas e ineficientes. Além disso, não houve o desenvolvimento econômico pretendido, mas sim baixos níveis de poupança e produtividade.

2.2.2. Cenário Político e Econômico: Agentes e Variáveis

Os juros bancários atingiram seu menor valor no biênio 2012/2013. Sabidamente, o Brasil é um dos países com as maiores taxas de juros do mundo (real ou nominal)². Essa incômoda posição torna ainda mais curioso o acontecimento supracitado. Assim, detalham-se os juros praticados no período pós-real:

Gráfico 1 – Evolução da taxa de juros do Cheque Especial de 1994 a 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

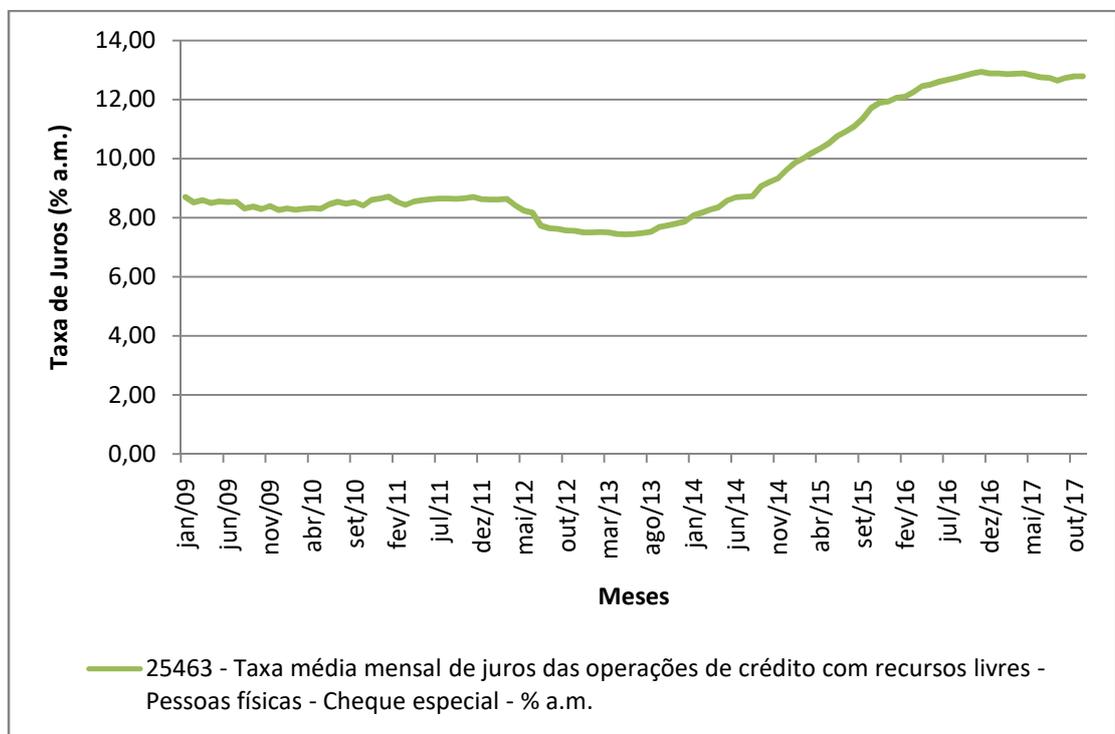
A taxa de juros da modalidade cheque especial foi escolhida como parâmetro por ser a única taxa de crédito que remonta ao início do Plano Real, com dados

² Conforme levantamento da Infinity Asset Management e do portal MoneyYou referente a Julho de 2017, o Brasil aparece em 3º lugar no ranking, sítio eletrônico <http://moneyou.com.br/wp-content/uploads/2017/07/rankingdejurosreais240717.pdf>, acessado em 26 de dezembro de 2017.

disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil desde julho de 1994 (Série 25463³). Sob outro enfoque, também é o produto com maior acessibilidade entre os bancos, sendo utilizado sem a necessidade de contratos adicionais, bastando o consumidor ficar com saldo devedor na conta corrente para começar a “usufruir” dessa modalidade⁴.

Analisando-se o Gráfico 1, percebe-se que o patamar mais baixo foi atingido em março de 2013, cujo movimento iniciou-se em março de 2012. Detalha-se tal período no Gráfico 2:

Gráfico 2 – Evolução da taxa de juros do Cheque Especial de 2009 a 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

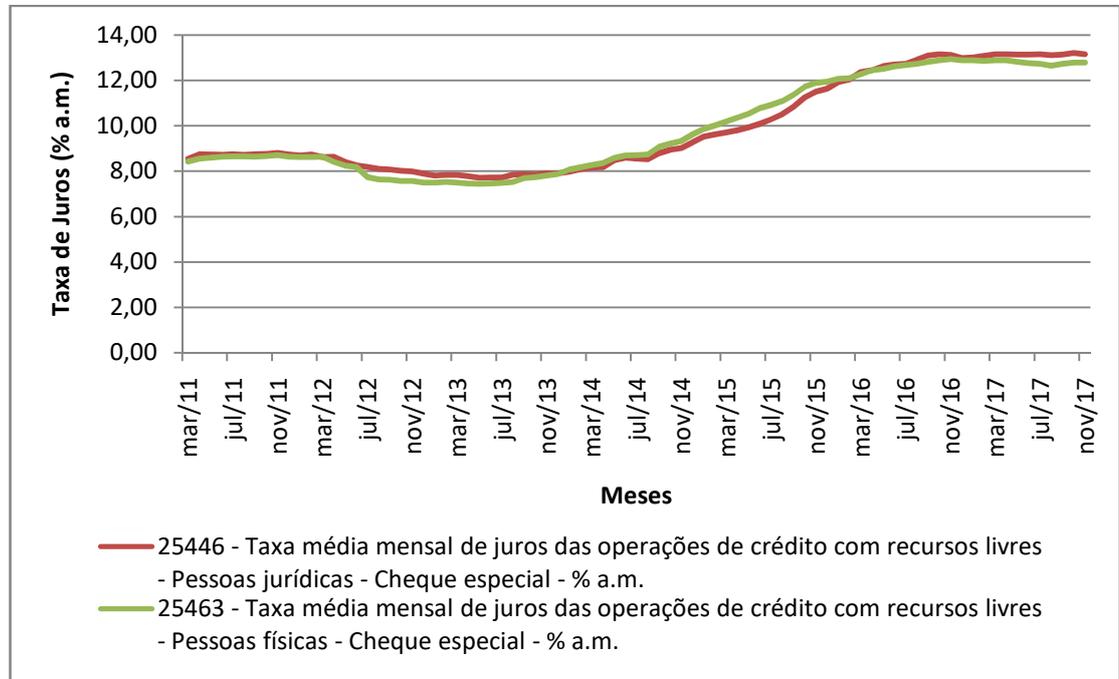
Visto que o período de 2012/2013 apresenta-se graficamente como o foco da pesquisa, cabe verificar o comportamento das demais taxas de juros do mercado bancário, anteriormente descartadas devido ao Banco Central não dispor de valores

³ O número em cada série corresponde ao código identificador utilizado pelo Banco Central. Foi mantido para facilitar a busca no sítio eletrônico, bem como a identificação da série nos gráficos e nas tabelas ora apresentados.

⁴ Em 2009, o presidente Lula critica os juros do cheque especial: "Na primeira vez que ganhei cheque especial, achei que era gente fina. Quando não pude pagar na hora correta o que comprei, percebi que não era cliente preferencial coisa nenhuma. Eu estava sendo quase que assaltado pela quantidade de juros que se pagava" <<http://www.bancariosdf.com.br/site/index.php/outros-assuntos-2015/presidente-lula-critica-juros-do-cheque-especial-e-do-cartao-de-credito>>, acessado em 30 de dezembro de 2017.

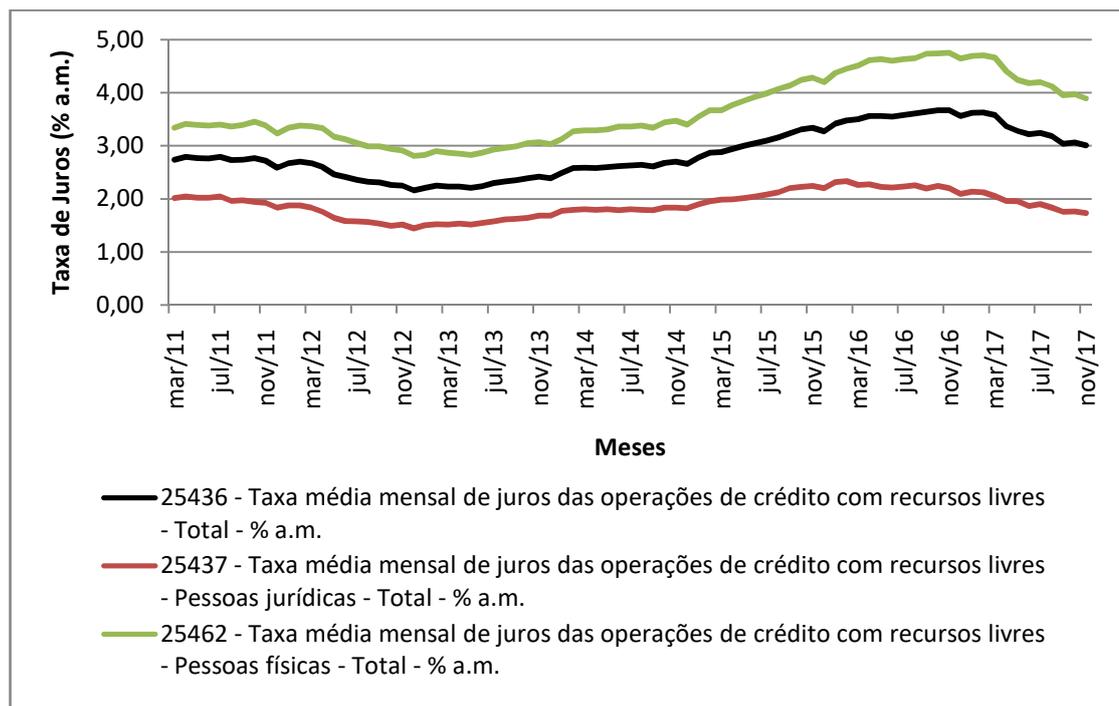
anteriores a 2011. Apresenta-se, a seguir, uma série de gráficos com o intuito de dar o panorama das diversas taxas de juros praticadas:

Gráfico 3 – Evolução da taxa de juros do Cheque Especial de 2011 2017.



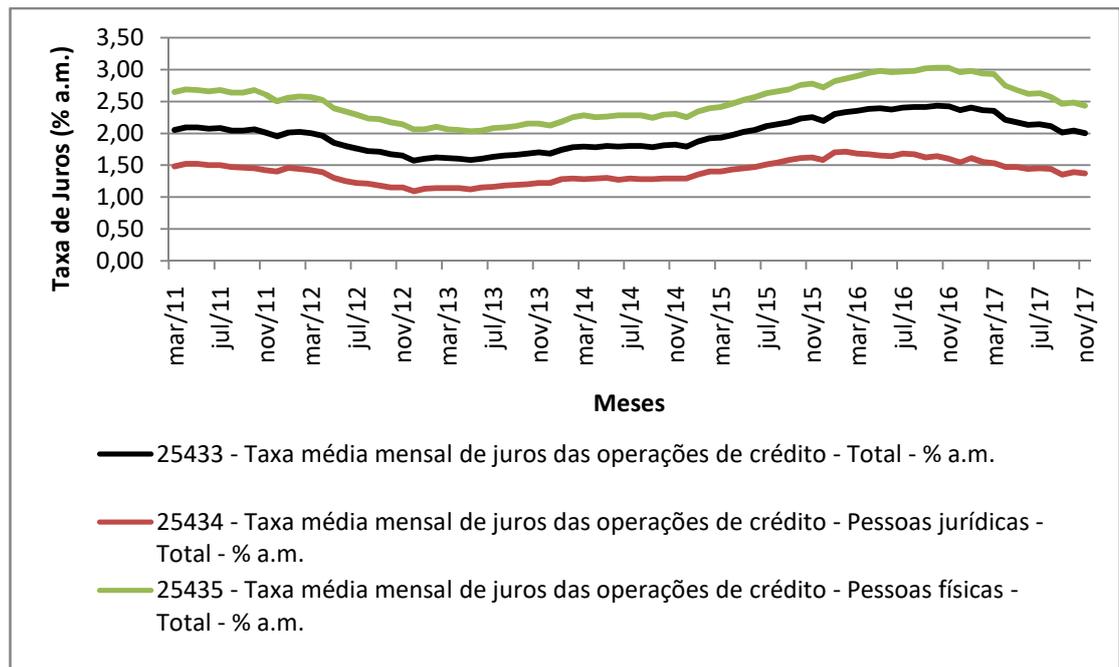
Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Gráfico 4 – Evolução da taxa de juros das operações de crédito com recursos livres de 2011 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Gráfico 5 – Evolução da taxa de juros das operações de crédito de 2011 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

A taxa de juros do cheque especial pessoa física (Gráfico 3) é um caso particular da série de operações de crédito com recursos livres (Gráfico 4) que, por conseguinte, perfaz uma parte da série de operações de crédito (Gráfico 5). O conjunto de gráficos demonstra que o fenômeno estudado não se restringiu a um caso particular. Ao contrário, os gráficos dimensionam que a queda dos juros no biênio 2012/2013 foi um fato consolidado no mercado financeiro, sendo o menor patamar histórico nas suas diversas modalidades de crédito.

No intuito de minimizar as possibilidades de erro, recorre-se à matriz de correlação das séries apresentadas. A Tabela 1 apresenta a correlação entre as séries das taxas médias mensais de juros das operações de crédito:

Tabela 1 – Correlação entre as séries no período de 1994 a 2017.

	25433 - Total	25435 - Pessoas físicas - Total	25436 - Recursos livres - Total	25462 - Recursos livres - Pessoas físicas - Total	25463 - Recursos livres - Pessoas físicas - Cheque especial
25433 - Total	1,00				
25435 - Pessoas físicas - Total	0,99	1,00			
25436 - Recursos livres - Total	0,97	0,93	1,00		
25462 - Recursos livres - Pessoas físicas - Total	0,95	0,90	1,00	1,00	
25463 - Recursos livres - Pessoas físicas - Cheque especial	0,87	0,81	0,95	0,96	1,00

Fonte: Autor.

Conforme demonstrado, as séries guardam alto grau de correlação entre si. Destarte, é possível inferir que os movimentos observados na série da taxa média de juros das operações crédito – pessoa física – cheque especial sejam semelhantes aos ocorridos nas demais séries, ainda que não haja acesso direto aos dados delas, anteriormente ao ano de 2011.

Adicionalmente, a profusão de dados apresentados para o ponto de maior atenção do presente estudo, quer seja, o momento em que os juros bancários atingiram seu menor nível histórico, corrobora o entendimento de que esse fenômeno não se limitou a uma única modalidade de crédito. Portanto, assume-se a taxa de juros do cheque especial como balizadora do presente estudo.

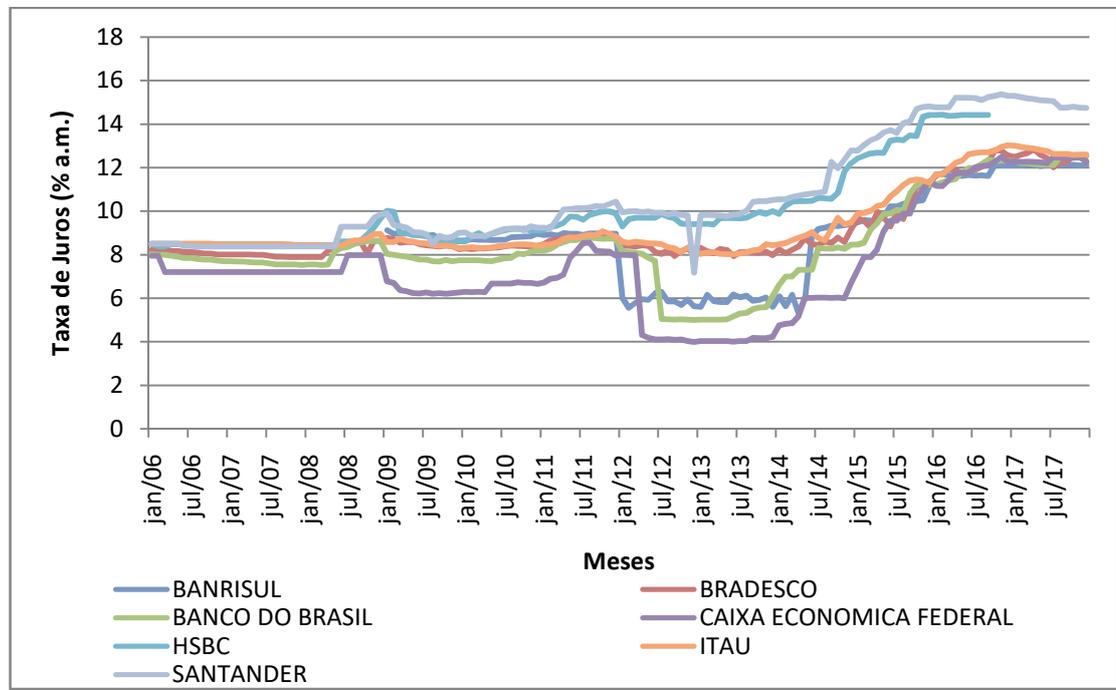
Considerando-se os 11 maiores bancos em participação de ativos totais⁵, os bancos controlados pelo governo detêm uma fatia de 40%, seguidos pelo Itaú, com, aproximadamente, 22% desse mercado⁶. Para a análise, serão utilizados os bancos públicos Banrisul, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil. A avaliação do comportamento do setor privado restringiu-se aos bancos Itaú, HSBC, Bradesco e Santander, pois são os quatro maiores em ativos totais sem considerar o setor

⁵ A análise de onze bancos (em vez de dez) possibilita a entrada do Banrisul no estudo, de grande importância para o RS.

⁶ De acordo com a base de dados do BACEN, acessada em 27 de dezembro de 2017, data-base de Dezembro/2011.

público. Para analisar o comportamento dos bancos com relação à taxa de juros, pode-se observar a evolução da taxa de juros do cheque especial no Gráfico 6:

Gráfico 6 – Evolução dos Juros do Cheque Especial de 2006 a 2014.



Fonte: Banco Central do Brasil, PROCON SP e organização do autor.

Recorda-se que, embora seja uma linha de crédito mais cara do que os outros empréstimos de forma geral, o cheque especial constitui-se na linha de mais fácil acesso para o cliente, sem a necessidade de contratos adicionais ou demora na liberação dos recursos. Adicionalmente, além de guardar forte correlação com a série de operações de crédito, a adoção do cheque especial permite entender o comportamento de cada banco (de vital importância para o presente estudo), retroagindo ao ano de 2009 de acordo com os dados do Banco Central, e uma vez mais ao ano de 2006 cuja disponibilização de dados foi feita pelo PROCON do Estado de São Paulo⁷. Do contrário, a base de dados constituída regressaria apenas ao ano de 2011.

Complementarmente, cabem dois esclarecimentos quanto ao gráfico apresentado. O primeiro trata do banco HSBC, que foi adquirido pelo banco Bradesco e, portanto, possui dados disponibilizados apenas até o encerramento de

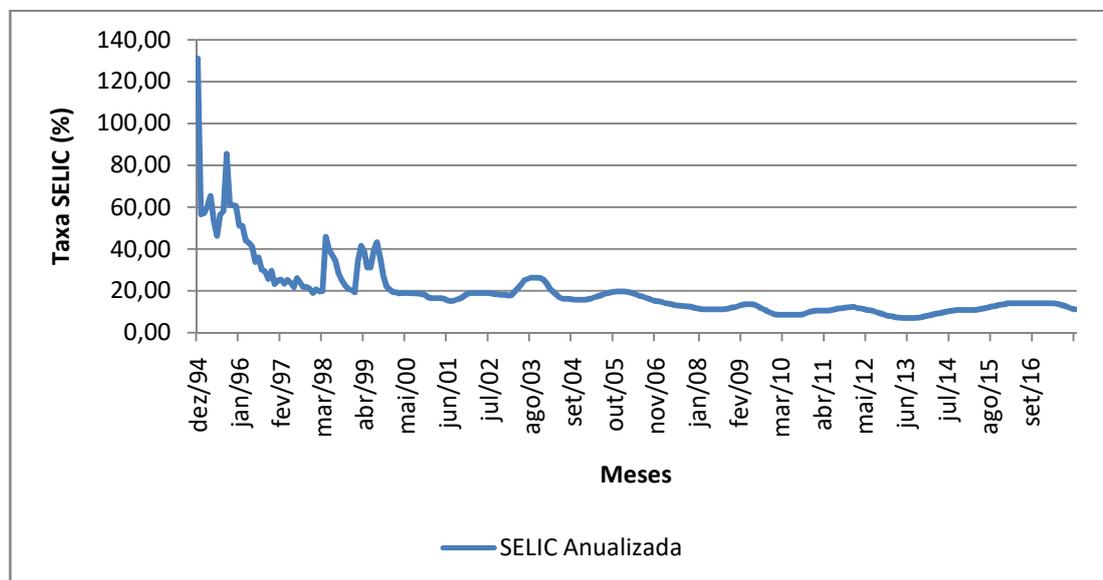
⁷ Em contato com o Banco Central, recebeu-se a informação de que não era possível a obtenção de dados anteriores aos conseguidos, uma vez que não foram disponibilizados em sítio eletrônico por não terem sido apurados em época oportuna.

suas operações como banco independente, em outubro de 2016. Já o banco Bannrisul não teve seus dados apurados pelo PROCON SP e, por isso, não possui dados anteriores aos apurados pelo próprio Banco Central, em janeiro de 2009.

No Gráfico 6, percebe-se um abrupto movimento de queda dos juros iniciado pelos bancos públicos em 2012. O Bannrisul iniciou o movimento no mês de janeiro, seguido pela Caixa Econômica Federal, em abril, e pelo Banco do Brasil, em julho de 2012. Identifica-se um movimento adicional, em 2009, que foi iniciado pela CEF em janeiro, sem grande participação dos demais bancos. Interessante notar que, embora houvesse o interesse por parte do governo federal em reduzir as taxas de juros praticadas nos bancos⁸, não houve um movimento tão agressivo por parte do Banco do Brasil em 2009⁹, conduta que discrepou com sua atuação em 2012. Em contrapartida, percebe-se que os bancos privados não seguiram a tendência imposta e permaneceram com a cobrança dos juros nos patamares anteriores.

No mesmo período, a taxa SELIC também atingiu o menor nível histórico em fevereiro de 2013, devido ao movimento de queda dos juros, iniciado no ano anterior. Vide evolução da SELIC desde final de 1994:

Gráfico 7 – Evolução da taxa SELIC de 1994 a 2017.



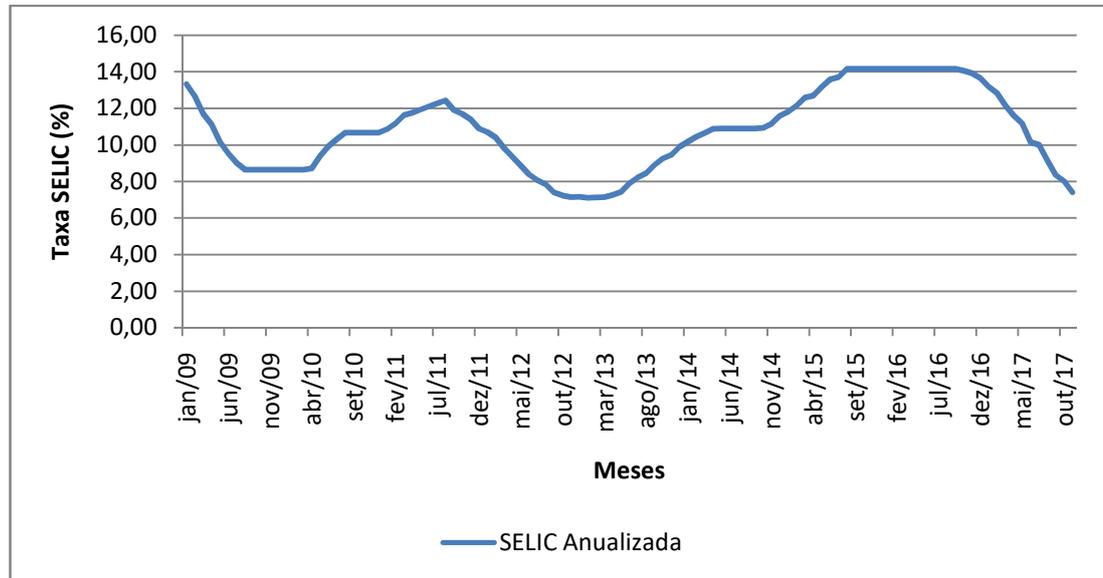
Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

⁸ De acordo com declaração do Ministro da Fazenda da época, Guido Mantega, e do então Presidente da República, Luis Inácio Lula da Silva, < <https://oglobo.globo.com/economia/bancos-publicos-terao-que-liderar-reducao-de-juros-determina-lula-3176472>> acessado em 27 de dezembro de 2017.

⁹ "A redução do *spread* bancário neste momento é uma obsessão minha.", palavras do então presidente Lula, quando indagado do motivo do desligamento do presidente do Banco do Brasil ainda em 2009, conforme sítio eletrônico < <http://www.estadao.com.br/noticias/geral,lula-confirma-demissao-de-presidente-do-banco-do-brasil,351926>>, acessado em 29 de dezembro de 2017.

Anteriormente ao ano de 2009, a taxa SELIC sempre se manteve superior aos 10% ao ano¹⁰. Por isso, não será considerado o período anterior para efeitos do presente estudo. Projetando-se apenas a partir de 2009, obtém-se o Gráfico 8:

Gráfico 8 – Evolução da taxa SELIC de 2009 a 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Percebem-se três quedas bruscas no gráfico, todas acima de um terço da taxa em seu respectivo valor antes do movimento de queda. Em 2009, a redução da taxa SELIC foi de 35,06%. No biênio 2011/2012, a queda foi maior, totalizando 42,75% e coincidindo com a sinalização das taxas de juros bancários do período. Por fim, o movimento iniciado em 2016 e contabilizado até novembro de 2017 possui 47,70% de redução da taxa.

Sabidamente, a fixação da taxa de juros consiste na mais importante ferramenta para o Conselho Monetário Nacional no sistema de Metas de Inflação¹¹. Sendo um movimento tão acentuado, inédito, e em uma variável tão importante, cabe entender suas motivações, principalmente em seu segundo movimento, quando atingiu o menor nível de sua série histórica.

¹⁰ Conforme dados obtidos no site do Banco Central do Brasil, sítio <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>> em 25 de maio de 2014.

¹¹ Adotado pelo Brasil desde junho de 1999, em substituição à Âncora Cambial.

2.2.3. Análise dos Dados

No Brasil, os principais bancos que possuem participação do governo federal são a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil. Ambos são utilizados como ferramentas para implementação de políticas públicas. Segundo Nota Técnica do DIEESE (2013, p. 2), em abril de 2012, iniciou-se um novo combate aos elevados juros praticados: “[...] o governo federal acionou os dois grandes bancos públicos federais para iniciarem um movimento de redução de suas taxas, na expectativa de que os bancos privados os acompanhassem para que não perdessem mercado.”

Em um primeiro momento, o governo federal decidiu expandir o crédito e reduzir a taxa SELIC para acelerar a economia¹². Por ser uma empresa pública, admite-se que a CEF tenha servido de ferramenta para implantação dessa política. O BB é uma sociedade de economia mista com participação majoritária da União e, por isso, também habilita-se como implementador de políticas públicas. O Banrisul enquadra-se na mesma classificação societária do BB, mas com participação majoritária do estado do RS, considerando-se que a sigla partidária dos governos estadual e federal foi a mesma no período de 2011 a 2014 e diversa nos demais anos deste estudo.

Assim, há um bloco formado pelo governo e pelos bancos públicos, que, segundo os dados apresentados, detém quase a metade do mercado bancário nacional e, aproximadamente, o dobro do mercado do maior concorrente. Conforme explicado, todos esses entes públicos participantes do mercado possuem o interesse comum de reduzir a taxa de juros praticada. Por sua vez, aos bancos privados restava optar se acompanhariam a queda da taxa de juros bancários induzida pelo governo federal ou se permaneceriam com os juros nos níveis praticados.

Em abril de 2012, o governo federal manifestou preocupação com os níveis elevados das taxas de juros praticadas no País. Para o governo, as altas taxas consistiam em um obstáculo à continuidade do processo de crescimento e ao desenvolvimento econômico¹³. A avaliação foi de que o alto custo do dinheiro não permitia um maior investimento das empresas ou o maior consumo das famílias. Assim, caberia ao governo forçar uma redução no custo (ou preço) desse dinheiro. A

¹² Conforme relatório de Economia Bancária e Crédito do Banco Central do Brasil, no sítio eletrônico <<http://www.bcb.gov.br/?id=SPREAD&ano=2012>>

¹³ Vide PAC 1 (2007) e PAC 2 (2010).

continuidade da elevada taxa básica de juros manteria altas todas as demais taxas e prejudicaria o Programa de Aceleração do Crescimento, foco do governo liderado pelo Partido dos Trabalhadores (PT)¹⁴. Em janeiro de 2012, na nota da reunião do COPON, tem-se a evidente intenção de diminuir a taxa SELIC para forçar a redução das demais taxas de juros:

O Copom também pondera que têm contribuído para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, as quais, na avaliação do Comitê, em grande parte, são desenvolvimentos de caráter permanente. (COPOM, 2012, 164ª Nota Técnica, parágrafo 34)

Além da própria continuidade da estratégia:

Diante do exposto, considerando ainda que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava e que eventos recentes indicam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, neste momento, o Copom atribui elevada probabilidade à concretização de um cenário que contempla a taxa Selic se deslocando para patamares de um dígito. (COPOM, 2012, 164ª Nota Técnica, parágrafo 35)

Em discurso proferido no ano de 2012, a presidente Dilma Rousseff deixa clara a preocupação em fazer o País crescer mesmo com a crise econômica global. Por sua vez, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, anunciou a intenção de fazer a taxa SELIC convergir à TJLP, em declaração feita em março de 2012. Avaliou-se que o *spread* bancário, que consiste na diferença entre a taxa de empréstimo do banco e o custo de captação, ou seja, a margem de ganho bruto dos bancos, praticado no Brasil no período em estudo, estava muito acima da média praticada internacionalmente¹⁵. Além disso, não havia justificativas técnicas para que o País permanecesse em tal situação.

Na oscilação anterior, em janeiro de 2009, o COPOM também se pronunciara a respeito da taxa SELIC. Assim como em 2012, a preocupação residia no

¹⁴ Notícia veiculada em 2010, para eleição da então Ministra-Chefe da Casa Civil, Dilma Rousseff, <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,pac-2-sera-arma-de-lula-para-dar-folego-a-dilma-nas-grandes-cidades,497862,0.htm>>, em 2014, ratificação do PAC como bandeira do governo federal, <<http://g1.globo.com/politica/noticia/2014/05/dilma-libera-r-28-bilhoes-para-obras-de-saneamento-basico-no-pac-2.html>> e o site oficial do PAC <<http://www.pac.gov.br/noticias>>, ambos acessados em 22 de dezembro de 2017.

¹⁵ Noticiado pela Agência Brasil, <http://memoria.ebc.com.br/agenciabrasil/noticia/2012-04-12/mantega-bancos-privados-retem-credito-cobram-spread-elevado-e-querem-jogar-conta-nas-costas-do-govern>, em 2014, acessado em 26 de dezembro de 2017.

enfraquecimento da atividade econômica:

Diante da extensão da inflexão do processo inflacionário e o enfraquecimento da atividade econômica, inicialmente verificados nas economias desenvolvidas, mas progressivamente presentes nas economias emergentes, verifica-se a distensão contínua das políticas monetárias em termos globais, inclusive na América Latina, onde, entre dezembro de 2008 e janeiro de 2009, os bancos centrais da Colômbia, do Chile e do México deram início ao processo de redução das taxas básicas de juros. (COPOM, 2009, 140ª Nota Técnica, parágrafo 61)

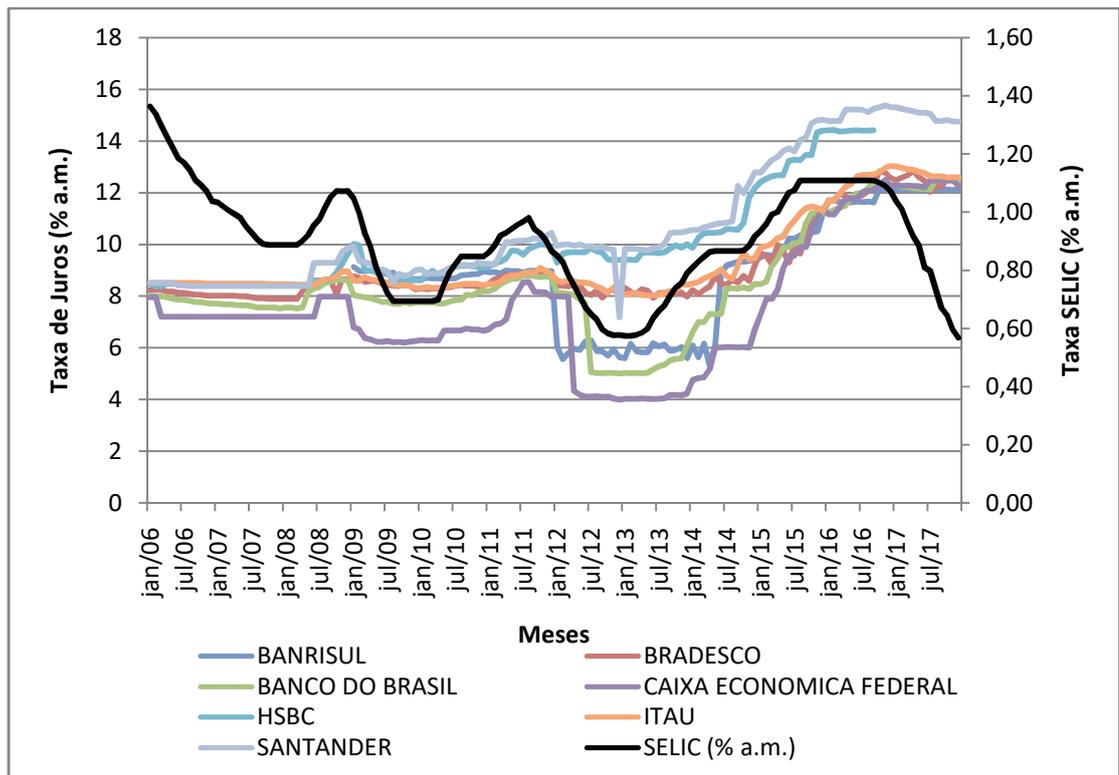
Cenário diante do qual a estratégia adotada fora similar. Segundo o COPOM:

... o Copom decidiu, neste momento, reduzir a taxa Selic para 12,75% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,75 p.p. Com isso, **o Comitê inicia um processo de flexibilização da política monetária** realizando de imediato parte relevante do movimento da taxa básica de juros,... (COPOM, 2009, 140ª Nota Técnica, parágrafo 26, grifo nosso)

Essa flexibilização da política monetária, que perdurou até meados do ano seguinte, teve o mesmo desfecho da sua sucessora: a elevação da taxa SELIC ao mesmo patamar em que estava antes do seu movimento. Tal qual em 2012, a intenção do governo federal era de reduzir os *spreads* e juros bancários, com vistas à retomada do desenvolvimento econômico do País.

Para melhor visualização e para estabelecer uma comparação entre o comportamento da taxa SELIC e a evolução dos juros do cheque especial praticados pelos bancos, o Gráfico 9 apresenta a taxa SELIC mensal plotada com base no eixo secundário (com valores de 0 a 1,6). Percebe-se que o movimento de queda, foco deste estudo, iniciou-se em fevereiro de 2012 e estabeleceu seu recorde mínimo em fevereiro de 2013 (7,12% a.a. ou 0,57 a.m.).

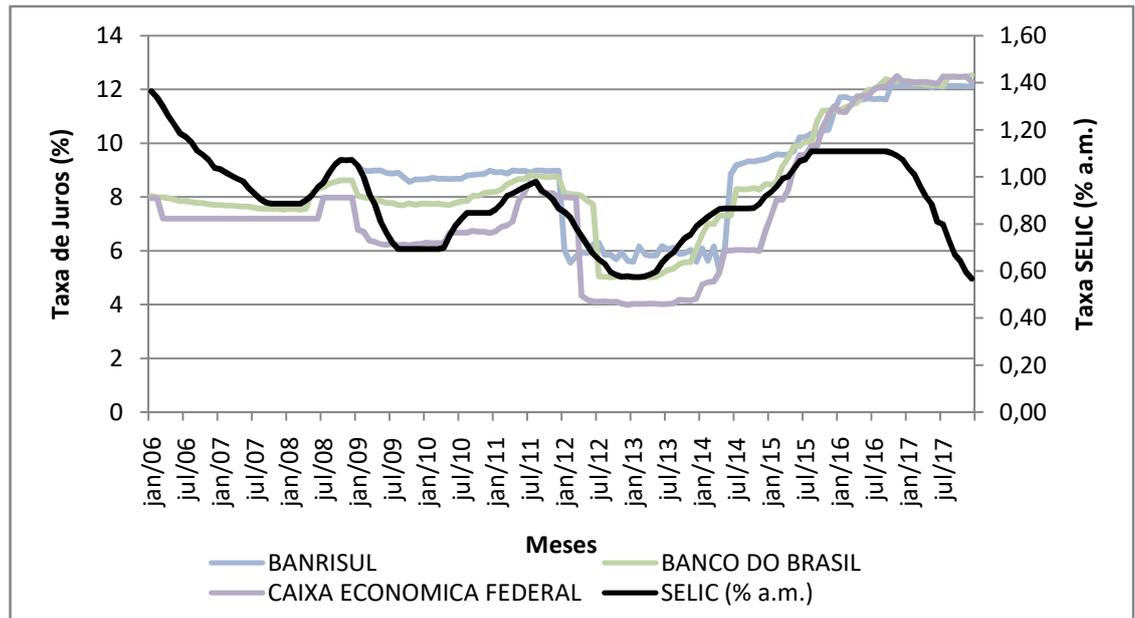
Gráfico 9 – Evolução da Taxa SELIC x Cheque Especial de 2006 a 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil, PROCON SP e organização do autor.

Embora já se depreendesse dos dados apresentados, percebe-se que o movimento de queda dos juros do cheque especial, nos bancos públicos, assemelha-se, seja em forma ou magnitude, ao movimento descrito pela queda da taxa SELIC, no ano de 2012. Nota-se que a elevação da taxa SELIC, no ano posterior, também acompanha o processo de elevação dos juros dos bancos públicos. No ano de 2009, o movimento dos juros da Caixa Econômica Federal também se assemelha ao movimento da taxa SELIC. Para tornar a relação de movimentos ainda mais clara, divide-se o Gráfico anterior em 2. Tem-se, portanto, o Gráfico 10 apenas com os bancos públicos e a taxa SELIC e o Gráfico 11 com os bancos privados e a mesma taxa apresentados:

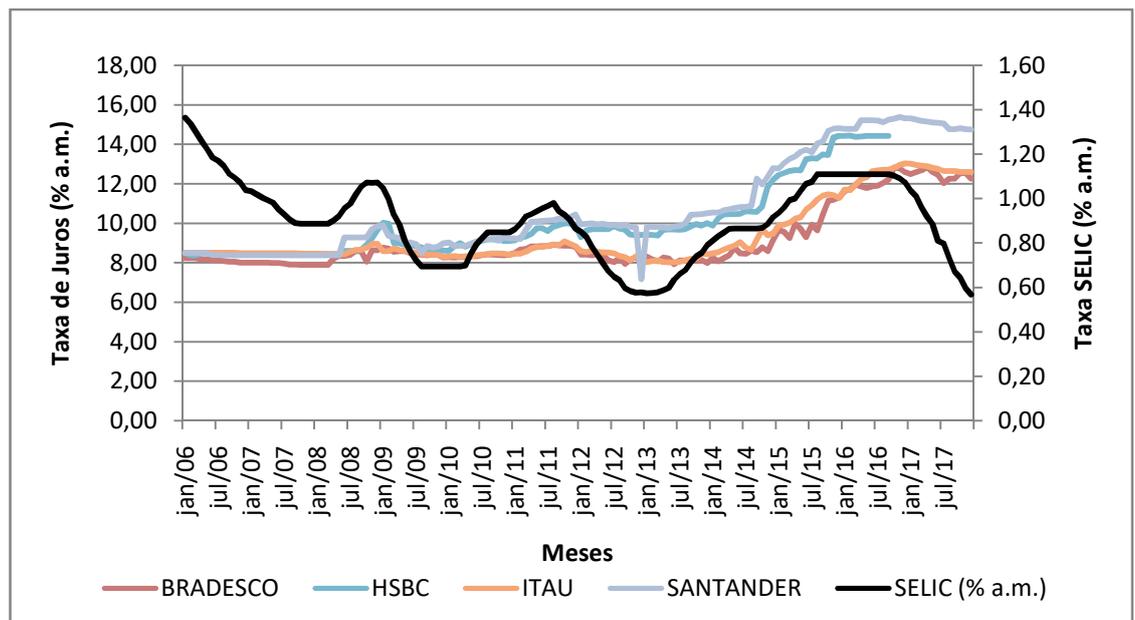
Gráfico 10 – Taxa SELIC x Cheque Especial (Bancos Públicos) de 2006 a 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil, PROCON SP e organização do autor.

A Caixa Econômica Federal é o banco público cujos movimentos das taxas de juros mais se assemelham aos da taxa SELIC. Graficamente, percebe-se que de 2008 a 2015 os movimentos permanecem alinhados. Já Banrisul e Banco do Brasil não reproduzem esses movimentos em 2009.

Gráfico 11 – Taxa SELIC x Cheque Especial (Bancos Privados) de 2006 a 2017.



Fonte: Banco Central do Brasil, PROCON SP e organização do autor.

Os bancos privados, por sua vez, mantiveram movimentos mais harmônicos entre si, mas dissonantes em relação à taxa SELIC. Curiosamente, nota-se uma queda maior nas taxas de juros dos bancos HSBC e Santander em 2009 do que em 2012.

A relação entre os movimentos é confirmada pela matriz de correlação apresentada na Tabela 2, que está organizada em um esquema de cores para melhor visualização. A cor verde representa as correlações do tipo forte, cujo valor situa-se entre os módulos de 1,0 e 0,7. Para as correlações moderadas, com valores entre 0,4 e 0,69 em módulo, foi atribuída a cor amarela. As séries que não guardaram correlação umas com as outras (entre o zero e o módulo de 0,19) ou que apresentaram uma fraca correlação (entre os módulos de 0,2 e 0,39) estão na cor branca. As siglas BB e CEF designam Banco do Brasil S.A. e Caixa Econômica Federal respectivamente. O período escolhido compreende o maior período possível que abrangeria a maior diversificação de bancos. Ou seja, inicia com a disponibilização dos dados do banco Banrisul pelo BACEN (jan/2009) e termina com a absorção do banco HSBC pelo Bradesco (set/2016):

Tabela 2 – Matriz de Correlação entre as taxas de juros de jan/2009 a set/2016.

	SELIC	BANRISUL	BRADESCO	BB	CEF	HSBC	ITAU	SANTANDER
SELIC	1,00							
BANRISUL	0,81	1,00						
BRADESCO	0,81	0,78	1,00					
BB	0,91	0,89	0,87	1,00				
CEF	0,89	0,87	0,90	0,95	1,00			
HSBC	0,79	0,65	0,91	0,76	0,78	1,00		
ITAU	0,83	0,77	0,97	0,87	0,89	0,95	1,00	
SANTANDER	0,78	0,64	0,89	0,75	0,77	0,98	0,94	1,00

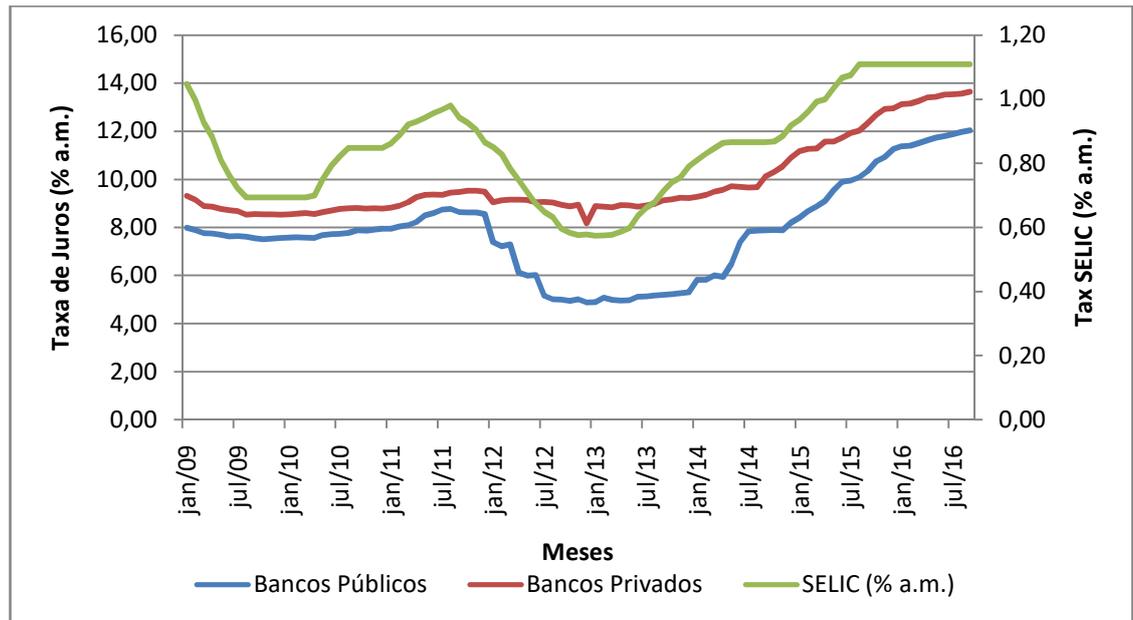
Fonte: Autor.

Em todo o período proposto, o qual contém duas oscilações consideráveis na taxa de juros bancários, a taxa SELIC apresenta uma forte correlação entre seus movimentos e os dos maiores bancos em atividade. Complementarmente, pode-se inferir que os bancos também possuem forte correlação entre si, com exceção apenas entre HSBC e Santander em relação ao Banrisul, casos no qual a correlação apontada foi moderada. Chama a atenção, contudo, que BB e CEF são os bancos que guardam as maiores correlações entre todos, evidenciando a coordenação entre

seus movimentos.

Enfocando-se a relação entre bancos públicos e privados, podem-se comparar as taxas praticadas por cada segmento no gráfico a seguir. Adicionalmente, acrescenta-se a taxa SELIC para comparação de movimentos:

Gráfico 12 – Evolução da Taxa SELIC x Bancos Públicos e Privados de 2009 a 2016.



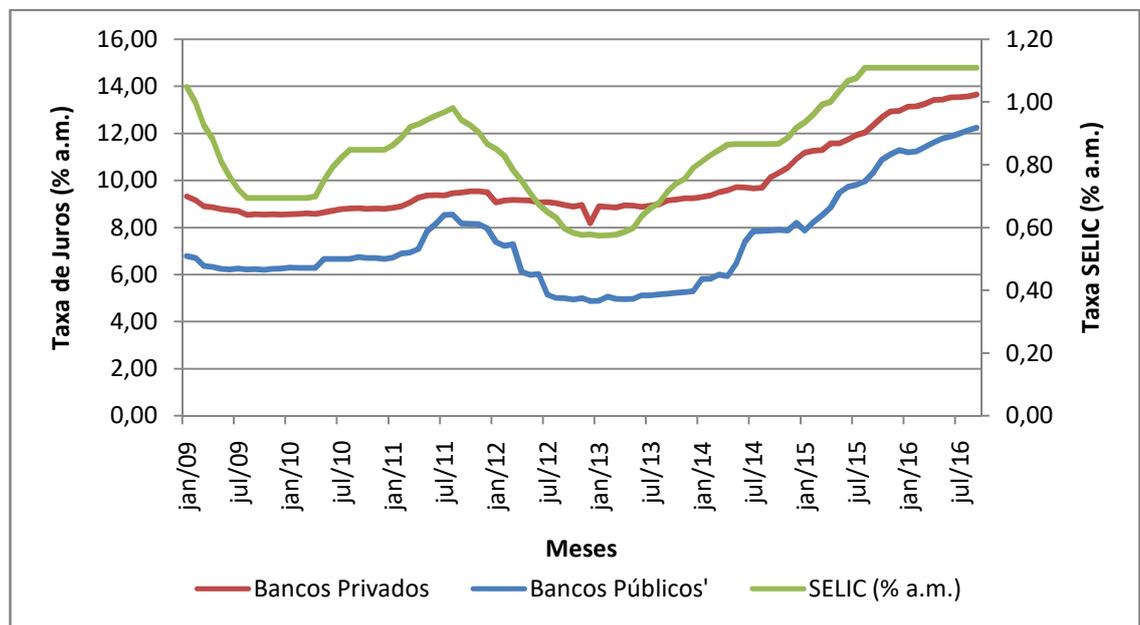
Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

No Gráfico 12, apresenta-se a média dos juros cobrados pelo setor público e pelo setor privado. Mais uma vez, percebe-se a semelhança entre os movimentos de queda da taxa SELIC e da taxa de juros do cheque especial, nos bancos públicos, bem como a manutenção dos juros mais altos pelos bancos privados. Assim, os gráficos 9, 11 e 12 sugerem que os bancos privados não aderiram ao movimento de queda dos juros.

Visivelmente, o movimento do biênio 2012/2013 é o que mais se destaca em semelhança de movimentos entre o bloco formado por bancos públicos (BB, CEF e Banrisul). Os bancos privados (Bradesco, Itaú, HSBC e Santander), por sua vez, seguiram uma estratégia distinta do bloco anterior durante o mesmo período. Contudo, a visualização proposta acaba por dificultar a análise do período anterior (2009). Recordando as notas inseridas ao longo do presente estudo, tem-se que o Banco do Brasil não se comportou, no primeiro movimento de queda de juros, como o governo federal esperava. Ao não liderar o movimento de queda de juros tal como

a Caixa Econômica o fez, acabou por portar-se como um banco privado. Da mesma forma, agiu o Banrisul, que não possui ligação direta com o governo federal. Assim, procedem-se alguns ajustes no gráfico anterior, excluindo-se ambos os bancos supracitados do bloco de bancos públicos apenas durante o primeiro movimento, reincluindo-os a partir de 2012, quando nitidamente foram utilizados como ferramenta para redução dos juros bancários, formando assim uma nova série denominada Bancos Públicos':

Gráfico 13 – Evolução da Taxa SELIC x Bancos Públicos' e Privados de 2009 a 2016.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Conforme esperado, graficamente, a série Bancos Públicos' assemelha-se ainda mais com os movimentos da taxa SELIC em todo o período. O resultado é confirmado pelo aumento na correlação em relação à série original, o que reforça a assunção de que apenas a Caixa Econômica Federal permaneceu fiel à estratégia adotada pelo governo federal em 2009:

Tabela 4 – Matriz de Correlação entre as taxas de juros de jan/2009 a set/2016.

	<i>SELIC (% a.m.)</i>	<i>Bancos Públicos</i>	<i>Bancos Privados</i>	<i>Bancos Públicos'</i>
<i>SELIC (% a.m.)</i>	1			
<i>Bancos Públicos</i>	0,897855	1		
<i>Bancos Privados</i>	0,813557	0,818381	1	
<i>Bancos Públicos'</i>	0,905094	0,961907	0,921389	1

Fonte: Autor.

Utilizando-se as séries Bancos Públicos e Bancos Públicos' em comparação à taxa SELIC, pode-se calcular o erro médio quadrático como uma aferição adicional ao movimento dos juros em 2009. No caso em tela, temos, conforme esperado, que a série Bancos Públicos' é mais precisa que a série Bancos Públicos originalmente composta, visto que seu erro é menor ($EMQ'=46,14 < EMQ=51,64$).

2.3. Conclusões

Conforme apresentado, as taxas de juros constituem um dos principais instrumentos de política monetária, pois afetam decisões de consumo dos indivíduos e de investimentos, a magnitude do déficit público, o fluxo de recursos externos para a economia, o nível da taxa de câmbio e, conseqüentemente, a competitividade de produtos do país. Contudo, a taxa SELIC detém maior importância, pois baliza as demais taxas do mercado, principalmente no setor financeiro, responsável por fomentar a economia.

Por sua vez, o setor financeiro, e o governo ao possuir bancos públicos, precisam atentar para os conceitos de governança. A observação das boas práticas de gestão atenua problemas como assimetria de informação e teoria do agente-principal. No entanto, as oscilações nas taxas de juros em 2009 e 2012 podem revelar a inobservância desses preceitos conforme predito por La Porta et al (2002).

No ano de 2009, pode-se inferir que a não adesão do Banrisul ao movimento de queda dos juros deve-se ao governo do Estado do Rio Grande do Sul ser de responsabilidade do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB) nesse período, diferentemente do governo federal (PT). Sendo o banco uma estatal do Rio Grande do Sul, é razoável supor, tal como a Caixa Econômica Federal, que estaria subordinado às estratégias políticas daquele partido. Essa interpretação reforça-se no ano de 2012, quando o PT está em ambos os governos (federal e estadual). O Banrisul, então, passa a adotar o mesmo movimento praticado pela CEF conforme demonstrado.

Já o Banco do Brasil, conforme comentado, recebeu fortes críticas e teve seu presidente desligado ainda em 2009¹⁶, sob a justificativa de se combater a prática

¹⁶ Conforme sítios eletrônicos <<http://www.fenae.org.br/portal/fenae-portal/noticias/bancos-publicos-terao-que-liderar-reducao-de-juros-determina-lula.htm>> e

dos altos *spreads*. Lição igualmente aprendida pela instituição financeira, que passou a se comportar, em 2012, de forma semelhante à CEF.

Conforme discorrido no início do estudo, essas práticas revelam o problema apontado pela Teoria do Agente-Principal, quando os interesses do governo federal distanciaram-se dos interesses de seus acionistas. Reforçaram, ainda, as observações de que a relação de poder se desequilibra mais com a presença de um governo nas relações e de que a presença de bancos públicos não foi suficiente para consolidar a visão político-econômica do governo no mercado financeiro.

O próximo capítulo objetiva identificar se houve impacto para as instituições financeiras públicas e acionistas (nos casos de bancos públicos com capital aberto), a natureza deste impacto (positiva ou negativa) e, se possível, dimensionar as consequências. Para isso, serão utilizadas séries históricas de variáveis macroeconômicas e financeiras, organizadas em dados de painel.

3 O Impacto da Não Observância da Governança nos Bancos Públicos no Brasil

Os anos de 2009 e 2012 foram atípicos no setor financeiro com a queda da taxa SELIC. No mercado bancário, observaram-se distintas reações entre bancos públicos e privados nesses períodos, manifestadas através das taxas de juros praticadas pelas instituições. Inclusive, pode-se constatar a intervenção do governo nesse mercado, sem que houvesse a adequada observação dos princípios oferecidos pelos manuais de governança. Assim, o presente estudo intenta descobrir se o efeito dessa política trouxe algum benefício ou prejuízo para os bancos públicos.

3.1. Dados e Fontes

Para a análise das possíveis consequências dos atos do governo aos bancos públicos, foram reunidos dados macroeconômicos e dados de relevância ao setor bancário. Destarte, tem-se a seguinte base de dados: lucro líquido dos bancos, receita com operações de crédito, taxa de juros do cheque especial (taxas efetivas ao mês), IPCA (acumulado de 12 meses) e taxa SELIC.

Tanto o lucro líquido quanto a receita com operações de crédito foram obtidos inteiramente na base de dados do Banco Central (BACEN), o "IF.data"¹⁷. A taxa de juros do cheque especial para oito bancos foi coletada no site do BACEN¹⁸ (retroagindo de 2017 a 2009). Por fim, enquanto o IPCA foi localizado no Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor de responsabilidade do IBGE¹⁹, a taxa SELIC foi obtida no BACEN através do Sistema Gerenciador de Séries Temporais²⁰. Foi possível calcular a amplitude das taxas de juros como a diferença entre a taxa de juros do cheque especial praticado por um determinado banco e a taxa média praticada pela amostra.

Observaram-se oito bancos, sendo três públicos e cinco privados. O número

¹⁷ Sítio eletrônico <<https://www3.bcb.gov.br/ifdata/#>> acessado em 12 de fevereiro de 2018.

¹⁸ Sítio eletrônico <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/TXJUROS/>> acessado em 12 de fevereiro de 2018.

¹⁹ Sítio eletrônico

<https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultseriesHist.shtm> acessado em 12 de fevereiro de 2018.

²⁰ Sítio eletrônico

<<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> acessado em 12 de fevereiro de 2018.

de bancos utilizados levou em consideração a perenidade das instituições no período estudado, a disponibilidade de dados dos juros do cheque especial e o lucro líquido elevado. São eles: Banrisul, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa Econômica Federal, HSBC, Itaú, Safra e Santander.

O período observado variou conforme a disponibilidade de dados. Devido à escassez de informação e a tentativa de maximizar-se o número de bancos durante o período estudado, a maior parte das séries está composta por dados de 2009 (limitação imposta pela ausência de dados dos juros praticados pelo Banrisul) a 2016 (ano em que o HSBC foi adquirido pelo Bradesco). Com o mesmo intuito, fez-se a adição do banco Safra em relação ao estudo anterior.

3.2. Metodologia

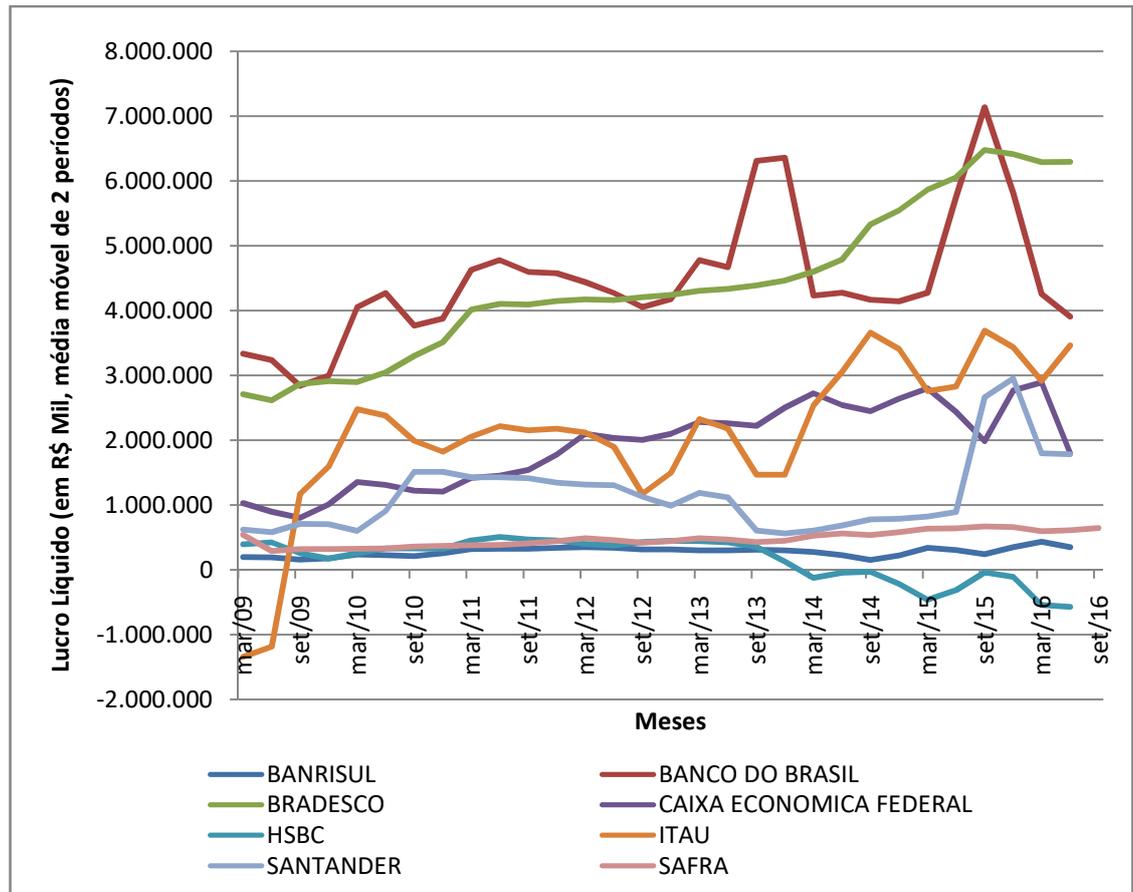
A análise é feita através da comparação das séries representadas graficamente e de testes estatísticos. As séries de tempo serão organizadas por meio da montagem de um painel. Pelas variáveis utilizadas serem cointegráveis²¹, aplica-se VECM (*Vector error correction model*).

3.3. Resultados e Discussão

Inicialmente, consulta-se o desempenho desses bancos em termos de lucro líquido durante o período. Assim, é apresentado no Gráfico 14 a seguir:

²¹ Conforme Teste de Cointegração de Johansen efetuado com o software Eviews 10.

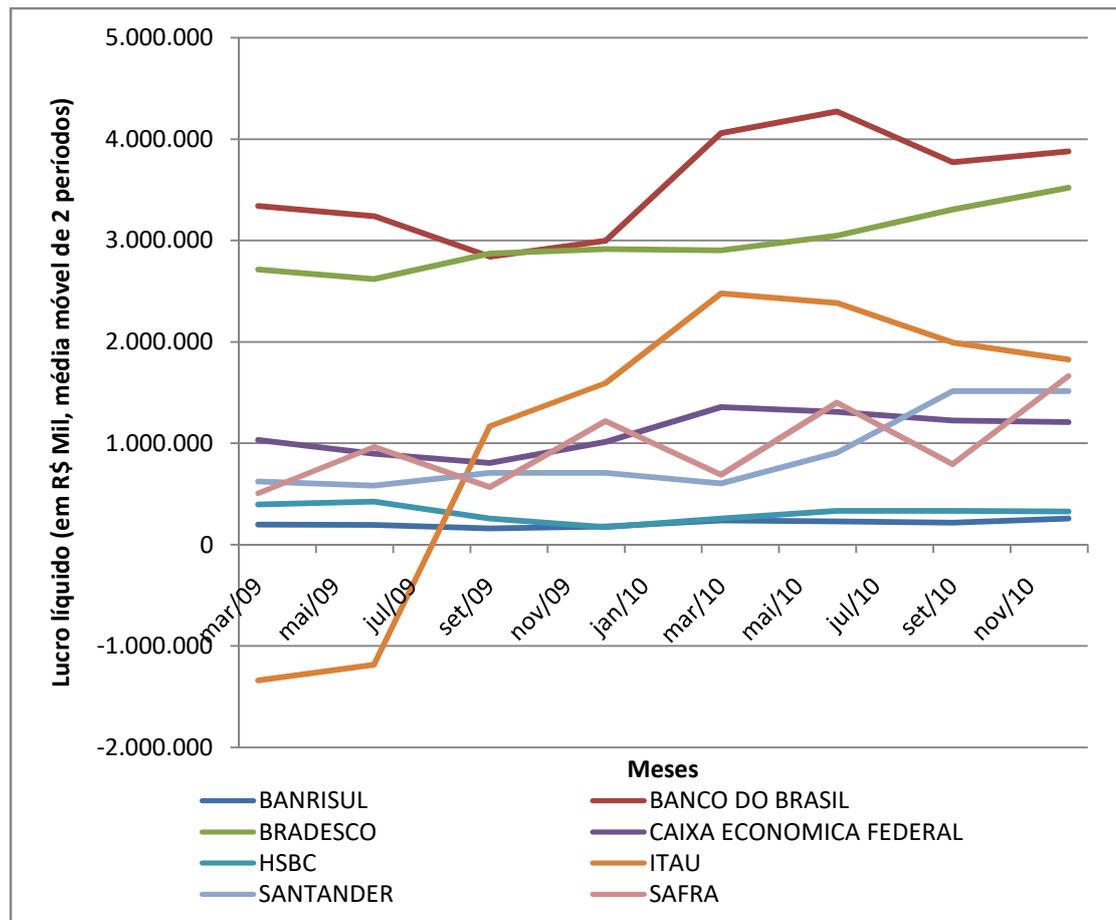
Gráfico 14 – Evolução do Lucro Líquido dos Bancos de 2009 a 2016.



Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Percebe-se que os lucros dos bancos, de uma forma geral, são crescentes. Adicionalmente, constatam-se poucas alterações de posições ao longo do período. De uma forma geral, Itaú, Banco do Brasil e Bradesco ocupam as posições mais altas do gráfico. Apresentam-se, para maior detalhamento, os períodos de maior oscilação dos juros bancários, iniciados em 2009 e 2011:

Gráfico 16 – Evolução do Lucro Líquido dos Bancos de 2009 a 2011.



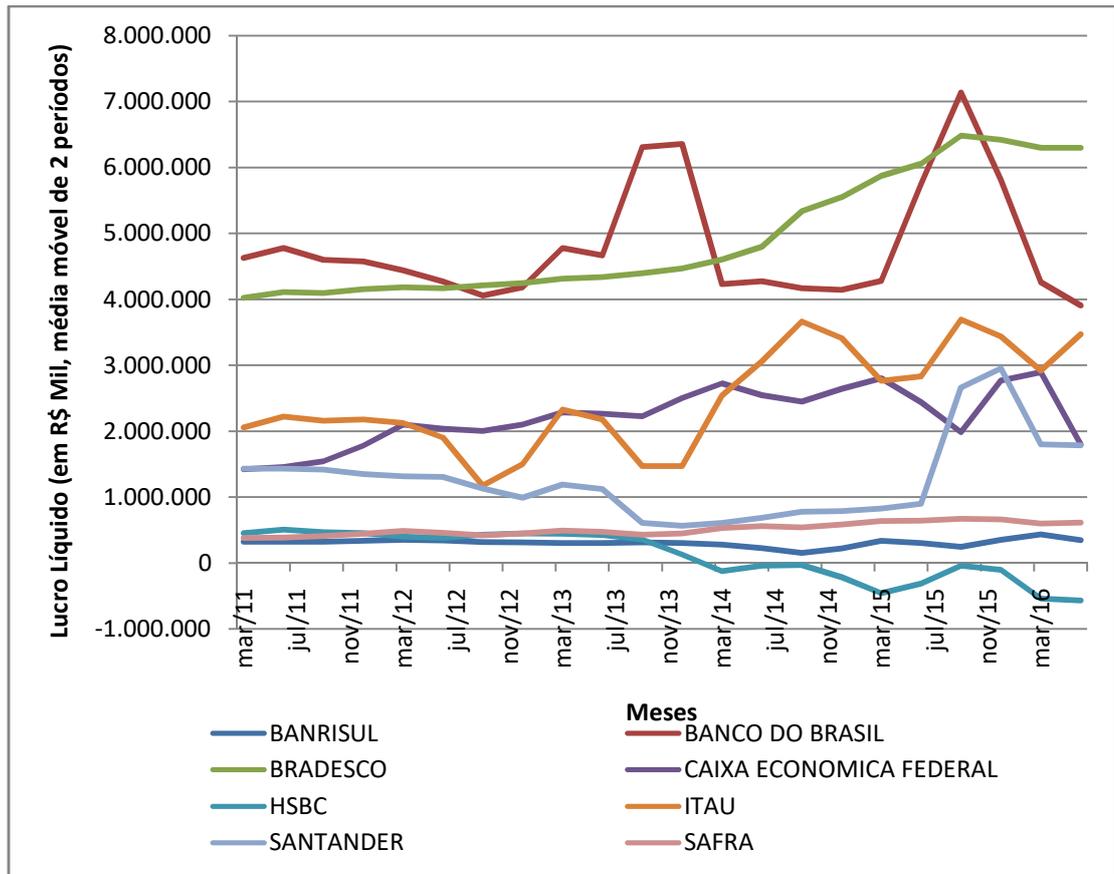
Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Tem-se que o maior crescimento do lucro líquido do período é o do banco Itaú. Ao longo de 2009, tanto Banco do Brasil quanto Banrisul apresentaram pequenas quedas nas taxas de juros. Embora o desempenho desse último não chame atenção, o do primeiro aponta para a quase perda da primeira colocação, ficando mais próximo do banco Bradesco. Recorda-se que esse foi o ano em que o Banco do Brasil foi pressionado a baixar as taxas de juros, o que pode ter afetado o seu desempenho.

Na parte de baixo do gráfico, a Caixa Econômica Federal vê-se superada pelos bancos Itaú, Santander e Safra. Com exceção do banco HSBC, temos um ano positivo para as instituições bancárias, ainda que os dois principais bancos públicos tenham vivenciado seus concorrentes tornarem-se mais lucrativos.

O movimento de 2011 é mais sintomático nessa percepção. O Gráfico 17 apresenta o detalhamento do período:

Gráfico 17 – Evolução do Lucro Líquido dos Bancos de 2011 a 2016.

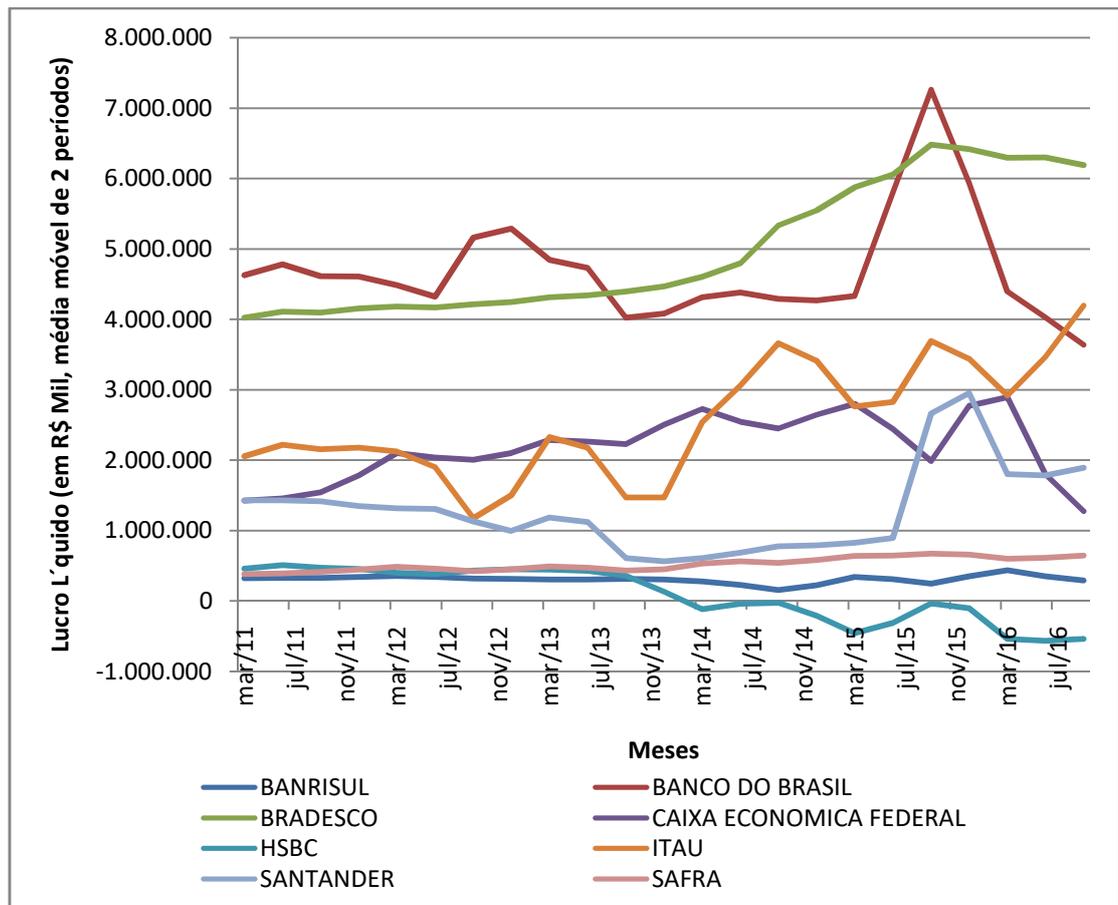


Fonte: Banco Central do Brasil e organização do autor.

Convém um esclarecimento quanto ao lucro apresentado pelo Banco do Brasil no segundo trimestre de 2013. Conforme divulgado pelo próprio banco²², a grande elevação dos lucros deve-se à abertura de capital da BB Seguridade, evento esporádico e sem relação com o presente estudo. Ajustando-se o lucro do banco, decrescendo-se o montante de 4.703 bilhões de reais líquidos captados nesse episódio, tem-se o Gráfico 18:

²² Fato relevante divulgado ao mercado, <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/FtR200513.pdf>, sítio eletrônico acessado em 02 de janeiro de 2018.

Gráfico 18 – Evolução do Lucro Líquido dos Bancos de 2011 a 2016 (ajustado).



Fonte: Banco Central do Brasil, site BB e organização do autor.

Esse ajuste mostra que, de fato, o Banco do Brasil não mais se sustentou na primeira colocação, tendo, ainda em 2016, perdido a segunda posição também. Mas é importante notar que, no período de 2011 a 2013, teve lucros decrescentes, período no qual praticou a política de juros menores imposta pelo governo federal, diferentemente do período anterior, em que fora apenas pressionado. Já a Caixa Econômica Federal, aparentemente mais bem adaptada ao movimento que repetiria nesse período, observou seu lucro líquido aumentar no período de 2011 a 2013, mas, também, teve declínio do lucro ao observar-se todo o gráfico.

Considerando-se todo o período até setembro de 2016, quando a taxa SELIC atingia o elevado patamar de 14,15% ao ano (o qual se mantinha desde 2015), temos um desfecho muito semelhante ao período anterior (Gráfico 16). Os principais bancos públicos viram seus concorrentes ultrapassar-lhes ao final do movimento (Bradesco, Santander e Itaú).

Adicionalmente, cruzando-se os dados dos Gráficos 16 e 18 com a matriz da

Tabela 2, identifica-se que os bancos com maior correlação entre si e com a taxa SELIC são, justamente, os quatro primeiros bancos em lucro líquido durante a maior parte do período estudado: Itaú, Banco do Brasil, Bradesco e Caixa Econômica Federal. Assim, há mais um indício de que os movimentos dos juros, em 2009 e 2012, foram frutos de uma estratégia coordenada pelo governo federal que interferiu no comportamento e desempenho dos bancos públicos.

Visando confirmar esse indício e estimar sua magnitude, organizam-se as séries de tempo em um painel. O período dos dados inicia-se em janeiro de 2009 e finaliza-se em setembro de 2016, compreendendo, assim, os dois movimentos de queda de juros induzidos pelo governo federal. Com a utilização do *software Eviews*, chega-se ao seguinte modelo:

$$LL_t = \beta_1 LL_{t-1} + \beta_2 LL_{t-2} + \beta_3 AMP_{t-1} + \beta_4 AMP_{t-2} + \beta_5 \pi_{t-1} + \beta_6 \pi_{t-2} + \beta_7 i_{t-1} + \beta_8 i_{t-2} + \beta_9 PUB + \beta_{10} \quad (1)$$

A equação 1 representa o modelo VECM, no qual LL corresponde ao lucro líquido do período atual (Vide anexo A). Os índices t-1 e t-2 correspondem ao tempo anterior em meses. AMP é a medida da amplitude da taxa de juros do cheque especial do período. Essa variável explicativa foi elaborada através do juro da instituição bancária em determinado t subtraído pela média dos juros da amostra. Esta, por sua vez, é composta por oito bancos (Banrisul, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Bradesco, Itaú, Santander, Safra e HSBC). O π corresponde ao IPCA acumulado dos últimos doze meses, enquanto i é a taxa SELIC do período. Por fim, PUB corresponde a uma *dummy* criada para separar o comportamento dos bancos públicos e privados. Ela assume o valor 0 quando o banco comporta-se como banco privado, livre de interferência estatal (correspondendo a todos os bancos privados e ao Banrisul e BB no período de 2009 a 2011 conforme já demonstrado). O valor 1 corresponde ao comportamento desejado pelo governo federal, com redução dos juros (CEF durante todo o período e Banrisul e BB de 2012 em diante). Seguem os resultados apresentados após a regressão:

Tabela 4 – VECM – Lucro Líquido dos bancos no Brasil de jan/2009 a set/2016
(continua).

Vector Error Correction Estimates
Date: 02/19/18 Time: 18:42
Sample (adjusted): 2009M04 2016M09
Included observations: 720 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LUCRO_LIQUIDO(-1)	1.000000			
AMPLITUDE(-1)	246920.1 (175096.) [1.41020]			
IPCA_12_MESES(-1)	-725654.8 (226956.) [-3.19734]			
SELIC(-1)	543357.3 (169955.) [3.19706]			
@TREND(09M01)	3463.758 (1116.41) [3.10258]			
C	-4329042.			

Error Correction:	D(LUCRO_LIQUIDO)	D(AMPLITUDE)	D(IPCA_12_MESES)	D(SELIC)
CointEq1	-0.189575 (0.02209) [-8.58013]	-5.80E-09 (7.1E-09) [-0.81626]	9.58E-09 (5.0E-09) [1.92188]	-7.05E-09 (3.4E-09) [-2.05835]
D(LUCRO_LIQUIDO(-1))	0.103188 (0.03731) [2.76553]	-2.22E-09 (1.2E-08) [-0.18542]	9.97E-09 (8.4E-09) [1.18424]	4.40E-09 (5.8E-09) [0.76036]
D(LUCRO_LIQUIDO(-2))	0.094504 (0.03716) [2.54287]	-1.21E-08 (1.2E-08) [-1.01061]	8.67E-09 (8.4E-09) [1.03367]	2.78E-08 (5.8E-09) [4.82548]
D(AMPLITUDE(-1))	137517.0 (115486.) [1.19077]	-0.224539 (0.03711) [-6.05019]	0.002918 (0.02605) [0.11201]	0.007161 (0.01791) [0.39985]
D(AMPLITUDE(-2))	99639.43 (115258.) [0.86449]	-0.065052 (0.03704) [-1.75627]	-0.006077 (0.02600) [-0.23374]	-0.005457 (0.01787) [-0.30527]
D(IPCA_12_MESES(-1))	35451.52 (167950.) [0.21108]	0.013426 (0.05397) [0.24876]	0.465371 (0.03788) [12.2844]	0.019802 (0.02605) [0.76025]
D(IPCA_12_MESES(-2))	-176725.9 (167745.)	-0.005675 (0.05391)	-0.063356 (0.03784)	0.041091 (0.02601)

Tabela 4 – VECM – Lucro Líquido dos bancos no Brasil de jan/2009 a set/2016 (conclusão).

Error Correction:	D(LUCRO_LI QUIDO)	D(AMPLITUD E)	D(IPCA_12_M ESES)	D(SELIC)
	[-1.05354]	[-0.10527]	[-1.67443]	[1.57956]
D(SELIC(-1))	-800759.6 (222191.) [-3.60393]	-0.012740 (0.07140) [-0.17842]	-0.076556 (0.05012) [-1.52753]	0.540340 (0.03446) [15.6811]
D(SELIC(-2))	841470.5 (217636.) [3.86641]	-0.030937 (0.06994) [-0.44233]	0.252327 (0.04909) [5.14003]	0.252045 (0.03375) [7.46763]
C	83655.21 (49282.6) [1.69746]	0.002498 (0.01584) [0.15776]	0.015081 (0.01112) [1.35666]	0.014806 (0.00764) [1.93724]
PUB	-242342.5 (94388.2) [-2.56751]	-0.012602 (0.03033) [-0.41547]	0.006360 (0.02129) [0.29871]	-0.003676 (0.01464) [-0.25112]
R-squared	0.114372	0.053172	0.290096	0.681957
Adj. R-squared	0.101881	0.039817	0.280083	0.677472
Sum sq. resid	8.59E+14	88.73329	43.71520	20.66464
S.E. equation	1100845.	0.353769	0.248309	0.170723
F-statistic	9.156166	3.981580	28.97267	152.0261
Log likelihood	-11032.44	-267.9339	-13.07580	256.6620
Akaike AIC	30.67621	0.774817	0.066877	-0.682394
Schwarz SC	30.74618	0.844777	0.136838	-0.612434
Mean dependent	5902.442	-0.001042	0.031889	0.027222
S.D. dependent	1161607.	0.361030	0.292652	0.300612
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.72E+08		
Determinant resid covariance		2.56E+08		
Log likelihood		-11055.88		
Akaike information criterion		30.84689		
Schwarz criterion		31.15853		
Number of coefficients		49		

Fonte: BACEN, IBGE e organização do autor com utilização do *software Eviews*.

O resultado da regressão indica que as variáveis econômicas explicam aproximadamente 10% (R^2 ajustado). Intuitivamente, é fácil perceber que o lucro líquido seria explicado por muitos outros fatores ignorados, propositalmente, neste estudo, como *marketing*, base de clientes, juros dos demais produtos, para dizer alguns. No longo prazo, tanto IPCA quanto SELIC explicam significativamente as variações no lucro líquido. A *dummy*, no entanto, oferece a explicação diferencial do modelo, objetivo deste estudo: com 2,5% de significância, $t=2,56$ ($t=2,57$ para 1%), explica que bancos com o comportamento desejado pelo governo (CEF em 2009,

BB, CEF e Banrisul em 2012 em diante) comprometeram seu lucro líquido em torno de R\$ 242.342.500,00 (0,12%) durante o período estudado.

Um modelo análogo pode ser confeccionado, intentando dimensionar o impacto dessa intervenção no crédito ofertado pelos bancos públicos. Altera-se apenas, a variável amplitude pela variável independente juro do cheque especial (balizadora do presente estudo - iCE). A variável a ser explicada, contudo, será a renda das operações de crédito (R) somente (Vide anexo B):

$$R_t = \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 R_{t-2} + \beta_3 iCE_{t-1} + \beta_4 iCE_{t-2} + \beta_5 \pi_{t-1} + \beta_6 \pi_{t-2} + \beta_7 i_{t-1} + \beta_8 i_{t-2} + \beta_9 PUB + \beta_{10} \quad (2)$$

Assim, é possível efetuar a regressão do modelo novamente. Seguem os resultados na Tabela 5:

Tabela 5 – VECM Renda com operações de crédito dos bancos no Brasil de jan/2009 a set/2016 (continua).

Vector Error Correction Estimates
Date: 02/19/18 Time: 18:43
Sample (adjusted): 2009M04 2016M09
Included observations: 720 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1
RENDA_CREDITO(-1)	1.000000
SELIC(-1)	754831.6 (391274.) [1.92917]
IPCA_12_MESES(-1)	-1974355. (574797.) [-3.43487]
JUROS(-1)	-773419.6 (369870.) [-2.09106]
@TREND(09M01)	20343.66 (2567.33) [7.92404]
C	-9723795.

Tabela 5 – VECM Renda com operações de crédito dos bancos no Brasil de jan/2009 a set/2016 (continua).

Error Correction:	D(RENDA_CR EDITO)	D(SELIC)	D(IPCA_12_M ESES)	D(JUROS)
CointEq1	-0.424215 (0.03107) [-13.6528]	-8.50E-10 (9.7E-10) [-0.87667]	2.95E-09 (1.4E-09) [2.10770]	3.71E-09 (2.1E-09) [1.73817]
D(RENDA_CREDITO(- 1))	0.228453 (0.03664) [6.23431]	7.60E-10 (1.1E-09) [0.66451]	1.84E-09 (1.7E-09) [1.11557]	4.55E-10 (2.5E-09) [0.18075]
D(RENDA_CREDITO(- 2))	0.216553 (0.03655) [5.92528]	5.00E-09 (1.1E-09) [4.38094]	2.05E-09 (1.6E-09) [1.24066]	-7.85E-10 (2.5E-09) [-0.31234]
D(SELIC(-1))	-4547199. (1110869) [-4.09337]	0.538739 (0.03466) [15.5430]	-0.084189 (0.05011) [-1.68004]	0.147200 (0.07639) [1.92701]
D(SELIC(-2))	5763968. (1090566) [5.28530]	0.246129 (0.03403) [7.23319]	0.254280 (0.04920) [5.16876]	0.069920 (0.07499) [0.93238]
D(IPCA_12_MESES(-1))	260569.7 (838174.) [0.31088]	0.017331 (0.02615) [0.66269]	0.458754 (0.03781) [12.1331]	0.025642 (0.05764) [0.44490]
D(IPCA_12_MESES(-2))	-1314140. (835120.) [-1.57359]	0.043950 (0.02606) [1.68668]	-0.063554 (0.03767) [-1.68702]	0.088911 (0.05743) [1.54828]
D(JUROS(-1))	-3580.420 (538445.) [-0.00665]	0.012179 (0.01680) [0.72494]	0.019393 (0.02429) [0.79843]	-0.203600 (0.03703) [-5.49891]
D(JUROS(-2))	-104692.0 (534671.) [-0.19581]	0.012403 (0.01668) [0.74347]	0.011063 (0.02412) [0.45867]	-0.035637 (0.03677) [-0.96929]
C	-938772.6 (259770.) [-3.61386]	0.009168 (0.00811) [1.13106]	0.024472 (0.01172) [2.08836]	0.062115 (0.01786) [3.47735]
PUB	3734915. (532077.) [7.01950]	0.011045 (0.01660) [0.66526]	-0.031543 (0.02400) [-1.31420]	-0.025796 (0.03659) [-0.70506]
R-squared	0.238383	0.680947	0.296349	0.075593
Adj. R-squared	0.227641	0.676447	0.286425	0.062554
Sum sq. resids	2.13E+16	20.73031	43.33014	100.6846
S.E. equation	5480226.	0.170994	0.247213	0.376841
F-statistic	22.19139	151.3199	29.86020	5.797791
Log likelihood	-12188.09	255.5198	-9.890726	-313.4228
Akaike AIC	33.88635	-0.679222	0.058030	0.901174

Tabela 5 – VECM Renda com operações de crédito dos bancos no Brasil de jan/2009 a set/2016 (conclusão).

Error Correction:	D(RENDA_CR EDITO)	D(SELIC)	D(IPCA_12_M ESES)	D(JUROS)
Schwarz SC	33.95631	-0.609261	0.127991	0.971135
Mean dependent	106324.5	0.027222	0.031889	0.050625
S.D. dependent	6235751.	0.300612	0.292652	0.389211
Determinant resid covariance (dof adj.)	7.58E+09			
Determinant resid covariance	7.13E+09			
Log likelihood	-12253.98			
Akaike information criterion	34.17494			
Schwarz criterion	34.48659			
Number of coefficients	49			

Fonte: BACEN, IBGE e organização do autor com utilização do *software Eviews*.

O resultado da nova regressão indica que as variáveis econômicas explicam aproximadamente 23% (R^2 ajustado), provavelmente, motivada pela supressão intencional de variáveis como inadimplência, base de clientes, juros dos demais produtos de crédito, etc. No longo prazo, todas as variáveis independentes explicam significativamente as variações na renda de operações de crédito. A *dummy*, novamente, explica, com 0,5% de significância, $t=7,01$ ($t=2,80$ para 0,5%), que bancos com o comportamento desejado pelo governo (CEF em 2009, BB, CEF e Banrisul em 2012 em diante) expandiram a renda de operações de crédito na ordem de R\$ 3.734.915.000,00 (0,28%) no período.

Visando detectar o problema apontado pela Teoria do Agente-Principal, faz-se uma regressão para explicar o movimento das ações negociadas na Bovespa (Banrisul, Banco do Brasil, Bradesco, Santander e Itaú). A equação (3) contém, além da variável ACOES, a variável AMP e a *dummy* PUB explicadas anteriormente (Vide anexo C):

$$ACOES_t = \beta_1 ACOES_{t-1} + \beta_2 ACOES_{t-2} + \beta_3 AMP_{t-1} + \beta_4 AMP_{t-2} + \beta_5 PUB + \beta_6 \quad (3)$$

Com base nesse modelo, é possível estimar os valores da última regressão. A Tabela 6, que detalha o modelo, é apresentada a seguir:

**Tabela 6 – VECM – Valor das ações negociadas na Bovespa dos bancos no Brasil de
jan/2010 a set/2016 (continua).**

Vector Error Correction Estimates
Date: 02/24/18 Time: 17:48
Sample (adjusted): 2010M01 2016M09
Included observations: 405 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1	
ACOES(-1)	1.000000	
AMPLITUDE(-1)	4.362733 (1.99507) [2.18676]	
C	-24.36032	
Error Correction:	D(ACOES)	D(AMPLITUDE)
CointEq1	-0.020821 (0.01218) [-1.70957]	-0.006648 (0.00251) [-2.64377]
D(ACOES(-1))	0.339815 (0.04772) [7.12099]	-0.008800 (0.00985) [-0.89324]
D(ACOES(-2))	-0.298071 (0.04886) [-6.10034]	-0.001595 (0.01009) [-0.15813]
D(AMPLITUDE(-1))	0.066780 (0.23952) [0.27881]	-0.149704 (0.04945) [-3.02741]
D(AMPLITUDE(-2))	-0.014258 (0.23885) [-0.05970]	-0.110415 (0.04931) [-2.23912]
C	0.062319 (0.09925) [0.62792]	0.016844 (0.02049) [0.82206]
PUB	-0.332823 (0.22448) [-1.48263]	-0.098643 (0.04635) [-2.12841]
R-squared	0.160638	0.054620
Adj. R-squared	0.147985	0.040368
Sum sq. resids	911.6006	38.85675
S.E. equation	1.513425	0.312458
F-statistic	12.69497	3.832443
Log likelihood	-738.9614	-100.0091
Akaike AIC	3.683760	0.528440
Schwarz SC	3.752963	0.597643
Mean dependent	-0.027469	-0.009068
S.D. dependent	1.639597	0.318962
Determinant resid covariance (dof adj.)	0.222957	

Tabela 6 – VECM – Valor das ações negociadas na Bovespa dos bancos no Brasil de jan/2010 a set/2016 (conclusão).

Error Correction:	D(ACOES)	D(AMPLITUDE)
Determinant resid covariance		0.215317
Log likelihood		-838.3720
Akaike information criterion		4.219121
Schwarz criterion		4.377299
Number of coefficients		16

Fonte: BACEN, IBGE e organização do autor com utilização do *software Eviews*.

Essa última regressão aponta que as variáveis econômicas explicam aproximadamente 15% (R^2 ajustado), visto que as ações são influenciadas por aspectos como lucro líquido, pagamento de dividendos e demonstrativos contábeis, ausentes do modelo por não serem de relevância ao que se propõe analisar. No longo prazo, a amplitude dos juros explica, significativamente, as variações no movimento das ações (5%, $t=2,1$). Um aumento de 1% na amplitude dos juros indica um aumento do valor do lote padrão de ações em R\$ 4,36 durante o período estudado. A *dummy*, nesse modelo enxuto, não apresentou significância suficiente para conclusões. Contudo, aumentar em 1% os juros praticados em relação à média do mercado foi comportamento observado no capítulo anterior, como característico dos bancos privados, os quais não possuem interferência governamental. Assim, tem-se uma comprovação adicional de que os bancos públicos, forçados a operarem abaixo das taxas de mercado, obtiveram impacto negativo em suas ações negociadas na Bovespa, em uma clara demonstração do descontentamento dos acionistas e, por conseguinte, do problema predito pela Teoria do Agente Principal.

4 Conclusão

O presente estudo teve como objetivo analisar o comportamento da taxa de juros no Brasil, considerando a influência dos agentes públicos sobre as decisões dos bancos públicos. Foi verificado que o estudo da taxa de juros é fundamental para a economia. É através dela que se incentiva a poupança, o que garantirá recursos para os tomadores de crédito, que poderão investi-los em geração de renda ou apenas gastá-los para saciar suas necessidades, completando o ciclo financeiro. Percebeu-se que os diversos autores apresentados, por mais que diverjam em determinar os componentes ou um modelo para identificação de um nível de equilíbrio, reservam à taxa de juros grande importância.

Em qualquer economia, os bancos são os responsáveis pela intermediação financeira entre credores e tomadores de crédito. Entretanto, em um mercado cuja mercadoria é homogênea como o dinheiro, o grande diferencial do produto está em seu preço: a taxa de juros. Portanto, confirma-se a relevância dessa variável para o setor bancário. Entretanto, no Brasil, observou-se uma forma atípica de determinação de taxa de juros nos anos de 2009 e 2012. Descreveu-se o comportamento da taxa SELIC e das taxas de juros bancários do período. Mostrou-se que o movimento foi induzido pelo governo federal, com vistas ao aquecimento da economia. Para tal, este usou de sua influência com os principais bancos públicos: Banco do Brasil S.A., Caixa Econômica Federal e até mesmo o Banrisul. Contudo, foi surpreendido pelo comportamento dos bancos privados, que não aderiram à tendência. Essa atitude é típica do problema caracterizado pela Teoria do Principal-Agente, na qual os interesses do administrador vão de encontro aos dos proprietários ou acionistas.

Foram apresentados gráficos e modelos que qualificaram e quantificaram os impactos da decisão do governo tanto nas instituições influenciadas quanto nos acionistas. Identificou-se que esses impactos foram negativos e trouxeram prejuízos para todos os envolvidos, conforme preconizado pelos princípios de governança. Os resultados das regressões indicaram que bancos que sofreram interferência do governo federal comprometeram seu lucro líquido em torno de 242 milhões durante o período de 2009 a 2016 no Brasil, embora tenham expandido suas carteiras de crédito na ordem de 3,7 bilhões de reais nesse mesmo período. Ou seja, a política monetária do governo federal foi capaz de suplantar o raciocínio econômico de

maximização de lucros das instituições bancárias públicas.

Adicionalmente, os efeitos também foram sentidos pelos acionistas minoritários. O estudo foi capaz de demonstrar que bancos que operaram com juros abaixo da média de mercado sofreram desvalorização no lote padrão de suas ações negociadas na Bovespa. Entretanto, o objetivo final dessa intervenção do governo federal, que era a redução dos juros nos bancos privados, não foi atingido e impactou negativamente tanto no lucro líquido dos bancos públicos, quanto no valor das ações dos bancos de economia mista. Assim, tem-se uma confirmação brasileira dos estudos de La Porta et al (2002), pois, apesar da presença de bancos de grande porte como Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, o governo brasileiro não só não conseguiu atingir seu objetivo com a interferência, como gerou perdas para as instituições envolvidas, além de ter fracassado na tentativa de induzir comportamento no mercado bancário. Esse fenômeno pode ser explicado, em parte, pelas teorias apresentadas de Wicksell. A redução dos juros pelos bancos públicos com o intuito de pressionar os bancos privados pode ter sido em demasia. A prática de taxas abaixo da taxa de juros natural gerou uma pressão altista no mercado, não suportada pelo governo no médio prazo, conforme observado pelo aumento dos juros das instituições públicas nos meses que se seguiram. Outro indício dessa explicação apresenta-se nas ações dos bancos privados, que tiveram valorização no mesmo período.

Referências Bibliográficas

- BACEN. **Dados Selecionados**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/ifdata/#>>. Acessado em: 20 de fevereiro de 2018.
- BACEN. **Sistema Gerador de Séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acessado em: 20 de fevereiro de 2018.
- BACEN. **Taxas de juros de operações de crédito**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br#!/c/TXJUROS/>>. Acessado em: 20 de fevereiro de 2018.
- BRUE, Stanley L. **História do Pensamento Econômico**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.
- COPOM, **140ª Nota Técnica**, parágrafos 26 e 61, 2009.
- COPOM, **164ª Nota Técnica**, parágrafos 34-35, 2012.
- DIEESE. **Nota Técnica**, nº 123, abril de 2013.
- EDWARDS, Sebastian.; KHAN, Mohsin S. *Interest rate determination in developing countries: A conceptual framework*. Cambridge: NBER Working Paper Series, nº 1531, 1985.
- EVIIEWS 10. Versão Estudante. Irvine: IHS Global Inc, 2018.
- FIELDS, Windsor.; HART, William R. *What We Should (Not) Teach Students About Interest Rate Determination*. **Journal of Economics and Finance Education**, v.2, nº2, 2003.
- FISHER, Irving. **The Theory of Interest**. Nova York: Macmillan Company, 1930.
- HICKS, John R. **Value and Capital**. Oxford: Clarendon Press, 1946.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, *Agency Costs and Ownership Structure*, **Journal of Financial Economics**. v 3, nº 4, p. 305-360, 1976.
- KEYNES, John M.. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Cambridge: Macmillan Cambridge University Press, 1936.
- KLUVERS, R. *Accountability for Performance in Local Government*, **Australian Journal of Public Administration**. v 62(1), p. 57-69, 2003.
- LA PORTA, R. et al. *Government Ownership of Banks*. **The Journal of Finance**. v LVII, nº 1, 2002.
- MARSHALL, Alfred. **Principles of Economics**. Londres: Macmillan Company, 1920.
- OREIRO, José L. O Debate entre Keynes e os "Clássicos" sobre os Determinantes da Taxa de Juros: Uma Grande Perda de Tempo? **Revista de Economia Política**, v. 20, nº 2(78), 2000.

PROCON SP, **Pesquisas – Taxas de Juros Bancários**. Disponível em <<http://www.procon.sp.gov.br/categoria.asp?id=141>>. Acessado em: 20 de fevereiro de 2018

SENIOR, Nassau W. ***An outline of the science of political economy***. Nova York: Kelley Bookseller, 1836.

SOUZA, Luis Gonzaga de. **Ensaio de Economia**. Edição eletrônica, 2004. Disponível em: <www.eumed.net/coursecon/libreria/>. Acessado em: 25 de outubro de 2013.

WICKSELL, Knut. ***Lectures on Political Economy***. Fairfield: Augustus M. Kelley Publishers, 1978.

WICKSELL, Knut. ***Interest and Prices***. Nova York: Sentry Press, 1962.

YANG, Bill Z.; YANOCHIK, Mark A. *On the Determination of Interest Rates in General and Partial Equilibrium Analysis*. ***Journal of Economics and Finance Education***, v. 4, nº 1, 2005.

Anexos

ANEXO A – VECM: Lucro Líquido (Equação com coeficientes substituídos)

$$\begin{aligned}
 D(\text{LUCRO_LIQUIDO}) = & - 0.189575320808 * (\text{LUCRO_LIQUIDO}(-1) + \\
 & 246920.068101 * \text{AMPLITUDE}(-1) - 725654.799435 * \text{IPCA_12_MESES}(-1) + \\
 & 543357.346132 * \text{SELIC}(-1) + 3463.75820782 * @\text{TREND}(09M01) - 4329042.00736) + \\
 & 0.103187970374 * D(\text{LUCRO_LIQUIDO}(-1)) + \\
 & 0.0945037980452 * D(\text{LUCRO_LIQUIDO}(-2)) + 137516.97961 * D(\text{AMPLITUDE}(-1)) + \\
 & 99639.4261509 * D(\text{AMPLITUDE}(-2)) + 35451.5164587 * D(\text{IPCA_12_MESES}(-1)) - \\
 & 176725.867939 * D(\text{IPCA_12_MESES}(-2)) - 800759.616211 * D(\text{SELIC}(-1)) + \\
 & 841470.509921 * D(\text{SELIC}(-2)) + 83655.2131953 - 242342.537997 * \text{PUB}
 \end{aligned}$$

ANEXO B – VECM: Renda de Operações de Crédito (Equação com coeficientes substituídos)

$$\begin{aligned}
 D(\text{RENDA_CREDITO}) = & - 0.424214753334 * (\text{RENDA_CREDITO}(-1) + \\
 & 754831.640954 * \text{SELIC}(-1) - 1974354.66674 * \text{IPCA_12_MESES}(-1) - \\
 & 773419.598061 * \text{JUROS}(-1) + 20343.6559778 * @\text{TREND}(09M01) - 9723795.13197) \\
 & + 0.228453337997 * D(\text{RENDA_CREDITO}(-1)) + \\
 & 0.216552941838 * D(\text{RENDA_CREDITO}(-2)) - 4547199.16491 * D(\text{SELIC}(-1)) + \\
 & 5763968.07421 * D(\text{SELIC}(-2)) + 260569.722569 * D(\text{IPCA_12_MESES}(-1)) - \\
 & 1314140.38373 * D(\text{IPCA_12_MESES}(-2)) - 3580.42044465 * D(\text{JUROS}(-1)) - \\
 & 104692.017438 * D(\text{JUROS}(-2)) - 938772.617924 + 3734914.88822 * \text{DUMMY}
 \end{aligned}$$

ANEXO C – VECM: Ações (Equação com coeficientes substituídos)

$$\begin{aligned}
 D(\text{ACOES}) = & - 0.0208211347246 * (\text{ACOES}(-1) + 4.36273262476 * \text{AMPLITUDE}(-1) - \\
 & 24.360317085) + 0.339815446006 * D(\text{ACOES}(-1)) - 0.298070980361 * D(\text{ACOES}(-2)) \\
 & + 0.0667802032834 * D(\text{AMPLITUDE}(-1)) - 0.0142583238596 * D(\text{AMPLITUDE}(-2)) + \\
 & 0.0623187592497 - 0.332822547824 * \text{PUB}
 \end{aligned}$$