



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

DANIELA FREDDO

**Estado, Moeda e Regulação: como a concepção
sobre a moeda afeta o papel do Estado na
regulação econômica**

TESE DE DOUTORADO APRESENTADA AO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA DA UNB PARA
OBTENÇÃO DO TÍTULO DE DOUTOR EM ECONOMIA.

**PROFA. DRA. ADRIANA MOREIRA AMADO -
ORIENTADORA**

BRASÍLIA, 2015

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

F852e Freddo, Daniela
Estado, Moeda e Regulação: como a concepção sobre a
moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica /
Daniela Freddo; orientador Adriana Moreira Amado. --
Brasília, 2015.
126 p.

Tese (Doutorado - Mestrado em Economia) --
Universidade de Brasília, 2015.

1. Bancos. 2. Regulação. 3. Inovações Financeiras.
4. Investimento. 5. Crédito. I. Amado, Adriana
Moreira, orient. II. Título.

Tese de Doutorado

Aluna: Daniela Freddo

“Estado, Moeda e Regulação: como a concepção sobre a moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica”

O caso dos Estados Unidos e do Brasil

Defendida em: 03/07/2015

COMISSÃO JULGADORA

Profa Dra. Adriana Moreira Amado – Orientadora

Profa Dra. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Profa Dra. Andrea Felipe Cabello

Dr. Cláudio Roberto Amitrano

Dr. Pedro Silva Barros

Para Maia e André, com amor

Agradecimentos

A elaboração deste trabalho ocorreu em um momento muito transformador de minha vida. Durante o curso de doutoramento engravidei e tive minha querida filha Maia. Nesse primeiro ano de maternidade, Maia esteve comigo em palestras, congressos, durante toda a elaboração e, também, na defesa desta tese. Ela me mostrou uma força que eu não sabia que eu tinha, por isso a agradeço. Agradeço também ao meu querido esposo, André, um companheiro e pai maravilhoso, que ofereceu todo o apoio necessário para que eu me dedicasse ao doutorado e à maternidade, simultaneamente.

Agradeço à minha orientadora, Adriana. Pela dedicação, apoio e compreensão deste momento tão singular em minha vida e pelo acolhimento oferecido durante o curso de doutoramento no Departamento de Economia da UnB. Agradeço aos integrantes da banca, Lourdinha, Andrea, Cláudio e Pedro pela leitura e sugestões que foram fundamentais para meu crescimento acadêmico e para a elaboração final da tese.

Agradeço aos meus pais, Izabel e Ernestino, e meus irmãos, Fernanda e Felipe, pelas bases emocional, afetiva e material oferecidas durante toda minha vida, as quais me garantem as condições necessárias para enfrentar os desafios cotidianos que emergem durante meu crescimento e desenvolvimento pessoal, profissional e acadêmico.

Por fim, agradeço à CAPES, pelo suporte financeiro necessário ao exercício de uma pós-graduação de excelência.

Resumo

O objetivo desta tese é analisar, sob a perspectiva teórica pós-keynesiana, como o desenvolvimento do sistema bancário pode afetar o processo produtivo, com foco nos Estados Unidos e no Brasil. Entende-se o investimento como variável fundamental do crescimento e do desenvolvimento econômico, o qual é realizado por meio de uma economia monetária de ativos. Segundo John Maynard Keynes, uma característica fundamental do sistema econômico moderno é a separação entre os detentores de ativos reais e dos ativos financeiros, cuja ponte entre estes setores da economia, o financiamento, é realizada em grande medida pelo setor bancário.

Em relação aos Estados Unidos, abordam-se as tensões entre a ação regulatória e de política monetária do *Federal Reserve* e as estratégias do negócio bancário que desencadearam a crise financeira de 2007. Entende-se que o marco regulatório firmado na década de 1930, nos Estados Unidos, cujo objetivo era evitar que crises financeiras profundas pudessem acontecer novamente, criou um período de bloqueio ao exercício do negócio bancário no mercado. Isso impulsionou o processo de inovações bancárias que não foi acompanhado pela readequação do marco regulatório. Após a década de 1970, reafirma-se a tendência à superação dos bloqueios à expansão do negócio bancário, cuja crise financeira iniciada em 2007 e generalizada em 2008 é vista como consequência desse processo de desregulamentação financeira.

Em relação ao Brasil, argumenta-se que existe um descompasso entre o desenvolvimento do setor financeiro e do setor industrial e que o a evolução do setor bancário privado nacional ocorreu em direção oposta ao avanço do setor produtivo na industrialização brasileira. Quando a industrialização ganhou força no Brasil, a partir da década de 1930, o sistema bancário brasileiro não respondeu à demanda por financiamento. Após as reformas bancárias do Regime Militar, esperava-se que o sistema financeiro se adequasse ao processo de industrialização; porém, com o advento dos títulos indexados na década de 1980, os bancos vinculam a sua rentabilidade às dos títulos da dívida pública, não suprimindo a lacuna do financiamento produtivo. Somente a partir de 2003 e 2004, nota-se um movimento de crescimento do crédito no Brasil, cujo ciclo foi rapidamente interrompido pela crise internacional de 2007. Neste contexto, os bancos públicos demonstraram força ao impedir uma crise generalizada de falência por aumentar o crédito e por incentivar a reorientação do mercado bancário privado também nesse sentido.

Palavras-chave: Bancos; Regulação; Inovações Financeiras; Investimento; Crédito

Abstract

The objective of this thesis is to analyze, from the post-Keynesian theoretical perspective, how the development of banking system may affect production process, focusing on the United States and Brazil's cases. The investment is seen as a key variable for growth and economic development through money assets activities. According to John Maynard Keynes, a distinct feature of the modern economic world is the separation of holders of real assets and financial assets, whose bridge between these sectors of the economy is carried out largely by the banking sector.

Regarding the United States, it will be analyzed the tensions between regulatory action and monetary policy of Federal Reserve and banking strategies that led to the financial crisis of 2007. It is assumed that the regulatory framework signed in the 1930s in the United States, whose aim was to prevent financial crises, created a blocking period for banking business. This spurred the process of banking innovations which was not followed by improvements of the regulatory mark. After the financial deregulation process of the 1970s, free banking activities generated the financial crisis that began in 2007 and generalized in 2008.

As for Brazil, it is argued that there is a mismatch between the development of the financial sector and the industrial sector. For the national private banking sector development occurred in the opposite direction to the advance of the productive sector in the Brazilian industrialization. When industrialization gained strength in Brazil in the 1930s Brazilian banking system did not respond to the demand for financing and credits. After the banking reforms of the military regime, it was expected that the financial system would guarantee the financing to the industrialization process. However, economic indexation of the 1980s linked banks profitability to public debt, maintaining the gap on financing production. Only from 2004 there was a credit growth movement in Brazil, which cycle was quickly interrupted by the international crisis of 2007. In this context, public banks showed strength, preventing a widespread crisis by increasing credit and encouraging the reorientation of the private banking market.

Keywords: Banks; Regulation; Financial innovations; Investment; Credit

Lista de Tabelas

Tabela 1: Ativos do Federal Reserve ⁽¹⁾	60
--	----

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Taxa de Juros (% a.a.), dados mensais: Federal Funds – 2000 a 2011	55
Gráfico 2: Lucro Líquido Real a preços de 2014 para os 10 maiores bancos de cada ano	93
Gráfico 3: Relação entre crédito dos bancos comerciais e PIB	95
Gráfico 4: Participação em % nos Ativos Totais – Top 10	96
Gráfico 5: Relação taxa de juros e aplicação em títulos financeiros	97
Gráfico 6: Crédito e Títulos sobre o Ativo de cada setor, público e privado	98

Sumário

Introdução.....	1
Capítulo 1: A concepção sobre a moeda e sua relação com os bancos, o Estado e a regulação.....	7
1.1 – Introdução	7
1.2 – Moeda em uma Economia de Mercado	9
1.3 – A taxa de juros e a relação entre <i>finance</i> , investimento e poupança.....	16
1.4 – A consolidação financeira do investimento – <i>funding</i>	22
1.5 – Moeda endógena, inovações financeiras e tensões entre bancos e regulação....	24
1.6 – Moeda, Crédito, Estado e Regulação.....	32
Capítulo 2: Desregulamentação financeira e a “Reafirmação dos Mercados” com dominância dos bancos nos Estados Unidos	35
2.1 – Introdução	35
2.2 – As finanças modernas nos Estados Unidos.....	37
2.3 – A Reforma Financeira dos anos 1930.....	39
2.4 – O novo contexto institucional: Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) e o Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act (1999) ...	44
2.5 – Desregulamentação, o avanço do negócio bancário no mercado de capitais e crise financeira.....	47
2.5.1 – Fragilização financeira e securitização	48
2.5.2 – O crédito como motor da expansão e os limites do Fed.....	53
2.5.3 – A crise de liquidez e a crise de solvência do sistema bancário	58
2.6 – Os limites da Lei Dodd-Frank de 2010.....	62
Capítulo 3: A perene dissociação entre as lucratividades bancária e produtiva no Brasil	67
3.1 – Introdução	67
3.2 – Contexto do crédito no Brasil pré-1964.....	73
3.3 – A Reforma financeira de 1964 e as consequências para o sistema financeiro nacional.....	77

3. 4 – A indexação da economia e a rentabilidade bancária	85
3.5 – Estabilização dos preços e a readequação da rentabilidade do setor bancário ..	92
3.6 – A expansão do crédito, a crise de 2008 e o papel dos bancos públicos.....	100
Considerações Finais	111
Referências Bibliográficas.....	121

Introdução

O objetivo desta tese é analisar, sob uma perspectiva pós-keynesiana, como o desenvolvimento do sistema bancário pode afetar o processo produtivo. Entende-se o investimento como variável fundamental do crescimento e do desenvolvimento econômico, o qual é realizado por meio de uma economia monetária de ativos. Segundo John Maynard Keynes (1931, p. 163), uma característica fundamental do sistema econômico moderno é a separação entre os detentores de ativos reais e dos ativos financeiros, ou seja, entre aqueles que produzem a riqueza real e aqueles que a financiam. E a ponte entre estes setores da economia, o financiamento, é realizada em grande medida pelo setor bancário.

A fim de examinar a relação entre a esfera produtiva e bancária, procura-se compreender como a origem do negócio bancário nos Estados Unidos e no Brasil se vincula com o setor produtivo. Para os Estados Unidos, parte-se do pressuposto, ressaltado por John Hobson (1894), que o negócio bancário moderno emerge com os bancos como gerenciadores da riqueza patrimonial, exercendo papel fundamental na constituição do capitalismo monopolista, patrocinando novas empresas no mercado de capitais e financiando o capital de giro das corporações, uma vez constituídas. Ou seja, a ascensão do setor bancário norte-americano ocorre de modo vinculado a do capital industrial.

No caso do Brasil, argumenta-se que existe um descompasso entre o desenvolvimento do setor financeiro e do setor industrial. Quando a industrialização ganha força no Brasil, a partir da década de 1930, seu principal financiamento tem como origem o uso da senhoriagem e nota-se uma total deficiência do setor financeiro privado brasileiro em satisfazer a crescente demanda por crédito em uma economia que vislumbrava incorporar, em poucos anos, todas as etapas do processo produtivo. Toma-se como hipótese que a origem da deficiência do setor financeiro vincula-se com a condição de uma economia periférica. Isso porque, conforme analisado por Caio Prado Jr. (1942), a sociedade e a economia brasileira formam-se com o objetivo exterior de servir a metrópole. O Brasil foi colonizado para suprir as necessidades de lucro mercantis portuguesas, oferecendo produtos que obtinham alto valor comercial. A colônia era uma extensão das possessões metropolitanas nas Américas. Por isso, as instituições necessárias ao desenvolvimento do capitalismo moderno, como o sistema financeiro, não precisavam se desenvolver no espaço colonial, uma vez que estavam subordinadas aos comandos europeus. Apesar de a colônia estar completamente inserida no

processo de acumulação que levaria ao capitalismo moderno na Europa, sua posição, como uma “empresa” europeia, impede-a de desenvolver as instituições tipicamente modernas.

Ademais, pode-se argumentar que uma “empresa colonial” bem sucedida é aquela capaz de gerar excedentes e lucros. O objetivo da colônia era fornecer recursos para o desenvolvimento europeu. Uma vez implementada a atividade exploratória na colônia, a atividade teria de se perpetuar por meio de lucros reinvestidos, o que era facilmente conseguido, pois os custos da ampliação e manutenção da capacidade produtiva eram relativamente pequenos quando comparado à alta lucratividade dessas atividades. Isso não gerava uma pressão por crédito de longo prazo que fornecesse propulsão ao desenvolvimento do sistema financeiro nesse sentido. Sobre os pontos assinalados, Maria da Conceição Tavares tece as seguintes considerações:

As necessidades de financiamento interno no mercado primário-exportador estavam basicamente associadas ao desenvolvimento comercial e urbano e eram facilmente atendidas por uma rede bancária operando em condições de pouca sofisticação. A expansão da capacidade produtiva nas atividades básicas de exportação ou na infraestrutura de serviços de utilidade pública, embora exigisse uma considerável acumulação de capital, **não pressionava por créditos de longo prazo a serem supridos por uma institucionalidade financeira “nacional”**. No caso da agricultura de exportação; tipo *plantation*, a acumulação de capital era fundamentalmente ‘natural’ e os recursos financeiros exigidos para ampliar a capacidade produtiva além de relativamente pequenos eram facilmente atendidos com as elevadas taxas de lucro das lavouras em produção. Em se tratando de investimento em atividades de maior intensidade de capital como a mineração ou a infraestrutura econômica, o financiamento (quando não a propriedade, ou pelo menos, o controle cabia quase que exclusivamente ao capital estrangeiro (TAVARES, 1972, p. 129-130, grifo meu).

A pressão sobre o sistema financeiro ocorrerá quando da passagem do modelo primário-exportador para uma economia de desenvolvimento para dentro, em um curto espaço de tempo histórico. A rapidez com que se dará o processo de industrialização em seus anos iniciais pressionará fortemente a demanda por financiamento que o sistema financeiro à época será incapaz de atender, dada sua institucionalidade adaptada ao modelo anterior. Os mecanismos e instrumentos de financiamento irão se inventando como reação e adaptação ao processo de industrialização, o qual inicialmente, nos anos 1930, careceu inclusive de financiamento externo. Nesse contexto, a inflação desempenhará papel importante no financiamento do investimento suprimindo a lacuna deixada pela carência de instrumentos financeiros. Conforme será desenvolvido no primeiro capítulo, sob uma perspectiva keynesiana, uma vez realizado o investimento há geração de poupanças, mas nada garante que ela retorne ao processo produtivo. Para isso, há necessidade de um sistema financeiro

desenvolvido capaz de fazer esta ponte. Na ausência dele, no início da industrialização brasileira, argumenta-se que este papel foi desempenhado pelo processo inflacionário.

O mesmo não se verifica nos Estados Unidos, apesar de terem sido colônia inglesa. Isso porque, justifica Caio Prado Jr., os rumos da colonização norte-americana só podem ser compreendidos à luz de circunstâncias especiais que ocorreram na época. As colônias norte-americanas inicialmente não deram lucro, não produziam nada de diferente do que era produzido na Europa, e permaneceram restritas à exploração de produtos espontâneos. Só foram colonizadas durante o século XVII, por um fluxo imigratório espontâneo. Os povos europeus não se dirigiram para lá pelos mesmos motivos mercantilistas que levaram pioneiramente os portugueses a colonizarem o Brasil. Marx (1857) ressalta que uma peculiaridade da formação da sociedade norte-americana deve-se ao fato de ela ter nascido burguesa sem as rédeas das sociedades tradicionais que antagonizavam com o mundo moderno no processo de acumulação de capital. A especificidade do processo de constituição da sociedade capitalista norte-americana estaria nesta experiência única do modo de vida burguês, que encontrou espaço para florescer em seu estado puro dentro das forças fundamentais que movem a sociedade capitalista, como será visto no segundo capítulo.

Ainda segundo Caio Prado Jr., nos trópicos formar-se-ia uma sociedade inteiramente original, diferentemente do que ocorreria no norte americano em que sua formação ocorre à semelhança das nações europeias. No contexto deste trabalho, argumenta-se que essa originalidade ocorre também na forma do financiamento e do desenvolvimento do sistema financeiro nacional. No decorrer do século XX, este ocorre de forma paralela à industrialização e segrega sua rentabilidade da circulação industrial desde sua origem. Isso leva a um avanço na financeirização na década de 1970, e, neste lócus, consegue também, prematuramente, ter seus lucros assegurados pelo Estado. Obtendo alta lucratividade na esfera financeira da economia, os bancos brasileiros não avançam no financiamento da esfera real. Essa precocidade nada mais é do que uma dimensão do subdesenvolvimento: onde os setores industrial e bancário que, na economia desenvolvida, encontrar-se-iam umbilicalmente ligados entre si na esfera da acumulação de riqueza, o que se observa são distrofias e descompassos, levando a cisões entre espaços financeiros e industriais de acumulação, que se apresentam nos ativos bancários pelo fenômeno da alta lucratividade e da forte preferência pelo financiamento de curto prazo e pela aplicação em títulos públicos federais.

A importância de estudar os bancos, deriva do fato de serem instituições especiais por exercerem funções que os distinguem de qualquer outro ente do mercado financeiro. São, ao mesmo tempo, criadores de moeda e intermediários financeiros, servindo de ponte entre a esfera produtiva e a financeira. Participam ativamente dos sistemas de pagamento. São fontes de instabilidade porque, como emitem a moeda-crédito, alavancam-se com recursos de terceiros. Eles têm a capacidade de monetizar os títulos de crédito de seus devedores, uma vez que os depósitos à vista são utilizados como meio de pagamento (FREITAS, 2010, p. 235), buscam reter a moeda-crédito dentro do sistema bancário. Ademais, os ativos destas instituições, em geral, têm prazo mais longo do que seus passivos, obrigando-as a buscar meios de captação para evitar problemas de iliquidez.

Os bancos são cruciais ao funcionamento da economia capitalista, pois, como criadores de moeda, eles possibilitam a flexibilidade e liquidez do sistema. São elementos-chave no financiamento do gasto, da demanda efetiva, cujo resultado produz a renda, o lucro, o emprego e a riqueza da sociedade. A relação dos bancos comerciais com a Autoridade Monetária, os outros intermediários, as firmas não financeiras e as famílias está na base dos ciclos de expansão e crise do sistema capitalista (MINSKY, 1976).

O componente tipicamente cíclico do gasto é o investimento, cujos frutos são a produção de mercadorias na economia, as quais precisam ser socialmente validadas na circulação industrial. Só assim, as apostas feitas no passado são legitimadas no presente e pode-se continuar o ciclo do investimento. Existe uma complexa relação intertemporal presente nas decisões de investir dos agentes. Simplificadamente, para que o investimento seja feito hoje, precisa, ao mesmo tempo, que aquele realizado no passado seja validado, a fim de liquidar suas dívidas correspondentes, e manter expectativa otimista relativa àquele a ser feito no futuro.

Os bancos, como fornecedores de liquidez, permitem, ou não, a criação da riqueza, caso o investimento seja realizado. E se ele o for, este carrega consigo um rastro de dívidas (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002). Pois, normalmente, é financiado via crédito fornecido pelos bancos que centralizam e alocam os recursos existentes na economia. Por este motivo, as instituições bancárias são as responsáveis pelo aumento do endividamento e, então, da vulnerabilidade da economia. A forma como o investimento é financiado é essencial para se compreender a instabilidade gerada no sistema (MINSKY, 1976).

Devido às turbulências que os bancos podem causar ao sistema financeiro, eles são submetidos a restrições impostas pela Autoridade Monetária, que detém o papel de salvaguardar a estabilidade do sistema. Os bancos comerciais e a Autoridade Monetária têm uma relação que é complementar na gestão da moeda de crédito, mas com muitas tensões. Complementar, porque a moeda que criam só pode ter validação social dentro de um sistema hierarquizado de moedas, em que o Estado, por meio da Autoridade Monetária, garante a conversibilidade da moeda privada bancária em moeda estatal e a convenção monetária (FREITAS, 2010, p. 235). A Autoridade Monetária unifica, no espaço nacional, as diferentes moedas de emissão privada do sistema bancário, garantindo-as como se fossem moeda de emissão pública. Quando salvaguarda o sistema monetário privado, agindo como prestador de última instância, a Autoridade Monetária transforma tais moedas, de fato, em estatal. O que possibilita a existência da moeda de emissão privada, justificada pela função social dos bancos de serem os financiadores do investimento.

As tensões se manifestam porque a Autoridade Monetária circunscreve, por meio da regulação, a área de atuação em que os bancos podem operar, a fim de evitar a instabilidade financeira. E, também, a Autoridade Monetária pode afetar as condições de concorrência, gestão patrimonial e rentabilidade por meio dos instrumentos de política monetária. Devido às funções dos bancos de criadores de moeda e de intermediários financeiros, eles sofrem dupla restrição de suas atividades. Na busca do lucro, a atividade bancária procura extrapolar estes limites, por meio de inovações. No entanto, o processo de inovações financeiras, normalmente, não é acompanhado pelo desenvolvimento de novas ferramentas de regulamentação, o que causa recorrentes crises no sistema.

A atuação estatal nos mercados, via regulamentação financeira, é necessária para a manutenção da estabilidade do sistema. Caso os Bancos Centrais atuem como prestadores de última instância, em um arcabouço institucional não regulamentado, estas intervenções, apesar de necessárias para se evitar a deflação dos ativos, podem aguçar o risco moral. Os participantes do mercado arriscam-se mais porque sabem que terão ajuda da Autoridade Monetária, em momentos de incerteza e crise. A atuação estatal, portanto, para funcionar com equilíbrio, teria de abranger o sistema econômico durante todo o ciclo econômico e não apenas na crise.

No primeiro capítulo, analisa-se, a questão da moeda e suas relações com o Estado na regulação da economia e com o papel dos bancos como criadores e gestores da

moeda, em um economia de mercado. Ressalta-se que, dependendo da abordagem utilizada – ortodoxa (que aceita a Teoria Quantitativa da Moeda) e heterodoxa (que nega a Teoria Quantitativa da Moeda) –, o papel do Estado sobre a regulação econômica altera-se profundamente.

No segundo capítulo, examina-se o negócio dos bancos no *Money Manager Capitalism* e a crise financeira mundial, iniciada em 2007, nos Estados Unidos, com o colapso das hipotecas do *subprime*. Esta crise é vista como uma consequência da desregulamentação institucionalizada do mercado financeiro. Discute-se, neste contexto, o *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, o qual eliminou parte do *Glass Steagall Act*, de 1933, como o ápice do processo de desregulamentação, colocando fim à separação existente entre bancos comerciais, bancos de investimento e companhias de seguro. Possibilitando que muitas práticas de inovações financeiras, que geram a instabilidade do sistema, fossem validadas. Procura-se destacar os negócios bancários que reafirmam a importância dos princípios de mercado como fundamento da atividade econômica.

No terceiro capítulo, discute-se, sobre momentos da economia brasileira, a perene dissociação entre as lucratividades bancária e produtiva no Brasil. Ressalta-se o papel da inflação no financiamento da industrialização por substituição de importação. Argumenta-se que a lucratividade do setor financeiro brasileiro nunca foi atrelada, tampouco direcionada pela regulamentação, para o financiamento do sistema produtivo. Concebendo os bancos como instituições que visam ao lucro e levando em consideração os casos do sistema bancário nacional e norte-americano, argumenta-se que a regulamentação para ser efetiva, ela precisa associar a lucratividade do negócio bancário ao financiamento produtivo.

Capítulo 1: A concepção sobre a moeda e sua relação com os bancos, o Estado e a regulação.

1.1 – Introdução

Quando John Maynard Keynes afirmou que, com o objetivo de propor algo novo, era sempre necessário voltar-se à releitura dos clássicos, dificilmente ele teria imaginado que a sua obra seminal, ao propor uma revolução na forma de pensamento sobre a economia, teria também de ser relida, como um clássico.

A publicação da Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda data de 1936; no entanto, após quase 80 anos, as críticas elaboradas nesta obra permanecem. Além de Keynes ter compreendido de forma muito perspicaz o funcionamento de uma economia de mercado, a teoria econômica ortodoxa – denominada “teoria econômica clássica” – resiste a assimilar as inovações teóricas radicais introduzidas por Keynes nessa obra e aperfeiçoadas por seus seguidores.

As inovações que se mostram óbvias a muitos autores pós-keynesianos e são sistematicamente recusadas pela teoria econômica clássica torna-a plena de pressupostos que não são condizentes com a realidade econômica. Isso se justifica parcialmente porque o abandono de pressupostos e postulados subjacentes à ortodoxia poderia significar o desmonte teórico desta Escola de Pensamento.

Após a publicação da Teoria Geral, notaram-se dois movimentos distintos na História do Pensamento Econômico, em que ambos são consequências da chamada Revolução Keynesiana: a reafirmação dos pressupostos clássicos buscando remendar os alicerces destruídos por Keynes, iniciados com a Síntese Neoclássica, passando pelo Monetarismo e culminando nas Escolas Novo-Clássica e Novo-Keynesiana; mas também o nascimento de uma escola de pensamento nova, a Pós-keynesiana, a qual tem por objetivo mostrar uma compreensão diversa da organização de uma economia de mercado seguindo primordialmente os pressupostos elaborados por Keynes na Teoria Geral e em publicações subsequentes.

Na Teoria Geral, como forma de retórica, Keynes coloca a “teoria clássica” como um caso especial da qual estava postulando, inclusive o “geral” do título desse livro remete ao fato de que a teoria a ser apresentada no livro servia para pensar sobre quaisquer casos

possíveis da sociedade econômica em que vivemos, ou seja, era geral, sendo que a teoria clássica só serviria para um caso especial¹.

Keynes muito provavelmente usa este artifício para facilitar a aceitação de suas ideias nos centros acadêmicos de renome à época. O autor não desejava que seu livro fizesse parte um mundo sombrio e marginal das ideias, mas sim revolucionasse Ciências Econômicas, que a sua publicação significasse o mesmo que a Riqueza das Nações, de Adam Smith, representou na origem dos postulados deste ramo do pensamento. Por essa razão, muito provavelmente, relutou a aceitar as críticas ao funcionamento de uma economia de mercado que já existiam à época, como as de Karl Marx. No entanto, a escola pós-keynesiana coloca-se no meio acadêmico não para fechar as lacunas da teoria ortodoxa, mas de forma concorrente epistemologicamente a ela, pois a mudança dos pressupostos clássicos na forma que a escola pós-keynesiana prevê, significaria a implosão do próprio arcabouço teórico ortodoxo.

O objetivo deste capítulo é contribuir para o debate sobre a principal controvérsia introduzida por Keynes ao mundo das ideias do pensamento clássico na ortodoxia econômica: a questão da moeda e suas relações com o Estado na regulação da economia. E, como a percepção sobre a moeda se relaciona com o papel dos bancos como criadores e gestores de moeda, em uma economia de mercado.

Conforme proposto por Mollo (2004, p. 324), distingue-se ortodoxia de heterodoxia pela aceitação ou negação da Teoria Quantitativa da Moeda e da Lei de Say. Nesse contexto, objetiva-se discutir as implicações das diferentes noções sobre moeda para o papel do Estado na regulação econômica.

Com esta introdução, este capítulo se divide em seis seções. Na segunda, analisam-se as discordâncias entre o papel da moeda sob a perspectiva ortodoxa e pós-keynesiana. Na terceira, a determinação da taxa de juros e a relação entre *finance*, investimento e poupança. Na quarta, a relação entre investimento e financiamento de longo

¹ “Denominei este livro A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, dando especial ênfase ao termo geral. O objetivo deste título é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com os da teoria clássica, na qual me formei, que domina o pensamento econômico, tanto prático quanto teórico, dos meios acadêmicos e dirigentes desta geração, tal como vem acontecendo nos últimos cem anos. Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio. Ademais, as características desse caso especial não são as da sociedade econômica em que realmente vivemos, de modo que os ensinamentos daquela teoria seriam ilusórios e desastrosos se tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência”. (KEYNES, 1936, p. 15)

prazo, *funding*. Na quinta, a relação entre moeda e Estado, para que, por fim, na sexta seção, seja analisada a regulação e atuação do Estado em uma economia de mercado.

1.2 – Moeda em uma Economia de Mercado

A principal discordância de Keynes em relação aos clássicos refere-se ao papel da moeda em uma economia que denominou “economia monetária de produção”, que aparece em seus escritos, *A Monetary Theory of Production*, de 1933. Keynes cobra neste trabalho a existência de uma teoria monetária que vá além da distinção convencional entre economia de trocas diretas e economia monetária. Pois, nesta última, na forma que estava definida até então, a moeda teria um papel neutro como mero facilitador das trocas:

It [money] is not supposed to affect the essential nature of the transaction from being, in the minds of those making it, one between real things, or to modify the motives and decision of the parties to it. Money, that is to say, is employed, but is treated as being in some sense neutral.” (KEYNES, 1933, p. 408).

Nesta economia, a moeda seria um facilitador das trocas entre “coisas reais”. Segundo Keynes, isso não configura uma economia monetária *stricto sensu*, mas sim uma “**Economia de Trocas Reais**”, uma vez que o objetivo do investimento é a própria produção e a moeda não afetaria a decisão do investidor. Ou seja, no mundo econômico pressuposto pela teoria clássica, a finalidade do investimento não é a obtenção de mais recursos por parte do investidor, mas a produção em si.

Em outro trabalho – *The Distinction between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy* (1933b) – escrito na mesma época, Keynes faz uma taxonomia distinguindo entre: a) Economia Cooperativa; b) Economia Neutra ou Economia de Salários reais, que seria a “Economia de Trocas Reais” vista anteriormente; e c) Economia Empresarial. Na primeira, os fatores de produção são remunerados por uma parcela (acordada) do produto de seus esforços cooperativos. Não há moeda, as trocas são feitas diretamente. Esse é o caso mais simples de uma economia em que valem os pressupostos clássicos. Na segunda, há a figura do empresário que faz investimentos produtivos e contrata fatores de produção em moeda, mas existe um mecanismo que assegura que o valor monetário das remunerações dos fatores corresponda exatamente à parte do produto corrente que lhe seria devido em uma economia cooperativa. E toda a renda recebida pelos fatores de produção é necessariamente gasta na aquisição da produção corrente – a Lei de Say estaria presente. E, por fim, na terceira, os empresários contratam fatores de produção em moeda,

mas não há mecanismo que garanta que toda renda seja gasta na aquisição da produção corrente – ou seja, a Lei de Say não vigoraria.

Ainda neste trabalho, de forma canhestra, Keynes concorda com Karl Marx sobre o objetivo do processo produtivo em uma “Economia Empresarial” ou em uma Economia Monetária *strictu sensu*:

The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy bears some relation to a pregnant observation made by Karl Marx, - though the subsequent use to which he put this observation was highly illogical. He pointed out that the nature of production in the actual world is not, as economists often suppose, a case $C - M - C'$ i.e. of exchanging commodity (or effort) for money in order to obtain another commodity (or effort). That may be standpoint of the private consumer. But it is not the attitude of business, which is a case of $M - C - M'$, i.e. of parting with money for commodity (or effort) in order to obtain more money. (KEYNES, 1933b, p. 81)

Ou seja, a moeda é peça fundamental no processo produtivo:

The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this [a real exchange economy], with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. (KEYNES, 1933a, p. 408-409).

Após essas considerações, em *A Monetary Theory of Production*, Keynes tece fortes críticas à teoria econômica vigente que, por tanto tempo, vinha ignorando a participação fundamental da moeda na atividade econômica. Sempre citando os Princípios de Marshall, o autor evidencia que o pressuposto subjacente à análise econômica clássica é a Economia de Trocas Reais ou Neutra. No entanto, os pressupostos que garantem a neutralidade da moeda eram tácitos e nunca discutidos, eles estariam “profundamente impregnados” nas análises e os próprios teóricos econômicos não se dariam conta disso.

O problema decorrente é a ponte analítica não trivial entre uma Economia Neutra e os fatos que acontecem no mundo real. Tal ignorância econômica impediria a atuação correta do Estado na resolução dos problemas que se apresentavam, principalmente, àqueles relacionados ao gerenciamento de crises. Segundo Keynes, a teoria clássica sequer considera a possibilidade de oscilações no ciclo de negócios. Não concebe a ideia de *booms* e depressões, portanto, jamais ajudaria a explicar os fenômenos econômicos que levam a crises econômicas:

(...) the assumptions of the real-exchange economy have been tacit, and you will search treatises on real-exchange economics in vain for any express statement of the simplifications introduced or for the relationship of its hypothetical conclusions to the facts of the real world. We are not told what conditions have to be fulfilled if

money is to be neutral. Nor is easy to supply the gap. Now the conditions required for the 'neutrality' of money, in the sense which this is assumed in – again to take this book as a leading example – Marshall's Principles of Economics, are, I suspect, precisely the same as those which will insure that crises do not occur. (KEYNES, 1933a, p. 410-411).

Essa crítica à teoria clássica que permeia toda a abordagem keynesiana resulta na ausência de realismo e que as políticas econômicas derivadas do pensamento tradicional estariam, portanto, incorretas:

Nevertheless it is my belief that the far-reaching and in and in some respects the difference between the conclusions of a monetary economy and those of more simplified real-exchange economy have been greatly underestimated by the exponents of traditional economics; with the result that the machinery of thought with which real-exchange economics has equipped the minds of practitioners in the world in the world of affairs, and also of economists themselves, has led in practice to many erroneous conclusions and policies. The idea that it is comparatively easy to adapt the hypothetical conclusions of a real wage economics to the real world of monetary economics is a mistake. It is extraordinarily difficult to make the adaptation, and perhaps impossible without the aid of a developed theory of monetary economic". (KEYNES, 1933a, p. 410)

Se a moeda em uma “Economia Monetária de Produção” não é neutra, qual é o papel que ela desempenha no ciclo de negócios? A resposta a esta pergunta é o cerne da inovação teórica keynesiana. Nesses trabalhos que precedem a publicação da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes cobra uma discussão sobre a moeda, mas não parecia ainda ter definido qual exatamente seria seu papel.

Este só ficará claro na publicação da Teoria Geral e nos artigos posteriores sobre o livro. A ruptura teórica keynesiana com os clássicos perpassa três fundamentos que estão presente na Teoria Geral: a noção de tempo, incerteza e a influência dessas variáveis na concepção de moeda. Sob a perspectiva monetária keynesiana, todo o funcionamento da economia e as relações entre investimento, poupança, renda e produto distinguem-se da economia clássica. Posteriormente, as escolas pós-keynesianas e neoclássicas continuarão discordando nesses aspectos.

Quanto à noção de tempo, como já ressaltado em trabalhos pós-keynesianos (CARVALHO, 1983-84; DAVIDSON, 1978; AMADO, 2000), existem diferentes concepções teóricas sobre o tempo e isso afeta o entendimento sobre o funcionamento do sistema econômico e, conseqüentemente, o papel da moeda. A primeira delas é a concepção de tempo lógico, cujos elementos apresentam uma sequência, em que um precede o outro, mas tal precedência ocorre do ponto de vista lógico, em uma relação de causa e consequência a qual é necessária para elaboração de constructos teóricos abstratos. Entretanto, conforme destaca

Amado (2000, p. 46): “o uso de tempo lógico, na prática, corresponde a ausência de tempo”. A segunda refere-se à concepção de tempo mecânico; neste, apesar de haver uma datação das variáveis, ou seja, a noção temporal está presente, o tempo não tem um sentido único, ele pode tanto seguir do presente e/ou futuro para o passado, como do passado para o presente e/ou futuro. Ainda segundo Amado (2000, p. 46), isso significa que pode haver revisão das expectativas, por ser possível a reversibilidade temporal. Por fim, temos a concepção de tempo histórico, sob esta perspectiva o tempo é irreversível, as decisões tomadas não são passíveis de revisão e suas consequências serão sentidas no futuro, podendo sofrer desapontamentos ou não.

A última concepção de tempo é parte fundamental do pensamento keynesiano, principalmente no capítulo 12 da Teoria Geral, quando o autor trata das expectativas quanto ao futuro. Neste capítulo e em seu artigo de fevereiro de 1937, *A Teoria Geral do Emprego*, Keynes destaca as bases precárias nas quais são formadas as expectativas de “homens racionais e econômicos” (KEYNES, 1937a, p. 171). Agindo de forma convencional, os agentes conseguiriam tomar suas decisões. Deste ponto de vista teórico, existe uma clara conexão entre a concepção do tempo histórico e a incerteza: se o tempo não é reversível e, portanto, as decisões tomadas não podem ser revistas, não existe nada que garanta aos agentes que os resultados esperados serão obtidos, ou seja, há uma incerteza profunda que permeia as decisões dos agentes, e, principalmente, a decisão de investir. É só neste contexto de incerteza é possível compreender o significado da moeda na teoria keynesiana.

Já em relação à noção de incerteza, Keynes (1937a, p. 171) destaca que deseja distinguir a incerteza do risco. A última é mensurável, portanto, tudo aquilo que é passível de cálculo probabilístico – como a loteria, roleta russa, expectativa de vida – não são incertos no sentido keynesiano, apenas provável. Já a probabilidade “de uma guerra europeia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui vinte anos”. Decisões tomadas em expectativas apoiadas em fundamentos frágeis podem violentamente sofrer mudanças. E, neste contexto, apresenta-se o papel da moeda como reserva de valor. Diversamente do caráter estéril que o entesouramento se apresenta para a teoria clássica (Keynes, 1937a, p. 173), outras formas de manutenção da riqueza proveriam lucros ou juros, diferentemente da moeda.

Keynes, em uma passagem célebre do artigo de 1937, questiona-se:

Fora de um hospício para loucos, por que alguém desejaria usar o dinheiro como reserva de valor?

Porque, em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. Embora este sentimento em relação ao dinheiro também seja convencional e instintivo, eles atuam por assim dizer, num nível mais profundo de nossa motivação. Ele se enraíza nos momentos em que se enfraquecem as mais elevadas e as mais precárias convenções. A posse do dinheiro real tranquiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separarmos dele é a medida do grau de nossa inquietação”. (KEYNES, 1937a, p. 173).

Este prêmio é a taxa de juros, entendida como um fenômeno estritamente monetário e não real como concebia a Teoria Clássica. Ela equilibra a oferta e a demanda a por moeda e é o prêmio por se abrir mão da liquidez.

A produção leva tempo e, para haver coordenação entre os diferentes setores da economia, é preciso estabelecer contratos expressos em moeda. Conforme destaca Cardim de Carvalho (1992, 180), a racionalidade do sistema só é verificável ao se estabelecer custos de produção em contratos, permitindo a formação de uma rentabilidade esperada. Somente nesses contratos a moeda desempenharia seu papel original, como unidade de conta. Mas é exatamente esta função monetária que dá origem a sua capacidade de ser reserva de valor. A explicação da relação entre a moeda como meio de troca e como unidade de conta está em *A Treatise on Money*, publicado em 1930. Nesta obra, Keynes já reconhece a essencialidade da moeda bancária para o funcionamento da economia e destaca que sua origem está nos contratos. Primeiramente, a moeda como unidade de conta (“*money of account*”), teria surgido da necessidade de se dar um denominador comum aos preços e contratos que estabeleciam pagamentos futuros. A moeda propriamente dita (“*money proper*”) como medida geral da riqueza e reserva de valor tem sua existência derivada do conceito de moeda como unidade de conta, já que é condição necessária para expressar o valor das dívidas e dos preços (KEYNES, 1930, p. 4).

Em suma, apenas pressupondo o tempo histórico pode-se conceber a incerteza no sentido keynesiano e esta é a base do entendimento do significado da moeda em uma Economia Monetária de Produção. Considerando, no entanto o tempo mecânico e a ausência de incerteza, teoricamente se pode aceitar a Lei de Say. Tanto a Escola de pensamento clássica quanto a neoclássica a aceitam esta hipótese porque ambas têm como pressuposto a neutralidade da moeda. Deste ponto de vista teórico, o fato de a moeda ser o intermediário das

trocas não traz consigo nenhuma diferença. De forma muito sucinta, Keynes a resumiu em uma frase:

Desde o tempo de Say e de Ricardo os economistas clássicos têm ensinado que **a oferta cria sua própria procura**; isto significa de modo expressivo, mas não claramente definido, que o total dos custos de produção deve ser gasto por completo, direta ou indiretamente, na compra do produto. (Keynes, 1936, p. 25, grifo meu).

Em termos agregados, isso significa que não possa haver desequilíbrios, e sim que a demanda agregada de bens depende da oferta agregada. Toda a produção geraria rendas na forma de salários, lucros e aluguéis, as quais remunerariam os fatores de produção, que seriam destinadas a demandar a própria produção realizada anteriormente. Ou seja, a produção, pela remuneração dos fatores, cria recursos para que a própria produção seja demandada, os produtos são pagos pelos produtos.

Segundo a teoria que Say estava desenvolvendo², seria possível para um bem particular ser produzido em excesso relativo a todos os outros bens, mas seria impossível para todos os bens serem produzidos em excesso relativo, ou seja, a superprodução seria impossível. Uma implicação da lei de Say para o mundo real é que não há excesso de demanda por moeda. Nessa perspectiva, isso significa que a demanda por moeda é somente para suprir a demanda de bens que estão sendo produzidos. Segundo Blaug (1996, p. 145), a Lei de Say, em sua versão forte, “*states that the money market is always in equilibrium because, regardless of prices, people supply commodities only to use the money received to demand others commodities ‘immediately’*”.

Sob esta ótica, a moeda serve apenas como meio de troca e, portanto, a soma total dos bens demandados é sempre identicamente igual a soma de todos os bens que são ofertados, exatamente como descrito por Keynes em uma “Economia de Trocas Reais”.

Da lei de Say, pode-se depreender que uma mudança no nível de preços não altera a relação entre o mercado de bens e o mercado monetário, no longo prazo. Isso implica que o mercado de bens não sofre distúrbios e uma mudança no nível de preços não leva a uma mudança no preço relativo das mercadorias, algo que só se verifica no curto prazo. Em um mundo em que prevalece a Lei de Say, a moeda é neutra e incapaz de afetar os preços relativos dos bens produzidos perenemente.

² Para mais detalhes sobre a Lei de Say ver: Blaug (1996, p. 143 – 160); Mollo (2004, p. 324-327)

Portanto, a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM)³ implica a Lei de Say e vice-versa, uma vez que o equilíbrio do mercado de bens implica o equilíbrio do mercado monetário. A TQM leva em consideração a função da moeda como meio de pagamento (transações) e negligencia a interdependência entre o mercado de bens e mercado monetário, fundamentalmente, por não considerar a moeda como reserva de valor.

Ressalta-se que os economistas clássicos, anteriores a Keynes, não citavam a Lei de Say como sendo uma Lei, tampouco a creditavam a Say, mas o argumento central, de que os mercados se autoajustam, sempre estava presente no raciocínio, e, muitas vezes, pressupunham-na tacitamente.⁴ No entanto, aceitavam a TQM a qual atende os mesmos pressupostos da Lei de Say. Esta passa a ser aceita explicitamente pela ortodoxia, principalmente, a partir dos Monetaristas⁵, em uma espécie de resposta acadêmica à Revolução Keynesiana.

Vale destacar que, sob o ponto de vista ortodoxo, a moeda pode afetar temporariamente o produto real antes que os efeitos da variação da quantidade em circulação afetem o nível preços. Esses efeitos transitórios na economia ocorrem dependendo se há ou não erros de expectativas, ilusão monetária, rigidez nominal de preço, etc. As justificativas variam de acordo com cada escola do pensamento, Monetaristas, Novos-Keynesianos, Novos-Clássicos têm sua própria concepção dos desvios que a moeda pode causar no curto prazo em relação ao produto de pleno-emprego.

Grosso modo, tais desvios acontecem quando os mercados não são eficientes, ou seja, depende do regime de concorrência, se a informação não é perfeita e/ou se há rigidez de

³ Supondo M, a oferta de moeda; V a velocidade de circulação da moeda; P, o nível geral de preços; e Y o nível de renda real de uma Economia, tem-se que: $MV = Py$ ou $M/P = y/V$. Segundo a TQM, supõe-se que V seja estável e y seja dada no mercado de trabalho. M é definida de forma exógena, portanto, P absorve as variações em M, no longo prazo. Uma consequência direta da TQM é que as variáveis preço e oferta de moeda mantêm uma razão constante ao longo do tempo. Se a oferta de moeda duplica, no longo prazo, ocorre a duplicação dos preços. Deduz-se, então, que existe uma causalidade da moeda para os preços, estes variam subsequentemente a uma mudança na oferta de moeda (Carvalho et al., 2000:27-28). Portanto, a moeda é neutra no longo prazo sendo incapaz de afetar o nível de produto e a TQM também se encaixa na descrição keynesiana de uma “Economia de Trocas Reais”. O preço é totalmente definido pelo estoque de dinheiro e y é determinado por forças reais. Isso nega a possibilidade de se reter dinheiro mesmo pelo motivo transação.

⁴ Blaug (1996, p. 150) relata um caso em que o próprio Say critica Ricardo por usar a Identidade de Say e enfatizar que a taxa de juros equilibra a poupança e o investimento. O autor também destaca que o próprio Say nunca usou a frase “a oferta cria sua própria demanda” para designar suas Leis de Mercados. Que antes de Keynes não há documentação desta assertiva, sendo provavelmente invenção deste autor.

⁵ Com a “Revolução Keynesiana” a moeda passará a desempenhar um papel de distintivo entre a heterodoxia e ortodoxia ver Cardim de Carvalho (1992); Mollo (2004). Friedman, a frente da Escola Monetarista, procurará restabelecer a importância das relações de trocas reais na economia, minimizando novamente o papel da moeda colocando um contraponto ao pensamento keynesiano: ver Friedman (1989).

preços. Além disso, quanto mais estável for a demanda por moeda mais rapidamente se atinge a neutralidade monetária. A demanda por moeda pelo motivo transação é percebida como estável por depender da renda, já que se supõe que esta pouco varia no curto e no longo prazo sob a visão ortodoxa. O papel que resta ao Estado neste contexto é permitir que os mercados atuem de forma eficiente. Então as políticas econômicas devem ser previsíveis, seguir regras e a intervenção deve ser a menor possível, uma vez que o livre o mercado tende a eficiência por si mesmo.

Além da TQM, a igualdade clássica entre poupança e investimento também pode ser derivada da Lei de Say. Se o consumidor, não gasta toda sua renda na obtenção de produtos, ele poupa, a fim de obter consumo futuro. Essa poupança se somará aos fundos emprestáveis necessários ao investimento, e, portanto, também será gasta. Ou seja:

um ato de poupança individual conduz inevitavelmente a um ato paralelo de investimento, pois, mais uma vez, é incontestável que a soma dos incrementos líquidos da riqueza dos indivíduos deve ser exatamente igual ao incremento líquido agregado da riqueza da comunidade (KEYNES, 1936, p. 27).

A Lei de Say, no sentido de que a renda gerada pela venda da produção é equivalente aos custos de produção, é segundo Keynes o “axioma das paralelas” da Teoria Clássica e daí todas as outras hipóteses e teorias podem ser derivadas:

Portanto, a hipótese da igualdade entre o preço da procura da produção global e o preço da oferta é que deve ser considerada o “axioma das paralelas” da teoria clássica. Admitida esta hipótese, tudo o mais se deduz naturalmente — as vantagens sociais da poupança individual e nacional, a atitude tradicional para com a taxa de juros, a teoria clássica do desemprego, a teoria quantitativa da moeda, as vantagens ilimitadas do *laissez-faire* quanto ao comércio externo e muitos outros aspectos que teremos de discutir. (KEYNES, 1936, p. 27).

1.3 – A taxa de juros e a relação entre *finance*, investimento e poupança

A primeira consequência dessa revolução keynesiana para a regulação do sistema econômico rebate diretamente sobre a natureza dos juros e o papel do sistema bancário. Segundo a abordagem clássica, a taxa de juros equilibra a oferta de empréstimos, ou os fundos emprestáveis, com a demanda por empréstimos. Tal oferta poderia facilmente ser substituída pela compreensão clássica do que seria a poupança agregada e a demanda por empréstimos pelo investimento agregado. A taxa de juros de equilíbrio seria aquela que igualaria a oferta e a demanda por empréstimos ou a poupança e o investimento agregados, ambas as variáveis

definidas simultaneamente. Esta dedução clássica se apoia no fato de que a renda real, ou o nível de produto, é definida no mercado de trabalho e é dada neste modelo. Uma vez definida a renda, o indivíduo define quanto gastar e quanto poupar, conforme a taxa de juros. Neste modelo, a taxa de juros determina o nível de poupança, ela é um prêmio concedido ao ato de poupar. O investimento depende da poupança prévia para ocorrer e os bancos exercem simplesmente o papel de intermediadores financeiros, captando poupanças e alocando-as para aqueles que desejam investir na forma de empréstimo.

Essa teoria, para Keynes, seria implausível porque, sob sua análise, o investimento é a *causa causans* na determinação da renda e, conseqüentemente, da poupança agregada, revertendo a causalidade clássica. Sob esta perspectiva, a poupança é um resultado da renda que tem no investimento seu principal determinante e só existe quando ele é realizado, portanto, equivalentes ao longo do tempo. Por essa razão, haveria a necessidade de reformular quais fatores determinariam a taxa de juros:

Outro aspecto, especialmente característico deste livro, é a teoria da taxa de juros. Nos últimos tempos muitos economistas têm afirmado que o montante de poupança atual determina a oferta de capital disponível, que o ritmo de investimento corrente governa sua demanda e que a taxa de juros é, por assim dizer, o fator de equilíbrio de preços determinado pelo ponto de interseção entre a curva da oferta da poupança e a curva de demanda do investimento. **Mas se a poupança global é necessariamente e em todas as circunstâncias exatamente igual ao investimento global, é evidente que essa explicação não se sustenta. Temos que ir adiante e procurar a solução em outra parte. Eu a encontro na idéia de que é a função da taxa de juros preservar o equilíbrio não entre a demanda e a oferta de novos bens de capital, mas entre a demanda e a oferta de dinheiro, isto é, entre a demanda pela liquidez e os meios de satisfazer essa demanda.**” (KEYNES, 1936, p. 11, grifo meu).

A inovação teórica keynesiana, de difícil compreensão por seus debatedores, foi colocar a taxa de juros como aquela que resulta da interação entre oferta e demanda por moeda. No sentido de que estas são na verdade oferta e demanda por liquidez. Diferentemente da visão tradicional, na perspectiva pós-keynesiana, como afirma Hermann (2003, p. 259), “a taxa de juros não é capaz de estimular a poupança individual ou agregada porque não representa, como se crê na visão convencional, o prêmio pelo próprio ato de poupar”. A rentabilidade da poupança só ocorre sobre a parte mais ilíquida, aquela que não é conservada em moeda e não na renúncia ao consumo à qual da origem à poupança. Por esse ponto de vista, a elevação na taxa de juros não incentiva o aumento na taxa de poupança, significando no máximo uma realocação da poupança agregada em favor a títulos em detrimento da moeda. A decisão de poupar é condicionada à renda e ao nível de consumo, é um resíduo. A restrição ao investimento não é decorrente do montante de poupança agregada – este, pela visão keynesiana, é sempre igual ao investimento – mas sim da disponibilização dos recursos

em instrumentos financeiros de longo prazo que viabilizem o investimento, ou seja, da disposição dos detentores de riqueza em abrir mão de liquidez.

Para conceber a hipótese de preferência por liquidez dos agentes, como visto, há necessariamente que se quebre com a hipótese clássica da neutralidade monetária, ou seja, de que a moeda é apenas demandada pelo motivo transação. Além deste, Keynes elenca mais dois: o motivo precaução e o motivo especulação, esses motivos só são possíveis graças à introdução da incerteza no pensamento keynesiano⁶. Como o motivo especulação é o mais instável, para Keynes, ele quem exerce maior peso na determinação da taxa de juros, pois este que “espelha as expectativas inerentemente instáveis dos agentes nos mercados organizados de ativos” (STUDART, 1993, p. 108). O equilíbrio frágil entre opiniões divergentes entre altistas (aqueles que esperam a alta dos preços dos ativos a queda da taxa de juros) e baixistas (o inverso) varia conforme a preferência dos agentes ou por ativos mais líquidos ou por mais rentáveis, e esta determina a taxa de juros.

A moeda é demandada e retida, segundo o motivo especulação, porque ela é o ativo de menor risco que tem a propriedade de transportar valor, poder de compra, entre o presente e o futuro. Esta característica fundamental da moeda a impede de ser neutra, de servir exclusivamente para as trocas. Apenas em um mundo onde não existisse incerteza e temores quanto ao futuro a moeda poderia ser neutra, cenário bem diferente do “mundo real”. O argumento, até então tácito subjacente à neutralidade da moeda é a plena confiança na capacidade humana de antever os possíveis distúrbios na economia e de calcular a probabilidade de ocorrência de tais distúrbios, não existe incerteza. Deste ponto de vista, a análise clássica e neoclássica que primam tanto pelo estudo da Economia do ponto de vista “científico”, buscando criar uma epistemologia para as ditas “Ciências Econômicas” precisam adotar um tom de esoterismo disfarçado em modelos probabilísticos para prever o futuro.

Uma das consequências dessa controvérsia sobre o papel da moeda, que vale a pena ser destacada, foi a discussão entre Keynes e seus colegas “clássicos” (Hicks, Robertson, Ohlin), após a publicação da Teoria Geral, sobre o papel da poupança. A principal insistência de Keynes em relação a esses autores foi de demonstrar para a realização do investimento não é necessário haver poupança prévia.

⁶ Completamente diferente da abordagem neoclássica que, em sua análise, torna a demanda por estes motivos bem comportada nos livros textos, por exemplo. Para isso, coloca o motivo precaução como dependente da renda, a qual hipoteticamente é estável, e, quanto ao motivo especulação, probabiliza o comportamento da taxa de juros.

Para Keynes, e também para os “clássicos”, existe uma identidade contábil entre poupança e investimento agregados. No entanto, para os segundos essa igualdade se dá em um ponto de equilíbrio dado pela taxa de juros. Para Keynes, a igualdade entre poupança e investimento ocorre do ponto de vista de igualdade contábil, do mesmo modo que as compras são iguais às vendas, trata-se de uma relação bilateral. Segundo Keynes⁷, toda vez que um empresário investe (compra) em um equipamento, ele gera receitas àquele que o vendeu na mesma quantia do seu gasto/investimento. As receitas que sobrepõem os custos de produção daquele que o vendeu é a poupança (que é igual ao investimento realizado por quem comprou/investiu). Deste ponto de vista, a poupança líquida agregada é sempre igual ao investimento líquido agregado. Portanto, a poupança é um resíduo, um resultado da decisão de investir e nunca difere do investimento, há uma direção causal da efetividade investimento para a criação de poupança. O investimento gera renda e desta deriva-se a poupança.

Por esse motivo, não pode ser da interação entre investimento e poupança, a determinação da taxa de juros. Partindo desta premissa e levando em conta a temporalidade do investimento, no momento em que o empresário decide investir, a poupança relativa a este investimento ainda não foi criada:

Planned investment – i.e. investment ex ante – may have to secure its ‘financial provision’ before the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place. It is, so to speak, as though a particular piece of investment before either has occurred, before it is known who is going to do the particular piece of saving, and by someone who is not going to do the saving himself. There has, therefore, to be a technique to bridge this gap between the time when the decision to invest is taken and the time when correlative investment and saving actually occur. (KEYNES, 1937b, p. 207-8).

Nesta “ponte” entre a decisão de investir e o investimento de fato, os bancos exercem papel crucial, pois podem oferecer um crédito rotativo que atenda a demanda por liquidez no momento da decisão de investir. A característica fundamental do setor bancário,

⁷ “A equivalência entre a quantidade de poupança e a quantidade de investimento decorre do caráter bilateral das transações entre o produtor, de um lado, e o consumidor ou o comprador de equipamento de capital de outro lado. A renda cria-se pelo excedente do valor que o produtor obtém da produção que vendeu sobre o custo de uso, mas a totalidade desta produção deve ter sido vendida, obviamente, a um consumidor ou a outro empresário e o investimento corrente de cada empresário é igual ao excedente sobre o seu próprio custo de uso do equipamento que comprou a outros empresários. **Portanto, em conjunto, o excedente da renda sobre o consumo, a que chamamos poupança, não pode diferir da adição a equipamento de capital, a que chamamos investimento.** O mesmo sucede com a poupança líquida e o investimento líquido. A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos. Presumindo que as decisões de investir se tornem efetivas, é forçoso que elas restrinjam o consumo ou ampliem a renda. Assim sendo, nenhum ato de investimento, por si mesmo, pode deixar de determinar que o resíduo ou margem, a que chamamos poupança aumente numa quantidade equivalente”. (Keynes, 1936, p. 53, grifo meu)

destacada por Keynes, nos primeiros capítulos de *Treatise on Money*, é a de criar moeda, alavancando seu ativo e criando depósitos.

Para dissociar esta demanda por moeda, de outras formas de crédito e empréstimos bancários, Keynes o denomina “*finance*” (KEYNES, 1937b, p. 208). Essa modalidade de demanda por moeda é especialmente importante por estar sujeita a fortes flutuações, o que impacta na taxa de investimento e, conseqüentemente, na atividade econômica como um todo.

Keynes destaca que poupança e *finance* são dois conceitos completamente distintos, em que “‘*finance*’ and ‘*commitments to finance*’ are mere credit and debit books entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance.” (KEYNES, 1937b, p. 209). Ainda, o autor distingue “*finance*” de poupança, relacionando o primeiro com um **fluxo** de investimento. Define-o como um adiantamento do gasto, o qual funciona como um fundo rotativo e, uma vez realizado o investimento, há geração de rendas, então, este adiantamento pode ser liberado e servir a outro novo investimento. Este recurso não fica preso a algum investimento que tenha financiado. Já poupança se relaciona a adição líquida a um **estoque**, e cada novo investimento se relaciona a uma nova poupança e eles ficam amarrados um ao outro. Outra característica, apontada pelo autor, é que a poupança só pode ser usada uma única vez, “*it relates to the net addition to the stock of actual assets*” (KEYNES, idem)⁸.

Esta distinção é essencial para diferenciar a teoria keynesiana acerca da determinação da taxa de juros da teoria ortodoxa vigente à época. Seus debatedores insistem em afirmar que a teoria keynesiana é outra forma de afirmar o que os “clássicos” afirmavam⁹.

⁸ Segue a passagem completa:

“(…). But ‘*finance*’ has nothing to do with saving. At the ‘*financial*’ stage of the proceedings no net saving has taken place on anyone’s part, just as there has been no net investment. ‘*Finance*’ and ‘*commitments to finance*’ are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance.

It is possible, then, that confusion has arisen between credit in the sense of ‘finance’, credit in the sense of ‘bank loans’ and credit in the sense of ‘saving’. I have not attempt to deal here with the second. It should be observed that a confusion between the first and last would be one between a flow and stock. Credit, in the sense of ‘finance’, looks after a flow of investment. It is a revolving fund which can be used over and over again. It does not absorb or exhaust any resources. The same ‘finance’ can tackle one investment after another. But credit, in Professor Ohlin’s sense of ‘saving’, relates to a stock, each new net invest ent has new net saving attached to it. The saving can be used once only. It relates to the net addition to the stock of actual assets” (KEYNES, 1937b, p. 209).

⁹ Hicks (1936) e Robertson (1936) ao discutirem a Teoria Geral publicada por Keynes arguem que a teoria da taxa de juros e preferência por liquidez keynesiana nada mais seria do que uma forma alternativa de expor a teoria da taxa de juros vigente à época: Segundo Hicks (1936: 245), a escolha do método keynesiano em definir a taxa de juros não passaria de uma questão de conveniência: “*This latter method (a teoria monetária keynesiana) is the method of Mr Keynes. It is a perfectly legitimate method, but does not prove other methods to be wrong. The choice between them is purely a question of convenience*”. Segundo Robertson (1936, p. 183):

Segundo esta teoria, a taxa de juros é determinada pela interação entre poupança (oferta de crédito) e investimento (demanda por crédito) que define a taxa de juros. Ainda, de acordo com seus contemporâneos, a forma como Keynes coloca que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de moeda, isso seria o mesmo que dizer oferta e demanda de crédito, portanto, a mesma coisa. Como exemplo para desfazer este mal entendido, Keynes usa o conceito de *finance* para destacar que este não é e não pode ser poupança no sentido ortodoxo do conceito. Esta modalidade de financiamento também se caracteriza por ser um tipo de demanda por moeda, e, como ressalta o autor, não é a única. Nesse sentido, a taxa de juros é determinada pela demanda por moeda, ou seja, por quem demanda liquidez e pela oferta desses recursos, ou seja, por aqueles que se dispõem a abrir mão de liquidez.

Apesar de o “*finance*” ser um fluxo, um crédito rotativo (“*a revolving fund*”), a taxa de juros também para Keynes é determinada por estoques. Ela é o resultado da interação entre o estoque corrente moeda e o corrente estado de preferência por liquidez¹⁰.

Pela perspectiva keynesiana, nota-se que os mercados bancário e de capitais são fundamentais no provimento de liquidez (“*cash*”, no original) para a execução do investimento e para a determinação da taxa de juros. Para haver investimento, é necessário que ou sistema bancário, ou o mercado de capitais abra mão de liquidez. Supondo que sistema bancário esteja provendo ao empresário crédito rotativo na forma do “*finance*”, após a realização do investimento este recurso é liberado e volta para o sistema bancário; mas, se no período seguinte houver aumento da taxa de investimento que gera aumento na demanda por *finance*, se o sistema bancário não estiver disposto a conceder mais empréstimos desta modalidade, a consequência é um aumento na taxa de juros. Este aumento independe da taxa de poupança da população¹¹ (KEYNES, 1937c, p. 222).

Esta variação na taxa de juros, como já ressaltado, não decorre, portanto, da interação entre investimento e poupança, como alegado pelos clássicos, mas o nível da taxa de

“(…) it is not as a refutation of a common-sense account of events in terms of supply and demand for loanable funds, but as an alternative version of it, that Mr. Keynes' account as finally developed must be regarded.”

¹⁰ “The rate of interest relevant to *ex ante* investment is the rate of interest determined by the current stock of money and the current state of liquidity preferences at the date when the *finance* required by the investment decision has to be arranged” (KEYNES, 1937c, p. 218).

¹¹ “The point remains, however, that the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. If there is no change in the liquidity position, the public can save *ex ante* and *ex post* and *ex* anything else until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least – unless, indeed, the result of their efforts is to lower the scale of activity to what it was before”. (KEYNES, 1937c, p. 222).

juros afeta tanto o nível de investimento, que é inversamente relacionado com a taxa de juros, como a alocação das poupanças individuais criadas pelo investimento. Esta alocação é fundamental, segundo Studart (1993, p. 106) para determinar a “disponibilidade de fundos para a consolidação financeira (*fundings*) dos passivos das empresas endividadas e do sistema bancário”. O modo como esse passivo pode reduzir ou aumentar a fragilização do sistema financeiro, conforme aumentam as relações de débito na economia.

1.4 – A consolidação financeira do investimento – *funding*

O investimento caracteriza-se por ser um compromisso de longo prazo, e para viabilizá-lo seria preciso, segundo Keynes (1937b) compatibilizar as estruturas ativas e passivas dos diversos agentes envolvidos no processo de intermediação financeira, a fim de evitar o aumento da fragilidade financeira.

Para diminuir os riscos atrelados às mudanças da taxa de juros na economia (e aumento dos custos das captações em relação à rentabilidade dos ativos), normalmente, os bancos não alongam o prazo do crédito concedido ao investimento, e neste contexto ou os investidores teriam de rolar suas dívidas até a maturação do investimento, o que não é desejável pelo investidor, pela possível mudança nas taxas de juros ou nas condições de crédito, ou ele teria, em perspectiva, uma forma de consolidar sua posição passiva alongando o prazo de sua dívida de forma que este acompanhasse a maturação do investimento. Portanto, normalmente, quando os empresários decidem investir, eles têm em mente uma forma de consolidar os seus passivos (STUDART, 1993, p. 109-110).

O empresário, segundo Keynes (1937c) teria de obter financiamento de curto prazo que viabilizasse o período de produção do investimento – este é o papel do *finance* – e, também, poder eventualmente consolidar suas posições de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo – este é o papel do *funding*. Essa dupla necessidade de financiamento do investimento, no momento em que é realizado, e no alongamento posterior das dívidas contraídas para a sua execução, é evidenciada por Keynes (1937c, p. 217, grifo meu) na seguinte passagem:

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once; but this makes no difference to the amount of ‘finance’ which has to be found by the market

as whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public. Thus it is convenient to regard the twofold process as the characteristic one.

Convém destacar, conforme o investimento se realiza, do ponto de vista macroeconômico, com a geração de rendas, as suas respectivas poupanças são criadas, no entanto, “o *funding* está condicionado pela propensão do público a adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação da renda” (STUDART, 1993, p. 110) A poupança existe, o que não ocorre necessariamente, é o prazo da dívida deixada pela realização do investimento casar com o desejo dos detentores de riqueza financeira de abrir mão de liquidez pelo mesmo período de tempo.

Essa alocação de poupanças é função direta das taxas de juros. Um mercado financeiro organizado, apesar de ser fonte de volatilidade nos preços dos ativos e das taxas de juros, ele pode prover a coordenação dos horizontes temporais contraditórios desejados pelos poupadores, detentores da riqueza financeira – que desejam ganhos de rentabilidade no curto prazo –, e pelos investidores – que desejam alongar suas posições passivas. Isso é possível pela diversificação dos ativos colocados à disposição aos poupadores (STUDART, 1993, p. 111). Mas isso depende das taxas de juros, se elas forem altas para aplicações de curto prazo, os detentores de riqueza não abrirão mão de liquidez.

Implicitamente, no arcabouço institucional pensando por Keynes, o sistema bancário teria de ser desenvolvido o suficiente para prover o crédito necessário ao *finance* e o mercado de capitais teria de ser capaz de prover o *funding*, compatibilizando as estruturas e passivas entre agentes deficitários e superavitários.

Mais tarde, Zysman (1982), classificaria esse tipo de arranjo institucional como *capital market-based system*. Este autor, também ressalta que esta organização não é dominante na prática e haveria também outras formas de arranjo como a *credit-based system*. Nesse arcabouço, o mercado de capitais não é organizado suficiente para conceder crédito de longo prazo e as firmas se apoiam nos bancos para obterem crédito. Neste arranjo, a Autoridade Monetária exerce papel fundamental para manter o equilíbrio do sistema bancário. E o governo pode influenciar no investimento privado, por meio da relação entre bancos e Autoridade Monetária (STUDART, 1993. p. 113).

Stuart (1993, p. 113) ressalta que cada arranjo institucional detém condições de estabilidade financeira que lhes são características: aqueles fundamentados no mercado de

capitais são mais sensíveis a oscilações e surtos nos mercados de ativos; e aqueles fundamentados no mercado de crédito dependem da estabilidade da taxa de juros nominal de curto prazo para que as empresas investidoras sejam capazes de rolar continuamente as dívidas.

1.5 – Moeda endógena, inovações financeiras e tensões entre bancos e regulação

Conforme visto anteriormente, o motivo apresentado por Keynes para reter liquidez tem a ver com a segurança que a moeda fornece aos detentores da riqueza. A pergunta que cabe neste momento é o que garante que a moeda seja capaz de transportar poder de compra entre o presente e o futuro? Não há como conceber moeda nesse sentido sem considerar o papel do Estado como garantidor daquilo que convencionalmente se resolveu chamar de moeda. A visão sobre o papel do Estado como garantidor da moeda já estava presente no *Treatise on Money* antes mesmo de sua ruptura definitiva com a Teoria Quantitativa da Moeda.

Nos três capítulos iniciais do *Treatise*, Keynes apresenta uma taxonomia sobre os diferentes tipos de moeda que podem circular, em um dado momento, em uma Economia. Haveria fundamentalmente, segundo sua concepção, dois tipos de moeda, a moeda propriamente dita (a qual se subdivide em mais três categorias: *commodity money*, *fiat money* e *managed money*); e a moeda bancária, a qual representa uma dívida. Como a maior parte da moeda em circulação é privada, de origem bancária, a estabilidade do sistema monetário só poderia ser obtida pela intervenção do Estado. Este tem a função essencial de determinar o que é moeda e ir além: garantir os contratos firmados privadamente. Ou seja, deve assegurar além de sua própria moeda e a privada. Na passagem abaixo, Keynes destaca o papel do Estado na determinação do que é moeda:

*The State (...) comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description of the contract. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare **what thing** corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time – when, that is to say, it claims the right to re-edit the dictionary (KEYNES, 1930, p. 4).*

Sobre a moeda bancária, Keynes reconhece que: “*bank money is simply an acknowledgement of a private debt, expressed in the money of account, which is used by passing from one hand to another, alternatively with money proper, to settle a transaction*” (KEYNES, 1930, p. 5). No entanto, o autor deixa claro que “*they [os reconhecimentos de*

*dívida] are not money proper” (KEYNES, idem). Ou seja, a moeda bancária é uma **expressão** da moeda propriamente dita, e ela pode ser validada socialmente, quando a dívida que ela expressa é liquidada ou quando o Estado intervém e garante o valor da moeda privada. Esta função do Estado na Economia foi denominada no jargão econômico de “Emprestador de Última Instância”, analisada por heterodoxos como Hyman Minsky e Michel Aglietta.*

Sobre o papel do Estado no estabelecimento da ordem monetária, Aglietta (1979, p. 343) destaca que a Autoridade Monetária tenta prover certa estabilidade ao sistema de crédito, unificando as diferentes moedas bancárias no espaço nacional, pela emissão de uma moeda forçada (*enforced currency*), cuja função é a criação da moeda nacional:

Enforced currency is a coercive practice of the state, imposing the unrestricted social acceptance of the monetary tokens issued by the central bank. The central bank money replaces the commodity form of the general equivalent within the national economic space of the nation. The national money market is no longer an arena where tokens are validated by reference to a universal commodity. It becomes an arena where all bank money is unified by the central money. This unification forms a national money.

Esta visão está em conformidade com Belluzzo e Almeida (2002, p. 30):

A ordem monetária é indissociável da soberania do Estado, e sua sobrevivência supõe que os proprietários privados acatem a moeda como uma convenção necessária para a reprodução do processo de circulação das mercadorias, de liquidação das dívidas e da avaliação da riqueza.

No pensamento pós-keynesiano, portanto, a legitimação da moeda como reserva de valor só pode ser feita pelo Estado. Isso é consequência da questão da moeda como criação endógena no sistema capitalista, e não exógena como apregoa a visão tradicional, esta advinda naturalmente da hipótese da neutralidade da moeda. Se a moeda não detém outra função na economia, exceto a de realizar trocas, o Estado poderia facilmente controlar sua oferta de modo que esta fosse uma proporção entre a circulação de mercadorias e a velocidade com que circula, conforme ressalta a TQM.

No entanto, quando se pensa na moeda como a finalidade das transações econômicas, em que a produção de mais mercadorias não é um fim em si, mas apenas um meio para obter-se mais moeda, pode-se pensar que existem incentivos no sistema econômico para que os agentes privados burlem as regras estabelecidas pelo Estado e criem moeda para além da capacidade de o Estado controlar a oferta, neste contexto, existe tensões entre o agente regulador, Autoridade Monetária, e sistema bancário. Na busca de aumentar a rentabilidade, os primeiros buscam expandir a oferta monetária por meio de inovações

financeiras que burlam as regras estabelecidas. Isso só é possível, porque neste arcabouço teórico a moeda é vista como um ativo especial que representa a riqueza e é capaz de transportar valor entre o presente e o futuro da forma menos arriscada para o seu detentor, pois a sua conversibilidade não é garantida por contratos privados, mas pelo Estado.

Sobre a capacidade de o Estado controlar a oferta monetária, a ruptura teórica keynesiana não é clara. Nos capítulos iniciais do *Treatise*, quando Keynes trata da criação de moeda bancária via emissão de crédito, coloca o Estado como um grande maestro que orchestra de forma harmônica o ritmo em que novas moedas são geradas. Este controle derivaria de sua capacidade de impor reservas fracionárias ao sistema bancário: “*the central bank is the conductor of the orchestra and sets the tempo*” (KEYNES, 1930, p. 26).

O próprio fundo de reservas bancárias poderia colocar um limite à criação de moeda no sistema bancário, equilibrando momento de escassez de liquidez com excesso de liquidez¹². O aumento na criação de moeda seria, portanto, uma função da demanda por moeda, se esta for fundamentalmente por moeda bancária, a criação de moeda poderia ser infinita, o que limita esta expansão é a demanda por “moeda propriamente dito”, ou seja, demanda por moeda não bancária na forma de saques. Como Keynes reconhece já em 1930 que a demanda por moeda é fundamentalmente demanda por moeda bancária, pode-se perceber o papel essencial que os intermediários bancários detêm no sistema financeiro:

If we suppose a closed banking system, which has no relation with the outside of the world, in a country where all payments are made by cheque and no cash is used, and if we assume further that the banks do not find it necessary in such circumstance to hold any cash reserves but settle inter-bank indebtedness by a transfer of other assets, it is evident that there is no limit to the amount of bank money which the banks can safely create provided that they move forward in step. (KEYNES, 1930, p. 23)

Na Teoria Geral, Keynes não trata da capacidade do sistema bancário em criar moeda para além das amarras impostas pelo agente regulador, no caso o Banco Central. Segundo este autor, um atributo essencial da moeda seria sua baixa elasticidade de oferta, além de sua baixa elasticidade de substituição. Um símbolo para se tornar moeda não

¹² “(...) if the bank as a whole are creating deposits at a rate which will cause the reserves as a whole to fall to low, some bankers will find their reserve ratios deficient and will, therefore, be compelled to take a step backwards, whilst if the aggregate deposits are below their normal ratio to reserves, some banks will find their reserve ratios excessive and will be stimulated to take a step forwards. **Thus it is the aggregate of the reserve resources which determines the ‘pace’ which is common to the banking system as a whole**”. (Keynes, 1930, p. 25; grifo meu)

responderia prontamente ao aumento da demanda e não haveria substitutos em seu lugar, deste modo poderia desempenhar o seu papel de reserva de valor na economia.

Neste contexto, pós-keynesianos desenvolveram o conceito de moeda endógena, fundamentalmente, esta concepção parte do pressuposto de que os Bancos Centrais não têm pleno controle sobre a oferta de moeda bancária na economia e muitas vezes agiriam de forma passiva. Este fato fica evidente na década de 1960¹³, quando os bancos norte-americanos, primeiramente, o *Citibank*, inovam em suas formas de captação via gerenciamento do seu passivo o que possibilita ao sistema bancário aumentar consideravelmente o nível de alavancagem. As inovações bancárias com vistas a contornar as regulamentações dos Bancos Centrais e aumentar a alavancagem é uma realidade do sistema financeiro moderno e isso ficou ainda mais evidente na crise de 2008. A securitização¹⁴, uma inovação iniciada na década de 1980 no mercado de hipotecas imobiliárias norte-americano, foi o grande vetor desta crise mais recente.

A maior ironia das inovações financeiras é que elas são apresentadas ao mercado como “seguras” e capazes de diluir o risco, o que permite que os agentes reguladores não bloqueiem e até mesmo incentivem tais fenômenos, sendo, portanto, passivos em sua postura quanto à limitação na oferta de moeda bancária. Por essa razão, pós-keynesianos¹⁵ afirmam

¹³ A introdução de Certificados de Depósitos para pessoa jurídica no atacado pelo Citibank, em 1961, marca o início do gerenciamento de passivos de forma ativa pelos Bancos Comerciais norte-americanos, cuja grande vantagem foi que, se a empresa comprasse um certificado de depósito por um prazo determinado do banco comercial e precisasse de liquidez antes do vencimento deste título, ela poderia negociá-lo em um mercado secundário organizado, e não incorreria das perdas contratuais caso tivesse de reaver esta quantia diretamente junto ao banco comercial que lhe vendera. Havia, portanto, vantagens para o cliente do banco, por não imobilizar completamente os seus recursos; e para o banco comercial, que captava por um prazo específico e não era obrigado a depositar recursos a mais por isso no Banco Central (Guttmann, 1994, p. 158).

¹⁴ Minsky (1987) relaciona o início do processo de securitização com a política de altas taxas de juros, no período da gestão de Paul Volcker, frente ao Federal Reserve, a partir de 1979. Com o aumento das taxas de juros, a rentabilidade das instituições depositárias é prejudicada, pois ainda estavam sob a *Regulation Q*, elas tinham teto de remuneração do ativo, mas seus custos de captação cresceram demasiadamente nesta época: “*the ability of the thrifts to create mortgages was unimpaired even as their ability to fund holdings was greatly impaired. Securitization as we know it began in the U.S. mortgage market. It enabled thrifts to continue to initiate mortgages even though their funding ability was sorely compromised. Although modern securitization may have begun with the thrifts, it has now expanded well beyond the thrifts and mortgage loans*”.

¹⁵ No debate acerca da endogeneidade da moeda, haveria, segundo Madi (1993), duas principais vertentes: a acomodatória e a estruturalista. Os principais expoentes da primeira são Kaldor e Moore, sob o argumento de que “a oferta monetária, no sentido estrito de M1, acomoda plenamente a demanda de moeda, numa economia creditícia, em função do risco de liquidez do sistema financeiro” (Madi; 1993; p.25). Ou seja, num caso de escassez de liquidez do sistema bancário, a Autoridade Monetária supre tal deficiência de recursos, para evitar crises financeiras. A oferta de crédito é, então, determinada pelas condições da demanda. Quanto à segunda, os principais expoentes são Minsky e Rousseas (Madi; 1993). A diferença em relação aos primeiros está no fato de acreditarem que “no curto prazo, o Banco Central não só pode impor controles quantitativos à expansão do crédito bancário, como também não acomodar plenamente a oferta monetária no sentido estrito” (Madi; 1993; p. 25). Para estes autores, as inovações financeiras exercem um papel fundamental no funcionamento do sistema bancários, e podem alterar substancialmente a capacidade que os bancos comerciais têm de expandir os meios de

que a capacidade de o Banco Central controlar a oferta de moeda é limitada e esta não seria então definida de forma exógena, mas sim de forma endógena ao sistema financeiro. O próprio apetite das instituições financeiras em se alavancarem determinaria a taxa de expansão da oferta de moeda e não os agentes reguladores. Estes estariam sempre pelo menos a um passo atrás do sistema financeiro, limitando e regulamentando *a posteriori* o uso de uma determinada inovação financeira. Isso levaria o sistema a uma instabilidade crônica e inerente.

Dow (1985, p. 188-189) afirma que a concepção de moeda endógena pós-keynesiana não é necessariamente conflituosa com a concepção de keynesiana de baixa elasticidade de oferta monetária. Isso só faz sentido tempo histórico (irreversível) que é utilizado nos modelos pós-keynesianos. Nestes, entretanto, todas as variáveis são endógenas, exceto o tempo. Uma vez que fatos que ocorreram não se reverterem, são, portanto, dados no modelo. Variáveis exógenas, além do tempo, só seriam possíveis em análises parciais contidas em um arcabouço teórico maior.

Portanto, se aquilo que representa a moeda teria sido escasso no passado – e, por isso, confia-se que este símbolo é aquele capaz de transportar valor entre o presente e o futuro, por mais que aumente sua oferta –, atualmente isso não impede que a crença nesta moeda continue de forma intacta. Por outro lado, também não há impedimentos para que um possível excesso de oferta leve a uma desconfiança neste símbolo no tempo presente, levando-o a perder as características de “moeda propriamente dita”, no sentido keynesiano.

Minsky (1992) em sua análise sobre os ciclos econômicos e consequente hipótese acerca da fragilidade financeira, coloca a criação de moeda endógena como variável explicativa chave na sua formulação teórica. Em sua perspectiva, os bancos detêm papel fundamental na expansão da oferta monetária. Como operam com um sistema de reservas fracionadas podem criar moeda. A moeda é criada quando o sistema bancário cria ativos, destruída quando os devedores quitam seus débitos.

Essa hipótese sustenta-se na constatação de Keynes (1963, p. 169) de que, no sistema capitalista moderno, existe uma separação entre os detentores de ativos reais e os de

pagamentos, mesmo havendo limites impostos pela autoridade monetária. O aumento da oferta monetária é determinado, então, pela necessidade de liquidez da economia. Esta tese privilegia a abordagem “estruturalista” da endogeneidade monetária.

riqueza¹⁶. São os segundos que, ao emprestarem recursos, possibilitam aos proprietários nominais do capital possuir ativos reais. A intermediação desses recursos é feita majoritariamente pelos bancos que fornecem garantias aos depositantes, concedentes de recursos, e aos tomadores de empréstimos.

Ademais, o financiamento do investimento carrega consigo um rastro de dívidas (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002). Como no momento em que se realiza o investimento os empresários têm expectativas dos lucros que irão receber, a forma como o investimento é financiado tem impacto determinante na composição das estruturas financeiras dos agentes econômicos. A dívida tomada para financiar o investimento é certa, no entanto, o retorno que se espera receber por esse investimento é incerto.

Neste contexto, o presente, o passado e futuro econômico: o tempo histórico conecta-se não apenas pelos ativos de capital e pelo mercado de trabalho, mas principalmente por relações financeiras. E a fragilização financeira do sistema econômico aumenta conforme cresce a interdependência nas relações de débitos dos agentes da economia, sejam estes empresas, famílias, governos ou instituições financeiras¹⁷. Minsky (1992, p. 4-5) ressalta que, no estágio atual do capitalismo, no “mundo moderno”, a análise e as implicações das relações financeiras para o comportamento do sistema não pode ser restringida à análise patrimonial dos negócios, mas também das famílias, dos governos e das empresas internacionais.

O autor destaca três posições dos agentes na economia que variam conforme a relações entre renda e débito que possuem, são elas: “*hedge finance*”, “*speculative finance*” e “*Ponzi finance*”. Segundo essa taxonomia, o agente estaria em uma posição *hedge finance* quando a previsão acerca dos fluxos de receita fossem suficientes para sanar os compromissos financeiros do período, ou seja, ser capaz de pagar os juros e amortizar o principal das dívidas; em *speculative finance* quando a previsão dos fluxos de receita suprissem apenas os juros e não conseguisse amortizar o principal; e, em *Ponzi finance*, quando as receitas não

¹⁶ Segundo Keynes: “*There is a multitude of real assets in the world which constitute our capital wealth – buildings, stock of commodities, goods in course of manufacture and of transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this ‘financing’ takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its customers to whom it loans money, wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is a specially marked characteristic of the modern world.*” (Keynes; 1931, p. 169, grifo meu)

¹⁷ Nesse artigo de 1992, Minsky argumenta que a existência da fragilidade financeira pode ser confirmada de forma empírica e também por meio de argumentação teórica.

fossem nem suficientes para cobrir os juros, nem para amortizar o principal, sendo necessário refinar as dívidas (MINSKY, 1992, p. 7).

Em poucas palavras, nos períodos de expansão do ciclo, quando o estado geral de expectativas é favorável, a demanda por moeda é acomodada pelo sistema financeiro, que atende por meio de inovações financeiras a fim de contornar as restrições de alavancagem impostas pelos agentes reguladores, levando a expansão monetária para além da estabilidade. Nessa fase, os agentes vão deixando de ter posições hedge e vão se tornando especulativos e/ou Ponzi. Endogenamente o sistema financeiro como um todo se fragiliza por depender em graus sistematicamente maiores de receitas que são incertas para atender os custos de seu passivo, o qual também aumenta. Uma mudança no estado geral de expectativas, como, por exemplo, o aumento da taxa de juros, que incide diretamente sobre o custo das operações financeiras, pode abruptamente trazer a reversão do ciclo e a um travamento da liquidez sistêmica. Quanto maior tiver sido a expansão do crédito e a alavancagem, mais árdua é a reversão do ciclo.

Ainda na fase de expansão do ciclo, as expectativas otimistas quanto ao futuro corroboram para o aumento do endividamento e da realização do investimento na esfera real, ou seja, o investimento aumenta porque as expectativas são positivas e as expectativas são positivas porque o investimento aumenta. Trata-se de uma “profecia que se autorrealiza”. Esse círculo virtuoso se propaga, até o ponto da crise que ocorre quando ocorrem mudanças quanto às expectativas em relação ao futuro. No momento em que a crise é deflagrada, percebe-se, primeiramente, enxugamento da liquidez no sistema isso impede o investimento de se realizar, o que aprofunda ainda mais o cenário de crise: novamente, a profecia, agora no contexto de crise, se autorrealiza. Na crise, os agentes que eram, inicialmente, *hedge*, já estão em uma posição especulativa ou Ponzi, ou mesmo, podem entrar nessa situação com a reversão das expectativas – já que a previsão de receita inicial pode destoar muito da real

A fragilização financeira ocorre de forma endógena ao sistema econômico, conforme as margens de segurança tanto dos emprestadores como dos devedores diminuem. Kregel (1997, p. 543) destaca que esse processo ocorre de forma lenta e imperceptível. Os bancos como criadores de moeda, o que lhes garante a capacidade fundamental de expandir a oferta monetária via inovações financeiras, são peças-chave no processo de fragilização da economia por possibilitar o endividamento contínuo dos agentes. O autor também ressalta a contribuição teórica de Minsky, ao destacar que esse processo autogerador de instabilidade

era inevitável e endógeno ao sistema econômico, pois longos períodos de estabilidade levariam à corrosão das margens de segurança, aumentando os riscos dos devedores e emprestadores, em que as estruturas financeiras dos agentes passam de ser *hedge* e, aos poucos, tornam-se *Ponzi*.

A inovação financeira é entendida, sob a perspectiva da hipótese de Minsky, como o combustível que proporciona a fragilização financeira, ao viabilizar a deterioração das margens de segurança.

Durante a crise, a moeda exerce o seu papel fundamental de reserva de valor. Na busca desenfreada pela realização dos investimentos individuais, os agentes procuram vender seus ativos, o que acentua o processo de deflação. Neste momento todos desejam moeda, ocorrendo o fenômeno denominado por Keynes de “armadilha da liquidez”. Mesmo que as taxas de juros estejam muito baixas, as pessoas preferem reter moeda.

Neste momento, torna-se necessária a ação do Estado, via Banco Central, para atuar como emprestador de última instância e evitar tanto a queda vertiginosa dos preços dos ativos quanto o desencadeamento de falências generalizadas, assegurando o valor da moeda e a liquidez do sistema. Nesse contexto, a Autoridade Monetária aumenta a base monetária do sistema bancário, “acomodando” a demanda do público por liquidez e validando a moeda de emissão privada.

No entanto, Kindleberger (2000, p. 273) destaca que a ação do Banco Central como emprestador de última instância aguça o risco moral: “socorrer hoje instituições mal administradas aumenta amanhã a má administração”. Ocorreria o mesmo efeito no caso de esquema de seguros de depósitos “que encoraja os propensos a riscos a fazerem seguros, e os prudentes, a cuidarem da sua própria segurança” (*idem*; p. 274).

Outro ponto levantado pelo autor refere-se à dimensão política das decisões do Banco Central – “quem é ajudado e quem não é” (KINDLEBERGER, 2000, p. 275) – pois os recursos utilizados para salvaguardar o sistema financeiro são públicos. Isto gera opiniões e debates acirrados sobre o tema da privatização dos lucros e socialização dos prejuízos nos momentos de crise. Percebe-se que as relações entre os Bancos Centrais e os bancos comerciais são complexas, fundamentadas em tensões e que a atuação da Autoridade Monetária, pode desencadear o risco moral na atuação do sistema bancário quando atua como

emprestador de última instância. Esta situação contribuiria para aumentar a fragilização financeira em um período subsequente à crise.

1.6 – Moeda, Crédito, Estado e Regulação

Hipoteticamente, o Estado teria duas opções quando deflagrada a crise: salvar o sistema financeiro ou não. No entanto, ao consolidarmos a visão pós-keynesiana sobre a questão da Moeda, fica impossível imaginar que o Estado seria capaz de ir às últimas consequências na decisão de abandonar o sistema financeiro, pois isso implicaria a destruição do próprio Estado. Por maior que seja a justificativa social a favor da intervenção, defender o emprego, os trabalhadores, etc., em última instância, o motivo fundamental é evitar a própria ruptura do sistema econômico.

Na crise de 1929, quando os Estados pareciam convictos pela não intervenção, a profundidade da crise causou transtornos sociais que poderiam levar a transformações das estruturas econômicas. Não apenas o socialismo se mostrava como uma opção viável, mas também o nazi-facismo. A saída foi uma transformação profunda e irreversível do papel do Estado na regulação econômica, antes de a ruptura sistêmica ter atingido de fato seu ponto de não retorno. A própria emergência do Estado de bem-estar social foi uma maneira de adequar o sistema capitalista em um contexto de perturbação social a fim de evitar sua própria ruptura.

O fato relevante para este trabalho é que, nas crises financeiras subsequentes, o Estado tomou para si o papel de estabilizador do sistema. O método fundamental que utiliza para isso é provendo liquidez ao sistema bancário-financeiro impedindo as falências das instituições financeiras de forma generalizada. A fim de evitar um problema solvência do setor, nesses momentos, ocorre uma estatização da dívida privada pelo Estado, o qual injeta liquidez no sistema atendendo a demanda desenfreada por moeda em seu sentido de reserva de valor, mais do que em qualquer outro momento do ciclo econômico, a moeda é desejada por ser o ativo mais líquido (Keynes) e que melhor representa a riqueza (Marx). Ao impedir a quebra do sistema bancário-financeiro, o Estado garante os canais mínimos de expansão do crédito e da liquidez da economia, então, o fluxo monetário se reativa, caso a intervenção do Estado tenha levado a um estado de expectativas mais otimistas. Sem a intervenção do Estado e a subsequente quebra do sistema, tais canais poderiam levar muito tempo para se recuperar, ou talvez nunca se reativassem.

A primeira consequência da crise é a deflação dos ativos, os quais podem chegar a um preço tão baixo que de fato não o representam, cuja atuação do Estado é bem vinda

porque impede a insolvência generalizada e tal ação permite que os preços se recuperem. No entanto, além das firmas ou instituições financeiras que foram abaladas pela crise e não eram caso de falência, muitas outras, em situação oposta, são salvaguardadas. Tal intervenção permite que unidades produtivas obsoletas permaneçam operando, o que atrasa a transformação tecnológica que poderia surgir após a crise, o que também pode alimentar a inflação, uma vez que o excesso de capital obsoleto não destruído impede a formação de novo capital. A saída de uma crise financeira pode ser, portanto, longa, mesmo com a atuação do Estado. Mas ainda assim, tal atuação é imprescindível, uma vez que impede a ruptura do próprio sistema e ameniza a intensidade da queda durante a fase depressiva do ciclo econômico, apesar de não necessariamente diminuir sua longevidade.

Sob um ponto de vista heterodoxo, não há como pensar em uma dissociação entre Estado e Mercado. A configuração de uma Economia Monetária de Produção só é possível pela presença do Estado, fundamentalmente, pelo papel que possui em assegurar o cerne deste sistema: a moeda. Por isso não há como argumentar, essencialmente, contra a intervenção em si, pois a configuração do sistema econômico só é possível pela presença do Estado. Uma intervenção gera necessidade de outras, mas não se pode prescindir delas a não ser que se deseje a ruptura desta ordem social. Uma intervenção não significa distorções, no sentido neoclássico de afastamento do equilíbrio, simplesmente porque, sob o ponto de vista pós-keynesiano, tal equilíbrio não é garantido via mercado “no mundo real”. Em última instância, a intervenção do Estado é parte indissociável da reprodução “natural” do Mercado.

A economia não é linear e segue em uma direção cíclica de expansão e depressão da produção, fato evidente que é corriqueiramente negligenciado nos modelos neoclássicos. Por esse motivo, sob a ótica do arcabouço neoclássico, pode-se pensar em uma dissociação entre Estado e Mercado e considerar a menor intervenção possível no processo econômico, reservando-a apenas quando as imperfeições do Mercado transformam o Estado em um “mal necessário”. No entanto, o que se percebe na prática é a arguição neoclássica pela diminuição da atuação do Estado na Economia durante o período de ascensão do ciclo, o que permite que a busca pelo lucro prossiga sem entraves neste processo; e a “aceitação” da intervenção nos períodos recessivos, para evitar que a perda dos apostadores que aguçaram a fase expansiva seja demasiada. Inclusive nestes últimos períodos, frases como “somos todos keynesianos” são pronunciadas constantemente pelos economistas, fenômeno perceptível nas crises após 1929. Durante crises financeiras, pesquisas nesta área são mais valorizadas e a própria Escola pós-keynesiana ganha maior espaço no debate público e, por vezes, nas políticas públicas.

Resolvida a crise, é novamente marginalizada do processo e a esperança de uma regulação econômica que considere a simbiose entre Estado e Mercado é novamente afastada da pauta de discussões “sérias” entre os economistas e o Estado permanece cooptado pelos interesses privados que priorizam a busca pelo lucro.

As teorias clássica/neoclássica e keynesiana/pós-keynesiana partem de pressupostos teóricos diferentes no que concerne a variável tempo em seu arcabouço teórico e que isso anula qualquer ideia de incerteza no caso das primeiras, que utilizam o tempo mecânico, e, contrariamente, no caso das segundas, o uso do tempo histórico permite o desenvolvimento e uso da incerteza como variável-chave para explicar os fenômenos econômicos. A consequência direta da diferente noção temporal relaciona-se com a questão da Moeda nas distintas Escolas de Pensamento. As diferentes concepções dadas à autonomia dos agentes privados em criarem moeda e à capacidade desta última servir de “ponte precária entre o presente e o futuro”, ou seja, sua condição única de reserva de valor – estes mundos apartados da heterodoxia e da ortodoxia levam a concepções diametralmente opostas do papel do Estado na economia.

Para a heterodoxia, deixar que as instituições atuem livremente e que o mercado regule a alocação dos ativos significa o mesmo que permitir a formação de uma crise. A atuação do Estado, por meio de políticas econômicas anticíclicas, tanto no período de ascensão, contendo a acumulação de riqueza, e de queda, estimulando a economia, é fundamental para manter o mínimo de estabilidade macroeconômica, no que concerne ao nível de renda e emprego na economia. Aqui, estabilidade macro não significa estabilidade de preços, mas sim do próprio ciclo de negócios. Aqui, também, estabilidade não implica fim das crises no capitalismo e sim, quando muito bem sucedida, a simples e efêmera, mas crucial, suavização de ciclos de ascensão e crise, sempre o objetivo maior de evitar a ruptura sistêmica inerente à economia de mercado.

No avanço do papel desempenhado pela moeda fiduciária, e das possibilidades de fragilização financeira, o papel do Estado e a supervisão exercida pela Autoridade Monetária torna-se de vital importância para o sistema. A moeda-crédito facilita um maior descolamento entre as esferas industrial e financeira, o que pode desencadear, durante a retração do ciclo, numa severa deflação de ativos. Neste ambiente econômico, a forma como se solucionam as tensões entre a Autoridade Monetária e os bancos comerciais configura os rumos da renda, do emprego e da riqueza na economia.

Capítulo 2: Desregulamentação financeira e a “Reafirmação dos Mercados” com dominância dos bancos nos Estados Unidos

2.1 – Introdução

O objetivo deste capítulo é analisar a trajetória do negócio bancário na economia norte-americana no contexto derivado das reformas financeiras de 1980 – Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act – e 1999 – Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act. Sob uma perspectiva pós-keynesiana, investiga-se como a mudança no marco regulatório em que atuavam as instituições bancárias pode ter contribuído para a fragilização do sistema financeiro norte-americano, proporcionando as condições necessárias para a eclosão da crise financeira em 2007, entendida como consequência do processo de expansão das finanças desreguladas ou, de modo mais amplo, como derivada do “*money manager capitalism*”. Uma vez que este novo marco regulatório não procurou restringir, e, em certa medida, ratificou o processo de inovação financeira que permitiu o avanço dos bancos no mercado de capitais.

O *money manager capitalism* tem suas raízes, segundo Minsky (1991, p. 26), no sucesso do capitalismo norte-americano do pós-guerra, no qual se privilegiou a distribuição da propriedade de ativos nas mãos de investidores institucionais, como os fundos mútuos e os fundos de pensão. Esta denominação resulta do fato de que estes fundos devem ser gerenciados, e, aquele que o faz, não age apenas em nome do investidor final, mas, principalmente, segundo os próprios interesses. Neste regime de acumulação, o ato fundamental foi a transição da atividade bancária de financiadora do investimento para intermediária de ativos no mercado de capitais, num longo processo que teve início no pós-guerra e consolidou-se somente na década de 2000. Apesar deste processo contínuo, foi a partir dos anos 1980 que, no cenário da difusão do mercado de capitais para o sistema global, aceleraram-se as transformações do negócio bancário. Os bancos, para se adequarem à concorrência financeira, desenvolveram suas capacidades de intermediários (ou de corretores¹⁸), as quais sofrem menor supervisão e restrição regulatória, aumentando a rentabilidade por meio de comissões e taxas, referentes aos serviços prestados.

¹⁸ Denominação utilizada por Guttman e Plihon (2009).

O crédito, nos anos 2000, é alavancado graças às inovações financeiras que permitiram a inter-relação de instituições financeiras bancárias e não bancárias, em que as primeiras usam as segundas para remover o ativo de seus balanços, contornando as restrições acerca do capital próprio impostas pelos Acordos de Basileia (1988 e 2004). As segundas, no entanto, comportam-se como bancos, criando quase-moedas, conformando, o *shadow banking system* – sistema bancário sombra.

Estas distorções no principal *métier* das diferentes instituições financeiras devem ser entendidas como consequência do aprofundamento da característica de regulamentação fragmentada ou de “regulamentação funcional” do sistema financeiro norte-americano no período. Nos anos 1930, com a proibição de que as instituições financeiras pudessem atuar como bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras, simultaneamente, fragmentou-se a regulamentação para cada nicho específico do mercado financeiro, o que permitia à época um maior controle do agente regulador sobre o ente regulado. No entanto, a regulamentação não acompanhou o desenvolvimento das instituições financeiras, que pouco a pouco, voltam a atuar em vários segmentos do mercado financeiro e beneficiam-se a da regulamentação que continuava fragmentada. Esse padrão regulatório permitiu a convivência de instituições com diferentes graus de supervisão. Também, para a mesma instituição eram possíveis distintos tipos de supervisão de acordo com o papel desempenhado no mercado financeiro, uma vez que a lógica da supervisão feita no período fundamentava-se na “funcionalidade” dos produtos financeiros, como será visto na seção seguinte. Os bancos comerciais – que pelo Ato de 1999 também puderam atuar como bancos de investimento, tornando-se *Holdings* Financeiras Bancárias – ao agir como instituição depositária, recebiam maior controle de suas atividades do que quando atuavam como intermediário financeiro no mercado de capitais. Estas brechas no marco regulatório abriram possibilidades para o desenvolvimento das mais variadas técnicas de inovação financeira, radicalizando progressivamente a instabilidade no sistema econômico, como será analisado no decorrer deste capítulo.

Com esta introdução, este capítulo se divide em quatro seis seções. Na segunda, discute-se a emergência das finanças modernas nos Estados Unidos. Na terceira e na quarta, analisam-se as mudanças na regulamentação financeira nos Estados Unidos que podem ter contribuído para ratificar e impulsionar o movimento dos bancos em direção ao mercado de capitais. Na quinta, examinam-se as inovações financeiras que incentivaram esse processo e a crise financeira vista como decorrente deste movimento. Na sexta, sucintamente, destacam-se

alguns pontos da lei Dodd Frank (2010), procurando entender os impactos gerais que ela pode ter sobre a dinâmica financeira nos Estados Unidos, no período pós-crise e se ela pode alterar a dinâmica financeira que culminou na crise.

2.2 – As finanças modernas nos Estados Unidos

(...) um país [Estados Unidos] em que a sociedade burguesa não se desenvolveu sobre a base do feudalismo, mas começou a partir de si mesma; em que a sociedade burguesa não aparece como um resultado remanescente de um movimento secular, mas como o ponto de partida de um novo movimento; em que o Estado, em contraste com todas as formações nacionais anteriores, desde o início esteve subordinado à sociedade burguesa e a sua produção e jamais pôde ter a pretensão de ser um fim em si mesmo; enfim em um país em que a própria sociedade burguesa combinando as forças produtivas de um velho mundo com o imenso terreno natural de um novo, desenvolveu-se em dimensões e liberdade de movimentos até então desconhecidas e suplantou em muito todo o trabalho anterior no domínio das forças naturais; e onde, enfim, os antagonismos da própria sociedade burguesa aparecem unicamente como momentos evanescentes.

Karl Marx, “Carey e Bastiat”, 1857¹⁹

A peculiaridade da sociedade norte-americana, apontada acima por Marx, com impressionante exatidão, antes mesmo de os Estados Unidos haverem consolidado a hegemonia industrial do mundo, aponta para o fato de ela ter nascido burguesa sem as rédeas das sociedades tradicionais que antagonizavam com o mundo moderno no processo de acumulação de capital. A especificidade do processo de constituição da sociedade capitalista norte-americana está nesta experiência única do modo de vida burguês, que encontrou espaço para florescer em seu estado puro dentro das forças fundamentais que movem a sociedade capitalista.

Essa especificidade impactará profundamente na dinâmica do capital bancário-financeiro norte-americano. A “utopia” do “*self made man*”, ou seja, “a sociedade onde o imigrante sem um centavo podia, segundo se acreditava, fazer-se a si mesmo (...) e dessa forma construir uma república igualitária e democrática” (HOBBSAWM, 1977, p. 198) e os dois grandes “mitos” da sociedade norte-americana: “A guerra Civil” e o “O Oeste Selvagem” (*Idem*: cap. 8); somados à ascendência dos “*robber barons*”, após a guerra civil, permitiram o rápido crescimento econômico desta sociedade por meio da racionalização dos recursos produtivos, sob a égide da doutrina liberal burguesa em fins do século XIX e uma forte aliança entre o capital industrial e bancário-financeiro.

¹⁹ (MARX; 2011; p. 28)

Para John Hobson (1894, p. 235-236), os “métodos industriais modernos” permitiram ao “financista ou negociadores de dinheiro”, “homens que manejam o mecanismo monetário das sociedades industriais” terem a importância que assumiram na sociedade moderna. Os bancos, como gerenciadores da riqueza patrimonial, exerceram papel fundamental na constituição do capitalismo monopolista, tanto ao agirem como “patrocinadores” de novas ideias e novas empresas no mercado de capitais, quanto como financiadores do capital de giro das corporações, depois de instituídas.

Em fins do século XIX, nos Estados Unidos, há um processo concentração das empresas monopolistas, havendo uma rápida expansão dos transportes (ferrovias) e indústria, ao mesmo tempo em que se consolida o mercado de capitais nacional. Conforme as plantas industriais cresciam, a concentração do capital se aprofundava e o custo do investimento encarecia, maior a dependência das grandes corporações em relação ao financiamento bancário e multiplicam-se os consórcios (*trusts*). A crise financeira de 1893-1896 acelera este processo e acentua a ligação entre empresa e bancos neste país (DEBOUZY, 1972, p. 135). Para sair da crise, o Tesouro tomou empréstimo do capital bancário (Grupo Rockefeller e, principalmente, J.P. Morgan), a taxas de juros extremamente elevadas. Na ausência de um prestador de última instância, esta função era exercida por bancos privados, tais como o Morgan, que lucravam com a crise do Estado e reforçavam o poderio dos grandes grupos financeiros.

Cabe ressaltar que o financiamento das grandes empresas norte-americanas teve, desde o princípio, “como base o capital cooperativo, procedente de inúmeras fontes individuais, fundido em grandes massas e utilizado para a indústria lucrativa por diretores capazes de grandes empreendimentos na esfera dos negócios” (HOBSON, 1894, p. 237). A importância dos bancos neste processo é a de intermediário financeiro viabilizando o novo negócio no mercado de capitais, subscrevendo seu capital acionário.

Nesse cenário, o patrocinador retinha parte do lote de ações e lançava o resto no mercado, caso ele acreditasse na rentabilidade do projeto, mantendo a si a maior parte das ações ordinárias, a fim de exercer controle sobre a direção da empresa. Interessavam, então, aos financistas os lucros que esta empresa poderia obter por sua valorização acionária (HOBSON, 1894, p. 237). Estes grupos também agiam nos mercados para manipular o preço de ações e obrigações, devido à informação privilegiada e ao conhecimento acerca do funcionamento do mercado que possuíam.

A direção dos grandes consórcios, dos bancos, das companhias de seguro se misturava, como era o caso da *United States Steel*, ao poderio econômico-financeiro do grupo Morgan, isso permitiu que estes grupos se reorganizassem e controlassem grande parte das ferrovias após a crise de 1893-1896 (DEBOUZY, 1972, p. 135):

A organização da *United States Steel* pareceu a um grande número de contemporâneos como a consagração do banqueiro-imperador! A sua hegemonia parecia absoluta. O número de bancos passados para o seu controle directo ou indirecto permitia-lhe lançar-se em operação de envergadura maior. O *National Bank of Commerce*, o *First National Bank*, o *Liberty* e o *Chase Bank* faziam parte do grupo Morgan assim como as três grandes companhias de seguro: a *New York life*, a *Equitable Life Assurance Society* e a *Mutual*.

Grande volume de recursos foi necessário para a expansão da atividade destas corporações, “para que uma empresa consiga seu máximo de lucros, é necessário que sua rotação seja a mais rápida possível e maior o seu volume de negócios” (HOBSON, 1894, p. 250), ela necessita então de crédito bancário para atingir este nível. A capacidade dos bancos de criar moeda-crédito é essencial neste ponto e exerce grande influência sobre a atividade da indústria: “os lucros das ‘finanças’ constituem um tributo cada vez mais pesado para a indústria” (HOBSON, 1894, p. 253).

Em suma, o poderio do setor bancário norte-americano vincula-se – como intermediários financeiros, lançando e patrocinando grandes empresas recém-criadas – à ascensão das sociedades anônimas e do capital monopolista nos Estados Unidos. Conforme será visto a seguir, a Reforma financeira feita durante a década de 1930 terá um impacto determinante nesta dimensão particular do negócio bancário norte-americano.

2.3 – A Reforma Financeira dos anos 1930

The New Deal period offers a striking contrast in monetary and banking matters. On the one hand, monetary policy was accorded little importance in affecting the course of economic affairs and the policy actually followed was hesitant and almost entirely passive. On the other hand the foundations of American financial structure and the character of monetary standard were profoundly modified (FRIEDMANN e SCHWARTZ, 1963, p. 420).

Ainda que parte da afirmação acima feita por Milton Friedman e Anna Schwartz – com relação à passividade da política monetária – represente pouco do real problema macroeconômico que se manifestou decisivamente após a crise de 1929, os autores estão corretos em afirmar que, nos Estados Unidos, a Reforma Financeira efetuada na década de

1930 modificou profundamente o ambiente institucional em que tanto o sistema bancário, como o *Federal Reserve* passaram a atuar. Sob essa perspectiva, a análise desta reforma faz-se necessária para que se compreendam as tensões inerentes ao funcionamento do sistema bancário norte-americano.

A regulamentação bancária norte-americana, no entanto, iniciara-se um século antes, a partir do *The Free Banking Act* de 1838. Por este ato, conforme ressalta Aglietta (1979, p. 339), os bancos são colocados em mesmo patamar que quaisquer outras instituições comerciais. Em 1863, pelo *National Bank Act*, foram definidas as condições e as bases financeiras que os bancos deveriam preencher para ser qualificados como bancos nacionais. A função de controle monetário foi estabelecida no Departamento do Tesouro para verificar tais condições.

Após o *National Bank Acts*, de 1863 e 1864, há uma reestruturação do setor bancário norte-americano, criando a clivagem entre bancos nacionais e bancos estaduais que permanece até os dias atuais. O objetivo destes atos foi promover a unificação da moeda nacional norte-americana, pois a emissão de moeda pelos bancos estaduais era regulamentada pelos governos estaduais. A fragmentação na legislação do setor bancário permitia a coexistência de notas bancárias que supostamente detinham o mesmo valor, mas que eram descontadas diferentemente, conforme a confiança que a sociedade detinha na solvência do respectivo banco. Estes atos permitiram a criação de bancos nacionais que emitiam notas atreladas aos títulos do tesouro norte-americano. Tais notas passaram a ser emitidas de maneira uniforme e eram impressas pelo governo. Regulamentou-se também o capital mínimo bancário requerido e a quantia de títulos depositados na agência controladora do Departamento do Tesouro, para que os bancos nacionais pudessem emitir moeda (GROSMANN, 2008).

No entanto, os bancos estaduais permaneceram no setor bancário, uma vez que as exigências acerca do capital mínimo necessário eram menores e devido à facilidade que detinham em captar depósitos. A concorrência entre ambas as esferas do setor bancário – estadual e nacional era acirrada, e em 1900, pelo *Gold Standard Act*, a exigência de capital mínimo para os bancos nacionais foi diminuída (GROSMANN, 2008). Fato característico da tradição liberal norte-americana, a qual defende intervenções no mercado até o ponto em que sejam garantidas as condições de concorrência e legitimadas as necessidades sociais. Estas mudanças acabaram por garantir a dominância dos ativos bancários em poder dos bancos

nacionais, apesar da forte concorrência com os bancos estaduais. Em 1863, havia 66 bancos nacionais que detinham 1% dos ativos bancários totais, enquanto os 1466 bancos estaduais possuíam 99% dos ativos bancários totais. Em 1913, ano da criação do Fed, havia 7.473 bancos nacionais que detinham 54% dos ativos bancários totais, enquanto os 15.526 bancos estaduais detinham 46%, destes ativos²⁰.

A decisão de se criar o Fed foi posterior à crise de 1907. Evidencia-se neste período que somente a regulamentação proposta pelo *National Bank Act (1863)* era insuficiente para gerenciar o caos financeiro decorrente das crises no sistema bancário, explicitando a necessidade de criar uma Autoridade Monetária de âmbito nacional, neste país. Pelo *Federal Reserve Act (1913)*, estabeleceu-se a hierarquia das moedas bancárias no plano doméstico. Entretanto, apenas pelo *Banking Act of 1935*, após a crise de 1929, centralizou-se no Fed o poder de manejar a política monetária. Entre 1913 e 1935 coexistiram vários bancos de reserva estaduais nos Estados Unidos (GROSMANN, 2008).

A Reforma Financeira implementada na década de 1930 procurou fortalecer as instituições do sistema bancário norte-americano e criar outras capazes de ajudar os Estados Unidos a enfrentarem a crise. O governo norte-americano, apoiado pelo Departamento do Tesouro, promoveu alterações com finalidade de restaurar o crédito que tinha sido paralisado nos anos anteriores. Tais medidas foram possíveis com a eleição de Franklin Delano Roosevelt, do partido dos democratas, que tomou posse em 1933 (GUTTMANN, 1994). A reforma teve consequências em três dimensões do funcionamento do mercado financeiro norte-americano: consolidou o poder do Fed em executar a política monetária; restringiu o espectro de áreas de atuação do negócio bancário; e procurou estabelecer regras para uma maior transparência nas operações no mercado de capitais.

Segundo Guttman (1994, p. 84-85), a mudança decisiva foi o abandono oficial do padrão-ouro, permitida pelo “*The Emergency Banking Act*”, em março de 1933, que deu ao governo norte-americano o controle sobre as reservas de ouro. Por este ato, foi possível também expandir as ações da instituição concessora de empréstimos, *Reconstruction Finance Corporation (RFC)*, criada pela administração Hoover, no ano anterior. Esta instituição foi muito importante para a recomposição de capital dos bancos comerciais, tendo liberado, até o fim 1935, uma quantia correspondente a mais de 50% do capital declarado destes bancos. Isto

²⁰ U.S. Department of the Treasury. *Annual Report of the Comptroller of the Currency* (1931), p. 3-5 - http://fraser.stlouisfed.org/publications/comp/issue/5607/download/93009/compcurr_1931.pdf

permitiu que muitos deles reabrissem e/ou expandissem os empréstimos, estimulando a economia real.

Em 1934, pelo *The Gold Reserve Act*, o ouro passou a ser disponibilizado pelo Tesouro para liquidação de transações internacionais, a preço fixado em 35 dólares por onça o que representava uma desvalorização do dólar. Ficou suspenso o uso do ouro para transações internas, e estas passaram a ser feitas com papel-moeda inconvertível. Foram estabelecidas as bases para a expansão do dólar como “moeda administrada” pelo Fed.

Guttman (1994) lista outras quatro medidas que revigoraram o poder de intervenção do Fed: a) Pelo *Glass Steagall Banking Act*, de junho de 1933, o Fed ganhou mais autonomia para alterar a porcentagem do compulsório dos bancos comerciais, o que aumentou o seu poder para fazer política monetária; b) Este ato instituiu o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que agia para prevenir pânico e corridas aos bancos, assegurava os depósitos bancários e acompanhava processo de falência bancária; c) O *Banking Act* de 1935 permitiu que uma maior quantidade de ativos bancários servisse como garantia de empréstimos, o que aumentava o poder do Fed de agir como prestador de última instância; d) Este mesmo ato criou o *Federal Open Market Committee* (FOMC), regulando as operações de mercado aberto realizadas pelo Fed, concedendo-lhe poder para aumentar a liquidez do mercado em momentos de crise.

O governo Roosevelt (1933 – 1945) ainda tomou outras medidas para fortalecer o sistema de crédito que impactaram profundamente no negócio bancário. Pelo próprio *Glass Steagall Act*, de 1933, foi proibido aos bancos pagar juros a depósitos à vista. Pela chamada “*Regulation Q*” foram estabelecidos tetos de taxa de juros para a remuneração de depósitos em poupança e a prazo e, também, limitando a taxa de rentabilidade dos ativos bancários. Estas medidas afetaram as condições de concorrência e de rentabilidade do setor bancário. No pós-guerra, estas práticas afetaram a habilidade do Fed em controlar a taxa de juros e baratear o custo das captações e do crédito bancários (GUTTMANN, 1994, p. 85).

Por fim, pode-se destacar a proibição de que instituições financeiras pudessem operar como bancos comerciais, bancos de investimentos e seguradoras, simultaneamente. Os bancos foram obrigados a se desfazer de suas filiais que atuavam como banco de investimento, a fim de evitar o conflito de interesses nas suas ações nos mercados de crédito e de capitais. O objetivo desta proibição era evitar a manipulação de preços e práticas abusivas de poder de mercado (GUTTMANN, 1994, p. 85). Com a segmentação dos mercados, a

fiscalização sobre as instituições financeiras foi facilitada. Em um primeiro momento, a regulamentação que também se tornará fragmentada e especializada em determinados segmentos do mercado financeiro contribuiu para restringir a criação de práticas que levassem à instabilidade do sistema. No entanto, em um segundo momento, como será visto adiante, a regulamentação permanecerá segmentada, mas as instituições financeiras voltarão a atuar em diferentes nichos de mercados ao mesmo tempo, isso permitirá que elas se beneficiem da chamada “regulamentação funcional”.

Conforme destaca Cintra (1997:18), a segmentação restringiu a concorrência tanto no ativo como no passivo das instituições financeiras, cada agente do mercado financeiro especializou-se em determinada modalidade. Referente ao ativo, as instituições de poupança se concentraram em crédito hipotecário; os bancos comerciais, no financiamento de capital de giro às empresas; e as financeiras, no financiamento ao consumo e crédito pessoal. O autor destaca que, no passivo, as primeiras especializaram-se em depósito a prazo; apenas as segundas era permitido oferecer contas de depósito à vista; e as terceiras (banco de investimento – companhias de seguro, fundos de pensão) não poderiam oferecer nenhum tipo de depósitos, e, por isso, o seguro de depósito não abrangia o passivo destas instituições.

Outra importante e decisiva dimensão da reforma correspondeu aos os limites estabelecidos para investimento dos bancos comerciais no mercado mobiliário (“*investment securities*” como: debêntures, títulos, notas). Apenas 10% da renda dos bancos comerciais nacionais poderiam advir destes mercados, havendo exceções no caso de títulos públicos municipais e federais. Foram proibidos aos bancos subscreverem, negociarem, distribuírem ações, títulos, debêntures, notas, etc., excetuando-se também os títulos públicos. Conforme destaca Cintra (1997), estas atividades ficaram restritas aos bancos de investimento. Grande parte do poder o setor bancário foi cerceada, dado que perdeu a habilidade de atuar como “patrocinador” de empresas conforme definido por Hobson (1894).

A terceira dimensão desta reforma relaciona-se com a implantação de medidas de transparência no mercado de capitais e na gestão dos negócios²¹. Durante a implementação da Reforma Financeira, dois Atos do congresso norte-americano que serviram para alterar a

²¹ Apesar do ceticismo quanto ao ajuste automático dos mercados que permeou parte da Reforma Financeira de 1930, nota-se a presença de influência da doutrina liberal em áreas como a da regulação antitruste, de bens públicos – como energia e telefonia – e ferrovia. Tal tarefa foi delegada pelo Congresso a agências independentes, as quais contariam com apoio no judiciário para aplicar as regras do “*fair play*” nos mercados (Vitols, 2001:11). Estas regras visam a promover equilíbrios nos mercados para que instituições ou agentes, considerados com maior poder de mercados – por possuírem certas vantagens, como informação privilegiada –, não se beneficiem desta situação.

legislação do mercado de títulos e fortalecê-lo, merecem destaque: o *Securities Act* de 1933, que regulava a emissão de títulos e criou a *Security Exchange Commission* (SEC), e o *Securities Exchange Act* de 1934, que supervisionava o funcionamento desse mercado. Já o segundo, autorizou a SEC a estabelecer regras de negociação no mercado secundário e, conforme destaca Cintra (1997, p. 19), “definiu que as corporações eram a forma dominante de organização da produção nos Estados Unidos, e os interesses dos acionistas eram preponderantes tanto nos mercados financeiros quanto na gestão das empresas”. Em tais regras foram embutidas a visão do *fair play*, e reportavam-se sobre: emissão de novos títulos; requerimento de informações mínimas; determinação justa de preços; direitos dos acionistas votantes; abuso de poder de mercado; abuso do uso de informações privilegiadas; e regulamentação para fusões e aquisições (VITOLS, 2001, p. 16). Estas medidas, conforme destaca Cintra (1997, p. 19) visavam a incorporar o princípio da transparência aos operadores do mercado de capitais, os quais deveriam fornecer informações confiáveis a respeito de suas condições financeiras e patrimoniais.

2.4 – O novo contexto institucional: Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) e o Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act (1999)

As mudanças mais significativas no arcabouço regulatório norte-americano ocorreram em 1980 e 1999. A aprovação do Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act pelo Congresso norte-americano, em 1980, visou a sanar as distorções do sistema financeiro derivados da *Regulation Q*, como a “desintermediação financeira”²² sofrida pelos bancos, em fins da década de 1970, em decorrência do aumento das taxas de juros praticadas pelo Fed, extinguindo-se gradualmente os tetos das taxas de juros, para que as instituições depositárias fossem fortalecidas para enfrentar a concorrência.

Conforme destaca Guttman (1994, p. 188), esta nova legislação também serviu para ampliar as condições de concorrência dos bancos, pois as inovações financeiras da década de 1970, que originaram as “quase-moedas”²³, – como *NOW accounts*, *ATS*

²² Conforme destaca Cintra (1997: 21), a desintermediação financeira ocorre quando existe “transferência de recursos das instituições de depósito para os mercados monetários, em que maiores taxas de juros poderiam ser obtidas, uma vez que não estavam sujeitos aos tetos de captação e à proibição de pagamento de juros sobre depósito à vista”, este fenômeno, na década de 1980, foi decorrente da elevação da taxa de juros do *federal funds* praticadas pelo Federal Reserve, a partir de 1979.

²³ Conforme destaca Cintra (1997:21-22), alguns fundos, como os *Money Market Mutual Funds* (MMMFs), permitiam o saque dos passivos, pois formalmente não eram depósitos, rendiam juros, eram lastreados em títulos públicos e privados, serviam como “um substituto próximo das moedas e dos depósitos, que se proliferaram também no interior das instituições de depósitos”.

*accounts*²⁴ etc. – foram ratificadas e foi permitido a quaisquer instituições depositárias operar com estas contas. Estas, que praticamente representavam depósitos à vista, não só rendiam juros, mas também possibilitavam a expansão da moeda-crédito. Por meio desta reforma, além da superação das restrições estabelecidas pela *Regulation Q*, também se estendeu o poder de criação de moeda às instituições de poupança (GUTTMANN; 1994; p. 198). Estas medidas minimizaram as diferenças existentes entre as instituições de poupança e os bancos comerciais, conforme destaca Guttman (1994, p. 199):

That extension meant that both our dual banking system and regulatory differences between different types of financial institutions lost much of their significance. All depositary institutions could now issue new money, and in return they had to accept the same degree of Federal Reserve control over their money-creation process.

No entanto, apesar de o processo de desregulamentação ter sido iniciado durante a gestão de Paul Volcker (1979 – 1987) no Federal Reserve (Fed), ele se acentua sob o comando de Alan Greenspan (1987 – 2006), favorecendo a expansão do negócio bancário nas atividades específicas do mercado de capitais.

Calomiris (2006, p. 170) ressalta que, sob a gestão de Alan Greenspan, a lógica de “desregulamentação benéfica” (*beneficial deregulation*) seguida pelo Fed²⁵ poderia avançar desde que: a) não criasse grandes oposições no Congresso; b) não prejudicasse o negócio dos grandes bancos comerciais; e c) não diminuísse a competitividade do Fed *vis-à-vis* outros reguladores presentes no sistema financeiro norte-americano. Ou seja, desde que o interesse de certos grupos estivesse assegurado. Como resultado, durante esta gestão, os bancos expandiram seus negócios por meio da exploração de várias brechas contidas na regulamentação existente para ampliar o conjunto de operações em busca de rentabilidade²⁶.

Neste contexto, o Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 ratificou o movimento dos bancos em direção ao mercado de capitais. As principais diretrizes estabelecidas por essa legislação visaram ao relaxamento das restrições impostas pelo The Banking Act de 1933 e

²⁴ *NOW Accounts* ou *negotiable orders of withdrawal* – ordens de saque negociáveis – e *ATS Accounts* ou *Automatic transfer of Savings* – transferência automática de poupança. Referem-se às alternativas de contas de transação implementadas pelos bancos, nos anos 1970, que pagavam juros (Guttman, 1994: 160).

²⁵ O autor concebe o Fed como: um “*political player*” em Washington, sujeito a supervisão do Congresso; um competidor na promoção da regulamentação financeira; e um agente que precisa decidir se prioriza em sua gestão a batalha na concepção de política monetária ou de regulador do sistema (Calomiris; 2006; p. 170)

²⁶ Para fins de exemplo, conforme destacam Barth *et alli* (2000; p. 196), o Glass Steagall Act não definiu os termos *engaged principally* (engajada principalmente) ou *primarily engaged* (engajada primeiramente) e permitiu que o Fed determinasse quando uma atividade fosse “*closely related to banking*”. Em 1987, dada esta liberdade de interpretação, o Fed “*allowed bank holding companies to establish securities subsidiaries to engage in limited underwriting and dealing in municipal revenue bonds, mortgage related securities, consumer-receivable related securities, and commercial paper*”.

pelo The Banking Holding Company Act de 1956²⁷. O objetivo foi a diminuição dos constrangimentos que impediam os bancos comerciais de se associarem com companhias de seguro, bancos de investimento, por exemplo. Neste novo quadro regulatório, conforme assinalam Barth *et alli* (2000; p. 193), consentiu-se que as subsidiárias bancárias conduzissem a maioria dos serviços financeiros²⁸. Permitiu-se, também, que a *Banking Holding Company* se transformasse em *Banking Financial Holding Company*, podendo agregar subsidiárias cujas atividades financeiras fossem não bancárias.

O Ato consentiu, ainda, que *holdings* e instituições depositárias negociassem nos mercados de títulos, seguros e bancários. No entanto, a legislação procurou limitar a associação de atividades financeiras com aquelas consideradas não-financeiras (Barth *et alli*, 2000, p. 193). Ao defender a formação de *Holdings* Financeiras Bancárias, essa legislação favoreceu a retomada do poder financeiro pelos grandes bancos, conforme destaca Levy Economics Institute (2011, p. 9):

Financial holdings companies would be much larger than either commercial deposit-taking banks or noninsured investment banks had been in the past, since expansion would not be limited to the provision of any particular service as had been the case under Glass-Steagall.

Vindo, portanto, ao encontro dos interesses de grandes grupos financeiros que procuravam retomar o espaço de atuação perdido na cena financeira desde a reforma bancária realizada na década de 1930.

Quanto à estrutura regulatória, conforme destaca Barth *et alli* (2000, p. 194) este ato aderiu ao princípio da “regulamentação funcional”, ou seja, atividades semelhantes devem ser regulamentadas pela mesma autoridade regulatória: “*Under functional regulation, federal and state banking regulators regulate bank activities, federal and state securities regulators regulate securities activities, and state insurance regulators regulate insurance activities*”.

²⁷ A legislação original, que foi modificada no decorrer dos anos, especificava que o Federal Reserve Board of Governors deveria aprovar o estabelecimento de uma *Holding* Bancária e proibia que aquela estabelecida em um determinado estado adquirisse bancos em outros estados. O objetivo desta legislação era regulamentar e controlar os bancos que formaram *Holdings*, as quais tinham adquirido outros negócios financeiros além dos bancários. A lei proibia que uma *Holding* Bancária engajasse em muitas atividades financeiras não bancárias ou adquirisse direito de votos em companhias que não eram bancárias. A este respeito, ver: Klebaner (1958; p. 313-326); Stanford Law Review (1957; 333-350).

²⁸ “*Major exceptions are that financial subsidiaries cannot engage in insurance or annuity underwriting, insurance company portfolio investments, real estate investment and development, or certain aspects of merchant banking (after a five-year moratorium, financial subsidiaries may be allowed to engage in all aspects of merchant banking)*” (Barth *et alli*; 2000; p. 193).

Esta estrutura regulatória fragmentada, consolidada por este ato, permite que uma mesma instituição, no caso uma Holding Financeira Bancária, sofra diferentes graus de supervisão, por diferentes agentes reguladores, conforme a atividade que desempenha. O resultado desse desenho institucional contraditório, em que para as instituições financeiras extinguiu-se a segmentação dos mercados, mas que ao mesmo tempo consolida a regulamentação fragmentada, permitiu um maior espaço para o surgimento de inovações financeiras com vistas a contornar as regras existentes, além de favorecer os grandes conglomerados financeiros e o crescimento do poder dos bancos conforme será explicado na seção seguinte.

2.5 – Desregulamentação, o avanço do negócio bancário no mercado de capitais e crise financeira

Nesta seção pretende-se destacar as consequências das medidas adotadas pelos atos de 1980 e 1999 para o negócio bancário, nos anos 2000. Primeiramente, contextualiza-se o ambiente econômico nos Estados Unidos que com o novo contexto institucional podem ter favorecido o desenvolvimento de inovações financeiras. De forma mais detalhada, em três subseções, examinam-se: o processo de securitização; a expansão do crédito durante a década de 2000; e, por fim, a crise financeira de 2007/2008. O objetivo central desta seção é demonstrar como o avanço dos bancos nos mercados de capitais influenciou decisivamente os condicionantes desta crise.

Vários são os fatores conjunturais e estruturais que condicionaram as inovações financeiras, o avanço dos bancos no mercado de capitais e a crescente fragilização financeira. Primeiro, a aparente estabilidade do sistema econômico derivado do grande período sem depressões no mundo desenvolvido – períodos de estabilidade criam endogenamente forças disruptivas que levam o sistema a crises, com a ausência de períodos mais turbulentos, não se transparecem as estruturas de débitos crescentes dos agentes da economia, que se conformaram ao longo do período (MINSKY, 1976). E a capacidade de os bancos centrais responderem prontamente aos momentos de escassez de liquidez, como ocorreu em várias crises bancárias na década de 1980, nos Estados Unidos, impedindo o desencadeamento de crises profundas, aumentando o apetite dos investidores por práticas mais arriscadas e, por sua vez, aumentando a instabilidade sistêmica.

Segundo, pelo Gramm-Leach-Bliley Act, procurou-se fortalecer a concorrência na esfera financeira, por incorporar a crença na eficiência dos mercados²⁹. Buscava-se uma melhor alocação dos recursos e uma diminuição dos limites impostos pelo *New Deal*. Essa lógica visava a deixar as instituições financeiras livres para competirem equanimemente nos mercados nacionais e internacionais. Sob a ótica novo-keynesiana que predominava (e predomina) entre os *policy-makers*, acreditava-se que, com a integração supranacional da rede financeira, seria possível diluir riscos, prevê-los e avaliá-los corretamente com as inovações tecnológicas de informação. Os mercados encontrar-se-iam no ápice de sua eficiência, minimizando todos os efeitos desastrosos derivados da “assimetria de informação”.

E, por terceiro, o relaxamento contínuo da supervisão sobre os mercados feita pelo Fed e por outras instituições regulatórias, adotando a política dos mercados eficientes e da regulação funcional, criando condições que podem levar a uma crise de solvência e não apenas de restrição de liquidez. Como consequência do novo contexto institucional acima descrito, as políticas monetárias dos bancos centrais perdem grande parte do poder que detinham em influir nos ciclos dos negócios, devido à ratificação das inovações financeiras. Trata-se de uma relação interativa, e tautológica, entre causa e consequência: o encolhimento do papel do Fed permite o desenvolvimento de práticas que não se sustentam, e estas existem como consequência da nova postura do Fed.

2.5.1 – *Fragilização financeira e securitização*

A fragilização financeira sistêmica da economia norte-americana tem como causa principal as inovações financeiras bancárias que, progressivamente, permitiram a separação entre o débito para financiar investimento e a dinâmica dos ativos financeiros nos mercados secundários. Neste contexto, situa-se o processo de securitização que se desenvolveu, em meados da década de 1980, no mercado de hipotecas imobiliárias, nos Estados Unidos (MINSKY; 1987), tomando maior impulso nos anos posteriores, principalmente, na década de 2000. Nesta subseção, examina-se o processo de securitização, por considerá-lo a inovação financeira mais importante que estimulou a expansão desse risco sistêmico, sob a hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1992), explicada no capítulo anterior.

²⁹ De acordo com a hipótese dos mercados eficientes, o mercado é considerado eficiente se refletir rapidamente qualquer informação disponível por meio dos preços dos ativos, o que impossibilitaria ganhos anormais. Isto significaria que a posse de informações sobre este mercado não alteraria o retorno esperado (Fama; 1979).

A inovação financeira é entendida, sob a perspectiva da hipótese de Minsky, como o combustível que proporciona a fragilização financeira, ao viabilizar a deterioração das margens de segurança. No caso específico norte-americano, dos anos 2000, este papel foi desempenhado, principalmente, pela securitização do crédito.

A peculiaridade desta modalidade de inovação financeira, a securitização, é a “distância” que separa o tomador de crédito inicial e o prestador final, o que aprofunda o grau de intermediação. Entre estes dois agentes impõe-se uma cadeia de intermediários financeiros, na qual o crédito inicial é substancialmente transformado. O objetivo deste processo, ancorado pela lei dos grandes números, é diluir o risco de crédito (AGLIETTA, 2008, p. 29). Acredita-se, ademais, que a conformação de *pools* de créditos, não inter-relacionados e espacialmente difundidos, proporcionaria um rendimento global menos volátil do que se cada um estivesse sozinho. Minsky, em vários trabalhos, destacou essa tendência do mercado em presumir ser capaz de antecipar o futuro por meio de modelos econométricos, o que só causaria maior instabilidade sistêmica. Tais modelos, segundo o autor, são feitos, na maioria das vezes, em momentos mais estáveis, quando a média das posições financeiras é *hedge*, havendo incentivos para que se aumente o endividamento; porém, conforme as estruturas vão se tornando mais fracas pelo acúmulo de débitos, as posições de financiamento progressivamente se deterioram:

The way markets price capital and financial assets often reflects an heroic assumption that the unknowable can be known: that propositions about fundamentally uncertain situations can be derived by assuming that what happens can be viewed as if it is a sample from a well defined probability distribution. Strategies for controlling assets often treat uncertain situations as if they were amenable to probability analysis. But once the randomness associated with uncertainty becomes manifest, the values sustained by this financing strategy become inappropriate. The necessity to adjust portfolios in a world which does not conform to expectations is likely to lead to the collapse of asset values (MINSKY, 1991, p. 17).

O processo de securitização constitui-se de oito participantes principais que são beneficiados ao longo deste processo. A seguir, ressalta-se o papel destes agentes e as redes de interesses construídas pelo aprofundamento da intermediação financeira neste processo. Os agentes envolvidos almejam aumentar o potencial de criação dos produtos estruturados – *structured asset-backed security* (ABS), pacote de títulos – ou securitizados com o objetivo de elevar a própria rentabilidade³⁰.

³⁰ Como subsídio desta análise, recorrem-se às notas para discussão escritas por Minsky em 1987, publicadas em 2008 pelo Levy Economics Institute.

A securitização, hipoteticamente, inicia-se quando o tomador de empréstimo, o primeiro agente envolvido, recorre a um intermediário financeiro (o segundo agente) para solicitar crédito. Este intermediário transforma a promessa de pagamento do devedor em um ativo negociável que é vendido ao terceiro agente, o banco de investimento. Este compra o ativo originado e o insere em um *pool* de ativos, o qual gerará um produto estruturado, cujas garantias são dadas pelos empréstimos iniciais, a *security* correspondente. O banco de investimento age na busca de melhorar a qualidade do pacote de diferentes títulos. Para este fim, criam modelos de análise de risco e contratam econométristas para avaliar o risco de *default* destes pacotes. Aqui entram também as agências de notação de risco de crédito (o quarto agente do processo) que fazem essa classificação para os diferentes pacotes de títulos.

O quinto agente refere-se aos administradores dos investimentos destas *securities*, que agiriam para garantir o interesse dos compradores finais, os investidores, que são os financiadores do processo – as famílias, empresas, bancos, investidores estrangeiros e investidores institucionais – comprando este pacote de títulos; eles formam o sexto agente do processo. Os administradores recebem a renda gerada pelo investimento e repassam aos compradores finais – cobrando uma taxa – e os bancos comerciais passaram a prestar também este tipo de serviço. Normalmente, estes transacionam com a organização de serviço (sétimo agente), ela quem recebe o pagamento do produto estruturado e o retransmite para o administrador. Por fim, o oitavo agente é aquele que cria o mercado secundário para a transação destes novos produtos estruturados (*securities*), normalmente, isto é efetuado pelo próprio banco de investimento que comprou o ativo inicial.

Quando os bancos comerciais atuam como segundo agente, originando o ativo e vendendo-o ao banco de investimento, eles excluem a transação dos seus balanços, contornando as restrições que lhes foram impostas tanto no que concerne aos depósitos de reserva, quanto aos requerimentos de capital. Esta foi a forma encontrada pelos bancos e outras instituições depositárias para recuperar a taxa de rentabilidade perdida nas décadas de 1970 e 1980³¹, como reação a desintermediação financeira. Isso também fomenta o relaxamento na avaliação de crédito efetuada por aqueles que concedem o crédito inicial e tornam o papel negociável, já que ele será rapidamente vendido.

³¹ Wray (2007; p. 8) argumenta que a política de juros altos praticada pelo Federal Reserve a partir da década de 1970 até meados da década de 1980, sob a égide do monetarismo, impactou negativamente na rentabilidade do setor bancário, principalmente, pelo fenômeno da “desintermediação financeira”.

O caminho em direção às estruturas Ponzi foi construído ao longo de mais de uma década e, conforme visto, criou uma cadeia de inúmeros agentes interessados na valorização e na proliferação dos produtos estruturados, especialmente aqueles lastreados pelas hipotecas imobiliárias, os *mortgage-backed securities* – MBS. A rede subjacente ao processo de securitização foi conectada pelo desejo pecuniário dos agentes financeiros que procuravam criar valor para os acionistas (Guttman e Plihon, 2008). O capital financeiro tem sua expressão máxima e exerce o papel central na conformação deste ciclo.

Conforme ressaltado, os bancos comerciais e outras instituições financeiras que originam o ativo securitizado são levados a esse processo para aumentar sua rentabilidade por meio de taxas e serviços, deixando de ter uma relação direta com seus clientes, e, em grande medida, agindo como corretores (GUTTMANN e PLIHON, 2008, FARHI e CINTRA, 2009). A concorrência financeira enfrentada por estas instituições exerce força essencial neste processo. O mesmo ocorre com os *brokers*, os quais, segundo Wray (2007, p. 9), induzem os tomadores de empréstimos a aceitar termos contratuais menos favoráveis, como os *subprimes*³², que cobravam uma taxa de juros maior: "*Brokers were richly rewarded for inducing borrowers to accept unfavorable terms, which increased the value of the securities*".

Como quem origina o ativo financeiro é remunerado segundo as taxas ou tarifas de intermediação que cobra e não pela taxa de retorno do ativo, há um desincentivo para que se avalie o potencial de pagamento dos tomadores de empréstimos. Durante a evolução do ciclo de endividamento, ocorre um movimento em direção aos piores pagadores, gerando um problema de insolvência sistêmica. Inicialmente, os empréstimos são concedidos aos *low doc*, aqueles com documentação incompleta, depois aos *no doc*, aqueles que não apresentam documentos, em seguida aos *liar loans*, emprestadores que mentem sobre sua posição patrimonial para adquirirem empréstimos, mas que, no entanto, são incentivados a isso por aqueles que originam o papel, até que se chega aos *Ninja loans, no income, no job, no assets*, ou seja, tomadores de empréstimo sem renda, emprego ou ativo (WRAY, 2007, p. 11). Este movimento estava assegurado pela crença de que haveria uma diluição do risco e que seria possível transformar e retransformar, quebrando e recortando, os títulos em novos pacotes

³² As hipotecas *subprime* referem-se aos empréstimos feito às pessoas cuja capacidade de pagamento era considerada duvidosa. O uso contínuo destes títulos em vários instrumentos estruturados, como o MBS, foi possibilitado pelas incorporações de *tranches*, as quais detinham hierarquia de pagamento em caso de *default*, dos títulos menos arriscados (sênior) aos mais arriscados (*subprimes*), dentro dos produtos estruturados, conforme será visto neste capítulo.

estruturados, a fim de ajustá-los para que tivessem a rentabilidade desejada pelo investidor e menores riscos.

Para que ativos mais arriscados parecessem tão bons quanto aqueles de menor risco, as agências de notação de risco de crédito, seguradoras e econométricas desempenharam um papel essencial. Há uma busca por técnicas que aparentemente melhoram o crédito, a fim de que se desenvolva um mercado para os títulos mais arriscados, como o *subprime*. Procura-se construir de forma artificial a credibilidade destes mercados para que seja possível extrair dos negócios a maior rentabilidade possível. Por isso, algumas hipotecas passam a ser garantidas por seguros, já na sua emissão (WRAY, 2007, p. 10). E a capacidade de pagamento das seguradoras é avaliada, também, pelas agências de notação de risco de crédito. Para sustentar esta cadeia, as hipotecas precisam ser bem avaliadas, caso contrário, a queda de seu preço e o aumento do custo do seguro impediriam o desenvolvimento do mercado. Há uma confluência de interesses para subestimar o risco, o que possibilita a criação de um mercado bem desenvolvido para que estes ativos sejam negociados, assegurando os lucros de todos envolvidos. Os próprios bancos que originavam o papel passam a garantir a recompra de determinados ativos caso houvesse perdas de capital.

O objetivo era garantir que as taxas de juros oferecidas pelas hipotecas mais do que justificassem a assunção dos riscos (WRAY, 2007, p. 8). O *subprime* era mais rentável para todos os integrantes de rede, inclusive para os investidores finais destes ativos, como os fundos de pensão. Geravam mais taxas, tarifas e juros em comparação àqueles mais seguros. Para os tomadores de crédito, que iniciavam o processo, quando não conseguissem suprir seus compromissos financeiros, era-lhes garantido o refinanciamento das dívidas iniciais, na maioria das vezes, colocando como garantia os ativos que possuíam, inclusive, os ativos imobiliários que não estavam mais hipotecados. Os ativos reais tornam-se líquidos, nesse processo.

Como havia uma valorização dos ativos também na esfera real, parecia “racional” utilizar-se deste benefício, não apenas quando não se conseguia pagar as dívidas em que se refinanciavam os imóveis, mas também para acompanhar o crescimento do valor deste ativo no mercado imobiliário. O ativo utilizado como garantia do crédito também estava aumentando o seu valor. Os empréstimos tomados que tinham como garantia os ativos imobiliários eram majoritariamente utilizados para financiar o consumo, garantindo o

crescimento da economia, e não o investimento. Era um jogo em que aparentemente todos se beneficiavam.

Nesse período, a fragilização financeira, discutida nos parágrafos anteriores, chega ao ápice, pois endogenamente o risco é alavancado pela completa redução das margens de segurança dos emprestadores e devedores, proporcionada pelas inovações financeiras, aproximando o sistema da crise financeira. E, conforme destaca Kregel (1997, p. 548), não se trata de um processo que seja irracional, que haja assimetria de informação ou otimismo em excesso, por se tratar de um processo endógeno: “*The more things change, the more things appear to remain the same as far as margins of safety are concerned*”. E não há como prevenir a crise que se configura com a ascensão desse processo.

2.5.2 – O crédito como motor da expansão e os limites do Fed

Continuando a análise das inovações financeiras, iniciada na subseção anterior, nesta pretende-se destacar outros fatores de ordem micro, mas também aqueles de ordem macroeconômica que possibilitaram o ciclo de expansão de crédito e, conseqüentemente, do processo de securitização que deflagrou a crise de 2007/2008.

Aglietta (2008, p. 22) destaca três inovações microeconômicas de maior importância que se atrelam à expansão do crédito. A primeira refere-se à mudança de regras contábeis do setor financeiro, que proporcionaram a valorização dos ativos e ganhos de capital aos seus detentores. De acordo com a definição de Aglietta (2008, p. 18), a regra *market to market* avalia o ativo financeiro segundo o valor que é cotado no mercado. Conforme avança o ciclo de crédito, que produz o aumento do endividamento, cresce também o valor dos ativos, devido à inflação de seus preços no mercado financeiro, inclusive daqueles pertencentes às instituições que fomentam a alavancagem do crédito. Isso proporciona que o passivo destas instituições cresça a um passo menos acelerado do que a valorização de seus respectivos ativos. A alavancagem mostra-se como um bom negócio, as receitas geradas pelos ativos mais do que superam as despesas referente às captações. Os bancos, atuando como intermediários financeiros, têm interesse em aumentar o próprio endividamento para emprestar mais aos investidores que desejam comprar os títulos, por isso, utilizam nestes processos técnicas para evadir os requerimentos de reserva e de capital, aumentando a alavancagem e, também, a rentabilidade.

A segunda inovação refere-se aos derivativos de crédito, ou ao *credit default swap*: os quais proporcionam a transferência do risco de inadimplência do detentor do título

para o vendedor do CDS. Esta foi mais uma maneira das instituições que sofriam supervisão financeira, as *Holdings* Financeiras Bancárias, de transferirem o risco alavancando o crédito. Conforme destacam Farhi e Cintra (2009, p. 27), os bancos, na busca por diminuir os seus riscos, “estiveram na origem do surgimento e na forte expansão dos derivativos de crédito”.

A terceira inovação refere-se ao novo modelo de avaliação de risco dos tomadores de empréstimos pelos bancos comerciais. A fim de dinamizar o processo de concessão de empréstimos, não se cria mais um dossiê dos respectivos demandantes de crédito, colocam-se informações do cliente em um sistema que funciona sob o método estatístico de VaR (*Value at Risk*) – em que, para se obter o valor esperado da máxima perda (ou pior perda) dentro de um horizonte de tempo, é dada a probabilidade de sua ocorrência dentro de um certo intervalo de confiança. Além deste sistema não ser tão preciso quanto à avaliação do histórico do tomador de empréstimo, as informações colocadas no programa são continuamente deterioradas, uma vez que o incentivo de quem origina os títulos é de aumentar a quantia de empréstimos, enquanto o problema do risco poderia ser resolvido com a venda destes títulos.

Uma quarta inovação de ordem microeconômica, que convém ressaltar, é a criação das diversas *tranches* (segmentos) dentro dos produtos estruturados, ABS, dinamizando o sistema. As *tranches* ranqueavam os títulos, de acordo com as hipotecas em que se amparavam, e também hierarquizavam o direito dos investidores de receberem o retorno do investimento. Os primeiros clientes que recebiam os retornos eram os que investiram em títulos *senior* e, na sequência, *mezzanine* e, por fim, *equity*. As hipotecas *subprime* faziam parte deste terceiro segmento e quando evidenciada sua insolvência, constituíram-se “lixo tóxico”. Neste contexto, os CDOs – *collateralized debt obligations* – uma modalidade ABS, com múltiplas *tranches*, tiveram seu volume significativamente aumentado entre 2000 e 2006.

Em âmbito macroeconômico, a expansão do crédito atrela-se, em grande medida, à política monetária do Fed para superar a crise financeira de 2001. Devido às incertezas dos mercados no período e à baixa taxa de inflação³³, a autoridade monetária norte-americana permitiu que a taxa de juros ficasse por muito tempo a 1%. Consequentemente, as taxas de juros reais tornaram-se negativas, apesar da inflação baixa e tornou-se vantajosa a tomada de

³³ Segundo Aglietta (2008; p. 33-37), a baixa taxa de inflação é consequência da mudança de padrão de desenvolvimento adotada pelos países asiáticos, que após a crise financeira de 1997, optaram por se transformar em economias *export led*, acumulando poupanças em dólares que possibilitou que se transformassem também em exportadores de capital. Com a entrada da China e Índia na OMC, houve uma pressão de queda dos preços dos bens de consumo industriais, derrubando as taxas de inflação no mundo todo.

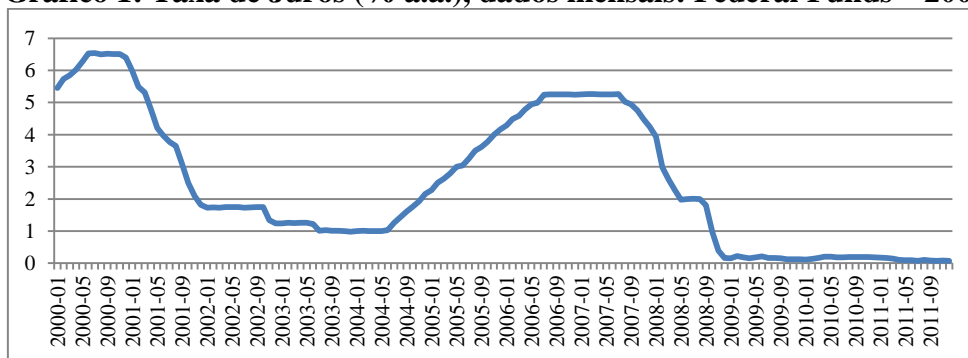
empréstimos no curto prazo para as diferentes instituições financeiras e para as famílias. A política monetária expansiva do Fed teve como resultado o aquecimento do mercado imobiliário, pois as famílias estavam dispostas a endividar-se, já que os custos eram baixos (AGLIETTA, 2008, p. 36). Estes impulsos facilitaram o processo de securitização. Ademais, sob a égide desse sistema liderado pelas finanças, a política monetária expansiva do Fed, de 2001 a 2004, ao tentar enfrentar os efeitos disruptivos da crise de 2001, provocou o aumento de liquidez e fez que o excesso de *managed money* procurando por retorno fomentasse a especulação e o desenvolvimento do mercado de MBS e CDO (WRAY, 2007, p. 7). O resultado foi a emergência de uma bolha imobiliária nos Estados Unidos.

Aglietta (2008, p. 37) destaca o fenômeno da mudança dos agentes endividados na economia norte-americana. Há uma transferência do endividamento das empresas para as famílias norte-americanas. O Fed, para recuperar as empresas, após a crise de 2001, proporcionou condições para que elas se desendividassem, ao mesmo tempo em que permitiu que as famílias assumissem progressivamente dívidas maiores. O consumo passa a ser a principal força do crescimento econômico, a partir de 2003:

On a assisté à un véritable transfert de la dette des entreprises vers la dette des ménages. La conjoncture, à partir de l'année 2003, a été très fortement soutenue par la consommation, elle-même encouragée par la baisse de taux d'intérêt de la Fed qui s'est propagée aux taux d'intérêt à long terme.

Em 2004, como se pode verificar pelo Gráfico 1, o Fed inicia uma política de aumento da taxa de juros dos *federal funds rate*, atingindo 5,25% ao ano, em meados de 2006.

Gráfico 1: Taxa de Juros (% a.a.), dados mensais: Federal Funds – 2000 a 2011



Fonte: Federal Reserve, *historical data*, elaboração própria; média do período.

No entanto, conforme destaca Aglietta (2008), esta política pouco conseguiu influir na taxa de juros de longo prazo, devido à grande liquidez do dólar em escala global, proporcionada pela expansão da economia norte-americana desde 2003. Os países exportadores mantinham grande parte das suas reservas internacionais em dólares. Como

consequência, o Fed perdeu a capacidade de obter efeitos no longo prazo de sua política monetária. Os canais da expansão endógena de moeda³⁴ não poderiam ser controlados devido à desregulamentação financeira, ao uso crescente de inovações financeiras e ao subsequente aumento da liquidez mundial alavancado pela política expansiva do Fed. Apenas no segundo semestre de 2005, com uma demanda pesada a favor dos títulos soberanos norte-americanos, inicia-se o aumento da taxa longa de juros.

As hipotecas *subprime* ganham força em 2006, pois todos aqueles considerados “bons pagadores” já estavam endividados, com as famílias no ápice de sua capacidade de financiamento. As hipotecas *subprimes* caracterizam-se pelo uso de taxa de juros reajustáveis, inicialmente muito atrativas e baixas, para se tornarem, posteriormente, muito altas. A elevação dos juros de contrato acarreta que muitos devedores não conseguem pagá-las, deflagrando as suspeitas quanto à sustentação do ciclo. Em meados de 2006, os preços dos ativos imobiliários norte-americanos cessam de subir, sentindo os efeitos da política restritiva do Fed, e no terceiro trimestre começam a cair. Há uma demanda desenfreada por créditos, para que se sustente o ciclo de valorização das hipotecas. Neste período, as agências de notação de risco continuam classificando os títulos com notas elevadas, conforme assinala Aglietta (2008, p. 43). No entanto, pelo aumento brutal da taxa de juros nos contratos, inicia-se um processo de *default* e de suspeita quanto à rentabilidade dos outros produtos estruturados, por também serem vinculados ao mercado imobiliário, e terem hipotecas *subprime* em seus *pools*. Em meados de 2007, as agências de notação alteram a classificação de vários produtos estruturados para baixo, inclusive alguns MBS que continham hipotecas *subprime*, os desqualificando como componentes do portfólio de fundos mútuos ou de pensão, conforme ressaltam Guttman e Plihon (2008).

A transmissão dos riscos das hipotecas *subprime* para o MBS afetou na sequência o mercado de CDO (*collateralized debt obligation*), o qual negociava diferentes tipos de dívidas, como debêntures, títulos lastreados em hipotecas e dívida de cartão de crédito, conforme destacam Guttman e Plihon (2008). Toda a rede de instituições financeiras que funcionava como compradoras de risco dos bancos comerciais/universais são afetadas e rompe-se a lógica da diluição do risco, previamente instituída.

³⁴ Pela aceção de criação endógena da moeda, entende-se que a expansão das atividades dos bancos comerciais não é limitada pela autoridade monetária e, quando houver imposições, os bancos comerciais correntemente inovam e burlam as restrições de reservas impostas pelos Bancos Centrais. Para mais detalhes, ver Minsky (1976; p. 252-3).

A distribuição do risco efetuada pelas *Holdings* Financeiras Bancárias, conforme destacam Farhi e Cintra (2009, p. 26), foi possível porque outras instituições se dispuseram em assumi-lo. Tais instituições “formaram o chamado *global shadow banking system* (sistema bancário global na sombra ou paralelo), um conjunto de instituições que funcionava como banco, sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos”. Por não se configurarem como instituições depositárias, não estavam submetidas aos controles de atuação impostos pela autoridade monetária. E, também, não poderiam ser socorridas, em momentos de crise, com injeções de liquidez.

Seguindo a definição utilizada por Farhi e Cintra (2009, p.27), o *shadow banking system* engloba todas as instituições financeiras que não têm o ambiente de atuação restringido pela supervisão da autoridade monetária, nem pelos Acordos de Basileia: “os grandes bancos de investimento independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimento, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras”. Os autores também atentam para o fato de que nos Estados Unidos os bancos regionais especializados em créditos bancários e as agências quase públicas, patrocinadas pelo governo, Fannie Mae e Freddie Mac³⁵, fazem parte do *shadow banking system*.

Estas instituições compravam os títulos estruturados dos bancos comerciais e de investimento por meio da emissão de títulos de curto prazo, como os *commercial papers* lastreados em ativos (*asset-backed commercial paper*). Os bancos que a gerenciavam mantinham disponíveis linhas de créditos contingenciais para que fossem utilizadas em momentos de aperto de liquidez. A crise rebateu no sistema bancário quando estas instituições passaram a demandar maciçamente as linhas de crédito e não conseguiram mais emitir os *commercial papers* para financiarem suas posições de longo de prazo. A crise de liquidez, inicialmente, neste contexto, transferiu-se aos bancos comerciais pelo uso maciço dos ativos contingenciais pelas instituições do *shadow banking system* das linhas pré-aprovadas de crédito que detinham. Iniciaram-se recorrentes crises de liquidez e o banco central começou a

³⁵ A primeira foi criada em 1938, como resultado da reforma financeira implementada pelo *New Deal* e tinha como objetivo prover liquidez ao mercado secundário de hipotecas, emitindo os, já mencionados, MBS. Desta maneira ela possibilitava o aumento dos interessados em participar do financiamento no setor habitacional. A Freddie Mac foi criada em 1970 e tinha o mesmo objetivo. Essas empresas, apesar de serem privadas e possuírem ações na bolsa de valores, detinham linhas de crédito garantidas pelo governo, e, por isso, conseguiam se financiar a um custo baixo e operavam amplamente alavancadas (Farhi e Cintra; 2009).

intervir desempenhando seu papel tradicional do capitalismo monopolista de prestador de última instância.

2.5.3 – A crise de liquidez e a crise de solvência do sistema bancário

Nesta subseção, como consequência do processo de securitização e da expansão do ciclo de crédito, analisam-se a crise de liquidez e, em seguida, a crise de solvência, que abateram o setor bancário norte-americano em 2007 e 2008.

De junho de 2007 até o pico da crise, caracterizado pela falência do banco de investimento Lehman Brothers em setembro de 2008, aumentou a pressão sobre a liquidez e solvência de muitas instituições financeiras³⁶.

Em 2007, com o mercado monetário paralisado pela crise de liquidez, os bancos de investimento e as agências quase públicas não conseguiam levantar fundos para se refinanciar no curto prazo. Eles procuraram vender os ativos para os quais ainda havia mercado, o que desencadeou a queda de seus respectivos preços. Farhi e Cintra (2009, p. 31) ressaltam que o Fed teve de prover liquidez a estas instituições oferecendo-lhes acessos às operações de redesconto, no entanto tal medida não foi suficiente para impedir o desmantelamento deste mercado. Em março de 2008, o quinto maior banco de investimento norte-americano, o Bear Stearns, sofreu ameaça de *default*, o Fed interveio e alongou o prazo das linhas de financiamento concedidas aos bancos de investimento. Por meio de um empréstimo de US\$ 29 bilhões, o J.P. Morgan comprou esta instituição.

Em julho de 2008, a crise de liquidez atingiu a Fannie Mae e a Freddie Mac. Segundo Farhi e Cintra (2009, p. 32): “As duas companhias carregavam US\$ 4,7 trilhões, por meio da emissão de dívida ou de garantias a títulos hipotecários (RMBS), ou seja, 32% dos créditos hipotecários nos EUA (US\$ 14,8 trilhões), equivalente a 33% do PIB (Produto Interno Bruto), estimado em US\$ 14,3 trilhões em junho de 2008”. No cenário de queda de preço dos ativos, o valor de mercado da Freddie Mac caiu 93,7% e da Fannie Mae, 95,3%, em meados de 2008 (Aglietta, 2008, p. 68). No início de setembro, para impedir um colapso do mercado de hipotecas, o Tesouro norte-americano abriu, via banco central, uma linha de

³⁶ Conforme Farhi e Cintra (2009; p. 31): “as instituições financeiras não bancárias sofreram uma verdadeira ‘corrida bancária’ contra o *global shadow banking system*”.

crédito de US\$ 100 bilhões para cada uma dessas instituições. Em 2009, esta linha se estendeu para US\$ 200 bilhões³⁷.

No entanto, em meados de setembro de 2008, o Fed decidiu por não suprir as necessidades de liquidez do Lehman Brothers, o que implicou a falência deste banco de investimento. Além de a ação do Fed ter sido interpretada como uma tentativa de diminuir o risco moral, Aglietta (2008, p. 69) destaca que a autoridade monetária subestimou a real dimensão das interconexões das operações deste banco no mercado de derivativos. O primeiro efeito da quebra do Lehman Brothers foi a rápida paralisia do mercado de crédito e do mercado interbancário; o segundo foi a explicitação de problemas de insolvência do sistema bancário que demandariam ações para a recapitalização deste setor (AGLIETTA, 2009, p. 72).

Em setembro de 2008, na conjuntura de crise de liquidez em escala global, assiste-se a uma atuação conjunta dos bancos centrais de diferentes países, com o objetivo de aumentar a liquidez financeira de forma coordenada. Pelos motivos levantados, a função do Fed como emprestador de última instância, foi de extrema importância. Antes da falência do Lehman Brothers, o Fed já vinha atuando com o objetivo de restaurar a liquidez do sistema, abrindo, inclusive, linhas de crédito aos bancos de investimento. Na sequência, o Fed começou a aceitar, como garantia de seus suprimentos de liquidez, títulos de crédito de maior risco no lugar de bônus do Tesouro. O Fed também começou a emprestar diretamente para empresas não financeiras comprando *commercial papers*. Como resultado, a composição do ativo do Fed deteriorou-se, decrescendo substancialmente a parcela relativa dos títulos do Tesouro como pode ser visto na tabela 1.

³⁷ Farhi e Cintra (2009; p. 33) destacam que do passivo total destas instituições (US\$ 1,6 trilhão em junho de 2008), 68,75% (US\$ 1,1 trilhão) estava em poder de credores oficiais, ou seja, bancos centrais estrangeiros que consideravam este passivo tão seguro quanto os títulos do tesouro norte-americano.

Tabela 1: Ativos do Federal Reserve ⁽¹⁾												
	2006	2007	2008	2008	2008	2008	2009	2009	2009	2009	2010	2011
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Ativos financeiros totais (em US\$ bilhões)	908,2	951,3	932,4	952,0	1.541,4	2.270,6	2.117,3	2.038,3	2.180	2.267,2	2.453,2	2.947,2
Em % dos ativos:												
Reservas oficiais dos Estados Unidos	3,5	3,6	3,9	3,9	2,2	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,2
Certificado de direitos especiais de saque	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Moeda do tesouro	4,2	4,1	4,2	4,1	2,5	1,7	2,0	2,1	2,0	1,9	1,8	1,5
Federal Reserve float	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Empréstimos do Fed para bancos domésticos	0,0	0,0	11,9	18,3	19,5	24,6	25,5	16,1	9,5	4,3	0,0	0,0
Janela de desconto ⁽²⁾	0,0	5,1	11,9	18,3	13,0	24,0	25,3	15,6	9,5	4,3	0,0	0,0
AMLF ⁽³⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	6,5	0,7	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de contratos de recompra	4,5	4,9	8,2	12,0	5,4	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumentos no mercado de crédito	85,8	77,9	67,7	53,5	50,7	43,4	55,2	72,1	81,5	87,7	92,1	89,4
Títulos no mercado Aberto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos do tesouro	85,8	77,9	63,4	50,3	30,9	21,0	23,3	32,2	35,3	34,3	41,6	56,4
Títulos de Agências (e empresas patrocinadas pelo governo)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	13,6	27,4	37,8	47,1	46,5	32,0
Outros empréstimos bancários	0,0	0,0	4,3	3,2	18,8	21,6	18,4	12,5	8,4	6,3	4,0	1,0
Famílias (TALF) ⁽⁴⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	1,2	2,0	2,1	1,0	0,3
Resto do mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brokers e Dealers ⁽⁵⁾	0,0	0,0	4,3	0,2	13,0	2,0	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
financiamento a corporações (Maiden Lane LLC) ⁽⁶⁾	0,0	0,0	0,0	3,0	1,9	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,1	0,2
financiamento a corporações (AIG)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	1,7	2,2	2,1	1,8	1,0	0,8	0,0
financiamento a corporações (Maiden Lane II LLC) ⁽⁷⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,2
financiamento a corporações (Maiden Lane III LLC) ⁽⁸⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	0,3
financiamento a corporações (Commercial Paper Funding Facility LLC) ⁽⁹⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,7	11,6	5,4	1,7	0,4	0,0	0,0
Participações em empresas ⁽¹⁰⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	0,0
Ativos variados	1,9	4,3	4,0	8,1	19,7	25,1	15,7	8,0	5,2	3,3	3,4	7,7
Moedas estrangeiras não oficiais (swap lines) ⁽¹¹⁾	0,0	2,5	2,3	6,5	18,7	24,4	14,6	5,6	2,6	0,5	0,0	3,4
Outros	1,9	1,7	1,7	1,6	1,0	0,7	1,1	2,4	2,6	2,9	3,4	4,3

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States (elaboração própria).

Notas:

⁽¹⁾ Ativos dos bancos de Reserva Federal e contas monetárias do tesouro que fornecem ou absorvem reservas bancárias. Excluem-se as contas do Federal Reserve Board (fim de período)

⁽²⁾ Empréstimos concedidos aos bancos domésticos por meio de leilão de crédito, crédito primário, crédito temporário, e crédito sazonal.

⁽³⁾ Empréstimos concedidos aos bancos domésticos por meio *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*.

⁽⁴⁾ Empréstimos concedidos aos bancos domésticos por meio *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*.

⁽⁵⁾ Empréstimos concedidos por meio *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* do Federal Reserve e o *AMLF*.

⁽⁶⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Maiden Lane LLC* a fim de facilitar os negócios associados com a aquisição do *Bear Stearns Companies, Inc* pelo *JPMorgan Chase e Co.*

⁽⁷⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Maiden Lane II LLC* a fim de comprar os *residential mortgage-backed securities* do portfólio de empréstimo e reinvestimento das subsidiárias da AIG, restringido-se aos títulos norte-americanos.

⁽⁸⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Maiden Lane III LLC* a fim de comprar os CDOs em que a AIG tenha contratos de *credit default swap*.

⁽⁹⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Commercial Paper Funding Facility LLC*.

⁽¹⁰⁾ Juros preferenciais em *AIA Aurora LLC* e *ALICO Holdings LLC*, duas companhias limitadas criadas para deterem todas as ações ordinárias pendentes da *American International Assurance Company Ltd (AIA)* e *American Life Insurance Company (ALICO)*, duas filiais de seguro de vida da AIG.

⁽¹¹⁾ Acordos recíprocos de moeda (swap lines) com bancos centrais estrangeiros.

Na tabela 1, evidencia-se a ajuda gigantesca do Fed para salvaguardar o sistema financeiro norte-americano durante a crise, ressaltada nos parágrafos anteriores. O crescimento do ativo em valores absolutos, passando de US\$ 952 bilhões no segundo trimestre de 2008 para US\$ 1,5 trilhão no terceiro, e US 2,2 trilhões no quarto trimestre desse mesmo ano, demonstra a grande injeção de liquidez exercida pela Autoridade Monetária no sistema financeiro doméstico. No último trimestre de 2011, o ativo do Fed chega a praticamente US\$ 3 trilhões, triplicando entre 2007 e 2011³⁸.

No quarto trimestre de 2008, a participação dos títulos do tesouro no total de ativos chegou a quase 20%. Em termos absolutos, comparados aos valores de 2006, passou de US\$ 778 bilhões para US\$ 475 bilhões, no quarto trimestre de 2008, indicando uma possível fragilização da capacidade de intervenção do Fed no sistema financeiro.

A variação correspondente aos títulos do tesouro é percebida principalmente nas rubricas “janela de desconto”; “outros empréstimos”; “títulos de agências patrocinadas pelo governo” e “moedas estrangeiras não oficiais (*swap lines*)”.

A janela de desconto é a modalidade ordinária utilizada pelo Fed para emprestar recursos aos bancos domésticos. Como se pode verificar na tabela 1, o pico desses empréstimos ocorre no primeiro trimestre de 2009, quando chega ao peso de 25% no total do ativo do Fed. Isso corresponde a US\$ 529 bilhões, somente neste período. No primeiro trimestre de 2010, o peso desta rubrica volta a ser nulo.

A rubrica “outros empréstimos” também cresceu consideravelmente no pico da crise. Grande parte desses recursos refere-se à ajuda extraordinária, até então não regulamentada, do Fed ao sistema financeiro doméstico. No quarto trimestre de 2008, a injeção de liquidez destinada aos bancos domésticos, aos bancos de investimentos, aos *Brokers* e *Dealers*, às seguradoras chegou a 21,6% do ativo do total do Fed, ao mesmo tempo em que o ativo do Fed, mais do que dobrou em termos absolutos.

Quanto aos “títulos de agências patrocinadas pelo governo”, majoritariamente, provenientes da Fannie Mae e Freddie Mac, no quarto trimestre de 2009 eles correspondem a 47% do ativo do Fed e mantêm-se acima de 30% até dezembro de 2011.

³⁸ Essa expansão de liquidez tem impactos não desprezíveis na dinâmica do sistema financeiro em escalas globais, mas tal análise fica além dos objetivos desse capítulo.

Pela rubrica “moedas estrangeiras não oficiais (*swap lines*)” que se refere aos acordos recíprocos de moeda (*swap lines*) com bancos centrais estrangeiros, percebe-se a tentativa do Fed de salvaguardar o sistema financeiro doméstico e internacional. Essa injeção de liquidez correspondeu a aproximadamente 25% do ativo do Fed no quarto trimestre de 2008. E estabilizou-se somente no primeiro trimestre de 2010, quando volta a ser nulo.

A partir de 2010, há uma recuperação do peso dos títulos do tesouro no ativo do Fed, porém ainda remanesce 30% abaixo do patamar anterior à crise, demonstrando que o banco central norte-americano ainda não readquiriu em sua totalidade a capacidade de intervir no sistema financeiro doméstico.

Mazzucchelli (2008, p. 59) ressalta que esta crise de liquidez distingue-se de todas as outras devido ao fato de os Estados terem assumido “a responsabilidade pela defesa das instituições financeiras, pela provisão de liquidez, pela garantia integral dos depósitos, pela redução das taxas de juros básicas e pela tentativa de evitar o aprofundamento da contração do crédito”. O autor argumenta que, sem esta “contínua injeção de recursos públicos”, o colapso poderia ter sido incomensurável, devido à armadilha da liquidez provocada pelos agentes que se voltaram aos títulos da dívida pública, principalmente, da norte-americana. Buscou-se, com estas medidas, resgatar o circuito crédito-gasto-renda, em uma ação “*tipicamente keynesiana*”, mesmo que o custo fosse a estatização do sistema financeiro norte-americano (MAZZUCHELLI, 2008).

2.6 – Os limites da Lei Dodd-Frank de 2010

Conforme análise desenvolvida neste capítulo, a crise financeira iniciada em 2007 e generalizada em 2008 com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers ocorreu de forma endógena ao padrão de acumulação norte-americano, como consequência da crescente política de desregulamentação adotada para proteger os lucros do setor bancário, que permitiu o florescimento das mais variadas formas de inovações financeiras. No contexto da crise, a sociedade norte-americana demandou politicamente a criação de um arcabouço institucional capaz de evitar a instabilidade sistêmica, a fim de impedir que tais acontecimentos se repetissem. A materialização desse processo foi a promulgação da Lei Dodd-Frank em 2010, cujos efeitos ainda estão por ser observados. Nesta seção, destacam-se apenas os aspectos condizentes com o escopo deste capítulo, levando em consideração os impactos da lei para: o negócio bancário; a atuação do Fed; e a instabilidade sistêmica.

O plano Obama, que deu origem à lei, procurou levantar falhas na regulamentação e supervisão financeira que pudessem ter levado à crise. Dentre elas: a ausência de uma gestão sistêmica na regulação; a regulação parcial sobre as *holdings* financeiras que protegia apenas o segmento relativo à atividade bancária e não as subsidiárias que compunham o “*shadow banking system*”; a falta de centralização na supervisão financeira que dificultou a prevenção e o monitoramento dos riscos (ANBIMA, 2011, p. 19-20). Ou seja, o levantamento feito pelo governo norte-americano identificou como problema a fragmentação da supervisão. No entanto, as principais medidas tomadas não atacaram diretamente este ponto.

Dentre os principais pontos contidos na lei, pode-se destacar³⁹ seus objetivos em:

- a) assegurar transparência e *accountability* na gestão de instituições financeiras para a identificação de riscos, por meio da criação do *Financial Stability Oversight Council* (FSOC);
- b) implantar a chamada “*Volcker rule*”, ou seja, restringir ações especulativas de bancos que possam prejudicar seus clientes;
- c) criar um sistema para liquidação de grandes conglomerados bancários de maneira a lidar com os crescentes riscos que estas instituições podem disseminar nos mercados;
- d) assegurar o caráter discricionário das ações do Fed, na ajuda emergencial para instituições insolventes;
- e) redefinir os marcos regulatórios das operações de securitização;
- f) delegar às agências federais que regulam o setor bancário o estabelecimento de capital mínimo requerido e a taxa de alavancagem para as instituições depositárias que detêm seguros de depósito, para as *holdings* financeiras bancárias e para as companhias financeiras não-bancárias que são supervisionadas pelo Fed;
- g) criar o *Office of Credit Rating* com a autoridade de aplicar multas, se necessário, às agências de *rating* e de administrar as regras da *Security Exchange Commission* (SEC) concernentes às atividades das Organizações Estatísticas de *Rating*;
- e h) extinguir a agência regulatória *Office of Thrift Supervision* (OTS), aumentando ainda mais o poder regulatório do Fed.

Quanto ao aspecto do negócio bancário, a Lei Dodd-Frank não restringiu o tamanho das Holdings Financeiras Bancárias. Pelo contrário, a lei buscou se fortalecer para expandir suas atividades nos mercados externos⁴⁰. O relatório do Levy Economics Institute (2011, p. 11) destaca que:

³⁹ Esta seção é, principalmente, fundamentada na análise institucional feita pelo Levy Economics Institute (2011; p. 11-31).

⁴⁰ Timothy Geithner, o secretário do Tesouro norte-americano durante a elaboração lei, fez as seguintes afirmações, (em 10/02/2011), ao jornal *The New Republic*: “*I don’t have any enthusiasm for ... trying to shrink the relative importance of the financial system in our economy as a test of reform, because we have to think about the fact that we operate in the broader world*” (...)*It’s the same thing for Microsoft or anything else. We*

(...) the basic theoretical argument that large, integrated financial institutions create synergy in providing a broad range of financial services and reduce risk by pooling is maintained by those who are most influential in "reform," while the difficulties these institutions caused in the financial crisis will be managed by better regulation and provisions to ensure that if they do collapse, they will be allowed to fail without requiring support from public funds.

A reforma não tratou de restringir o tamanho e o poder das grandes *holdings* financeiras, mas de gerenciar melhor o risco assumido por estas instituições e garantir meios para que elas entrem em falência sem deflagrar o risco de contágio e, neste contexto, receber assistência pública somente temporária. As novas regras visam à dissolução rápida das *holdings* financeiras quando estiverem com problemas, ao invés de salvaguardá-las (*idem*, p. 11). O objetivo da criação do FSOC é o de supervisionar o sistema financeiro, a fim de encontrar os focos de instabilidade financeira e riscos. Esta abordagem não leva em consideração o fato de que o risco sistêmico se desenvolve endogenamente, não sendo restrito a determinadas instituições. Ela procurou assegurar a defesa das condições de concorrência entre os integrantes do mercado financeiro, o que terá certamente impactos sobre o processo de inovação por parte dos agentes.

Apesar de a presente reforma não resolver o problema da segmentação funcional da supervisão financeira, em que há muitas agências reguladoras com sobreposição do seu escopo de atuação, pode-se afirmar que os poderes do Fed em supervisionar o sistema financeiro foram fortalecidos. Todas as instituições consideradas importantes, inclusive aquelas classificadas pelo FSOC como possivelmente insolventes, ficaram sob a supervisão do Fed. Em suma, tanto o poder do Fed em relação à elaboração e implementação de política econômica quanto em relação à manutenção da estabilidade financeira sistêmica cresceram durante a crise recente e foram ratificados pela reforma financeira de 2010.

Esta Lei é extensa e complexa, procura abranger inúmeros pontos do sistema financeiros em seus artigos, cuja análise vai além do que se propõe nesse capítulo. No entanto, a visão geral da maioria das medidas implementadas refere-se à gestão microeconômica dos riscos para impedir que se ampliem na esfera macro. Ela não considera que as interações das decisões micro no âmbito da dinâmica da macroeconomia podem endogenamente causar risco sistêmico. Na base da nova legislação está exatamente o inverso, ou seja, que é possível superar as imperfeições microeconômicas nos mercados e contribuir

want U.S. firms to benefit from that." (...) "Now financial firms are different because of the risk, but you can contain that through regulation". E este seria o sentido da reforma financeira de 2010.

<http://www.tnr.com/article/economy/magazine/83176/timothy-geithner-treasury-secretary>

para a estabilidade macroeconômica. Conforme destaca o relatório do Levy Economics Institute (2011, p. 10): “*the Dodd-Frank legislation continues to be based on the mainstream theoretical framework that sees stability in complete markets and synergy in the provision and hedging of financial services*”. A lei não parece ter favorecido modificações na estrutura do sistema financeiro. Os fundamentos do Gramm-Leach-Bliley Act foram reafirmados e permanecem. Em poucas palavras, ela não foi além da regulamentação criticada por Minsky (1976, p. 323) composta por “métodos fragmentados e mudanças feitas em retalho”⁴¹. Em essência, a estrutura financeira que levou à crise de 2007/2008 foi preservada.

⁴¹ Segundo Minsky: “A new era of reform cannot be simply a series of piecemeal changes. Rather, a thorough, integrated approach to our economic problems must be developed; policy must range over the entire economic landscape and fit the pieces together in a consistent, workable way: Piecemeal approaches and patchwork changes will only make a bad situation worse”.

Capítulo 3: A perene dissociação entre as lucratividades bancária e produtiva no Brasil

3.1 – Introdução

Segundo Keynes (1931) uma importante característica das economias modernas, como assinalado no primeiro capítulo, é a existência de uma dissociação entre o produtor, o proprietário do ativo real, e o seu financiador, o proprietário do ativo financeiro, os verdadeiros detentores da riqueza, cuja intermediação é feita majoritariamente pelo setor bancário. Portanto, para que a demanda por financiamento do investimento seja atendida, espera-se que o desenvolvimento do sistema financeiro caminhe *pari passu* com a industrialização. No século XIX, os Estados Unidos consolidaram o capitalismo moderno e o desenvolvimento do capital produtivo ocorreu paralelamente ao do mercado financeiro com a emergência das sociedades anônimas norte-americanas. A dissociação entre os detentores de ativos reais e financeiros, inclusive de seus interesses, ganhou magnitude sem precedentes durante o século XX, originando o “*money manager capitalism*”, conforme visto no segundo capítulo.

Sobre o financiamento do investimento, conforme visto no primeiro capítulo, Keynes (1937c) referindo-se ao processo *finance/funding*, chama atenção para a necessidade desse duplo caráter do financiamento do investimento. Este processo requer acesso a altos volumes de recursos durante todo o período de maturação. Raramente, o produtor terá acesso a toda a soma necessária momento da decisão do investimento. Normalmente, ele terá acesso ao *finance*, oferecido pelos bancos comerciais, e precisará levantar recursos próprios ou de terceiros durante o período de maturação do investimento. Esse alongamento do prazo do financiamento, como visto, é o *funding*.

Um sistema financeiro bem desenvolvido, ao prover o *finance* e o *funding*, libera o investidor da necessidade recursos próprios e permite a ampliação em grande escala das taxas de investimento⁴². Gurley e Shaw (1955), tendo como perspectiva a importância do investimento para o desenvolvimento econômico, ressaltam a necessidade de haver um arcabouço institucional e uma gama de instrumentos financeiros capazes de atender a demanda por financiamento para além dos recursos próprios, seja por meio do mercado de

⁴² O financiamento do investimento foi amplamente analisado na literatura, alguns trabalhos como Gurley e Shaw (1955), Shaw (1973), McKinnon (1973), Minsky (1976), Zysman (1982) se destacam por sua relevância no debate.

capitais, seja por meio do mercado de crédito bancário – não se argumenta que um sistema financeiro bem desenvolvido seja condição suficiente para o desenvolvimento econômico, mas sim, condição necessária.

Zysman (1982) demonstra que há diferentes arranjos institucionais experimentados em países que foram bem sucedidos na trajetória de industrialização, não haveria, portanto, um modelo considerado ideal que devesse ser perseguido, mas há condições para que o modelo de financiamento de longo prazo se adapte às especificidades de cada economia. Os sistemas financeiros poderiam ser baseados em mercado de capitais, como seria o caso da Inglaterra e dos Estados Unidos, ou no mercado bancário, como seria o caso da Alemanha. Muitos países industrializados e “em desenvolvimento” vêm apoiando o processo de industrialização no crédito governamental, e, em alguns casos, no crédito externo.

Dada à incerteza que existe quanto ao retorno do investimento por seu longo prazo e a preferência por liquidez por parte dos agentes que detêm os recursos que poderiam ser direcionados ao investimento, os mercados financeiros tendem a não satisfazer a demanda dos investidores produtivos, e, normalmente, outras formas de financiamento, como a realizada por instituições públicas, como os Bancos Públicos, venham suprir esta lacuna deixada pelo setor privado. Por isso, medidas que visem estimular a diminuição da preferência por liquidez dos agentes, que levem, por exemplo, a um aprofundamento dos mercados secundários para os títulos de longo prazo, são bem vindas para aumentar a disponibilidade de recursos financeiros que podem ser destinados ao investimento. Como visto, no primeiro capítulo, segundo a visão pós-keynesiana os entraves ao investimento não se colocam por deficiência de poupança, mas sim pela disponibilidade de liquidez que os detentores de riqueza financeira estão dispostos em alocar para o financiamento de longo prazo.

Sob uma perspectiva ampla e histórica, pode-se argumentar que o subdesenvolvimento de um arcabouço institucional suficiente ao financiamento no Brasil – mesmo com a presença de instituições públicas – teria a ver com a própria formação da economia brasileira, que tem como herança um passado colonial. No primeiro capítulo de *Formação do Brasil Contemporâneo: Colônia (1942)*, *O Sentido da Colonização*, Caio Prado Jr. assinala que, nos trópicos americanos, estava em formação uma sociedade original que, diferentemente daquela formada nas áreas temperadas, não se tratava de uma extensão ou de uma transplantação da população europeia, mas sim de uma nação autêntica. Essa originalidade refletir-se-ia em todos os campos da nossa sociedade, inclusive, no econômico.

Nessa perspectiva, toma-se como hipótese que a originalidade da formação brasileira ocorre também no estabelecimento da ponte assinalada por Keynes entre o proprietário do ativo real e os seus financiadores, os verdadeiros detentores da riqueza. Diferentemente do caso norte-americano – que fundamentou o processo de desenvolvimento econômico no mercado de capitais –, no caso brasileiro, dada à incapacidade perene do setor financeiro em prover os recursos de curto prazo, várias alternativas (muitas vezes “criativas”) foram utilizadas para atender a demanda por investimento, dentre elas elencam-se a senhoriagem, créditos governamentais e de bancos públicos, créditos externos e, também, o mercado financeiro privado. Ademais a não sincronia típica do subdesenvolvimento, os tempos de desenvolvimento da industrialização no Brasil caminharam em um passo mais acelerado do que o desenvolvimento do sistema financeiro, o qual ainda carece de um arcabouço institucional sólido que atenda as demandas de uma sociedade industrial, na forma indicada por Zysman (1982). Segundo Tavares (1972, p. 130):

os mecanismos ou instrumentos financeiros que surgiram ao longo do processo [de industrialização] foram-se forjando posteriormente por fuga ou certas condições adversas do mercado, ou como adaptação a certas exigências nítidas e iniludíveis da evolução do aparelho produtivo, tornando difícil, em consequência, alcançar-se em cada etapa do desenvolvimento industrial uma estrutura financeira adequada à solução dos problemas de financiamento emergentes, dentro de um marco de relativa estabilidade.

O estabelecimento de um sistema financeiro capaz de prover financiamento de longo prazo em uma economia periférica enfrenta ainda dois desafios importantes: a convivência com inflação alta e a restrição externa – crises cambiais e de balanço de pagamentos. Muitas vezes, as medidas utilizadas para enfrentar esses problemas macroeconômicos têm como consequência dificultar o desenvolvimento de mercados para instrumentos financeiros de prazos mais longos. Exemplo desse *trade off* de políticas é a taxa de juros: sua manutenção em patamares elevados, desde a estabilização dos preços em 1994, para atrair capitais externos e para controlar a inflação, tem colocado um piso para a taxa de juros de curto prazo que impossibilita que a taxa para empréstimos mais longos (mais arriscados) seja menor do que a rentabilidade esperada do investimento. A manutenção da taxa de juros em patamares elevados é justificada pela visão tradicional porque levaria ao

aumento dos níveis da poupança agregada e, por consequência, do investimento, com visto no primeiro capítulo⁴³.

No entanto, do ponto de vista pós-keynesiano, em que a poupança é um resíduo, a elevação demasiada da taxa de juros acima da rentabilidade esperada do capital coloca entraves ao investimento. E como explicado anteriormente, as restrições de fundos ao investimento não é consequência “insuficiência de poupança”⁴⁴, mas sim da disponibilidade de liquidez e da forma como as poupanças geradas pelo investimento são alocadas. Como explica Tavares (1972, p. 235), a acumulação financeira é basicamente dada pela capitalização de rendas de um direito de propriedade. E isso não necessariamente depende que excedentes econômicos na esfera real sejam criados, pode ocorrer pela redistribuição da posição patrimonial das diferentes unidades econômicas. Um problema fundamental da economia brasileira, destacado pela autora, é que não há a reconversão do capital financeiro em capital produtivo, pois o capital financeiro pode destinar os recursos no financiamento do consumo privado ou público e não na capacidade produtiva. Isso valoriza o capital financeiro, mas não o produtivo.

Outro ponto que permeia a relação entre o capital produtivo e o capital financeiro que deve ser levado em consideração é a ligação entre poupança e investimento. Não há garantias dentro do sistema econômico que os recursos das unidades econômicas superavitárias sejam destinados às empresas para aumento da capacidade produtiva. O investimento, para existir, depende de fatores que não se vinculam apenas ao autofinanciamento ou à disponibilidade de crédito, “mas, sobretudo, das relações existentes no mercado entre a estrutura da taxa de lucro e de juros e da rentabilidade esperada de novos investimentos (expectativas de rentabilidade e risco)” (TAVARES, 1972, p. 236). Grandes divergências entre a taxa de lucro empresarial e a taxa de rentabilidade dos títulos financeiros podem causar graves perturbações no mercado e levar a crises financeiras, por descolar a rentabilidade do setor financeiro daquela do setor produtivo.

⁴³ O principal argumento do modelo de liberalização financeiro proposto por Shaw-Mckinnon foi sintetizado por Agénor e Montiel (1999, p. 208-209) como: “*The McKinno-Shaw argument is that a rise in interest rates on savings and deposits will increase the saving rate in developing countries and, in standard neoclassical fashion, raise the rate of economic growth. The increase in interest rates will lead to an inflow of deposits into commercial banks, raising their capacity to lend and finance investment*”. Sobre o modelo Shaw-McKinnon, ver ainda Fry (1995, cap. 2), Hermann (2002, cap. 1-2) e Hermann (2003).

⁴⁴ Sobre a visão tradicional acerca dos problemas de financiamento de longo prazo ver o modelo de Shaw-McKinnon

Da perspectiva da concorrência dos instrumentos financeiros disponíveis no mercado, é necessário que os ativos de longo prazo sejam atraentes, de modo que a relação retorno risco seja compensadora aos detentores de riqueza. A gestão da política monetária e da dívida pública, portanto, deveriam manter um piso de taxa de juros dos títulos de curto prazo condizente com uma curva de rentabilidade que garantisse uma maior rentabilidade dos instrumentos financeiros de prazos mais longos vis-à-vis os mais curtos, a fim de estimular o desenvolvimento de um mercado de títulos de longo prazo (HERMANN, 2003, p. 243-244).

Duas reformas financeiras de sentidos opostos visaram suprir a carência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil, a reforma entre 1964 e 1967 e a de 1988. Pela reforma proposta pelos militares entre 1964 e 1967, esperava-se que o sistema financeiro superasse suas deficiências e passasse a cumprir o papel de flexibilizar o investimento. Conforme ressalta Hermann (2003, p. 241), tentou-se, nesse momento, implementar um modelo de sistema financeiro segmentado, nos moldes norte-americanos, em que o financiamento de longo prazo apoiar-se-ia no mercado de capitais, com os bancos de investimento organizando e colocando ações e títulos de dívida no mercado. E o crédito de curto prazo ficaria a cargo dos bancos comerciais. No entanto, dada às crises monetárias vivenciadas pela economia brasileira, especialmente nos anos 1980, a indexação que, inicialmente, foi estabelecida provisoriamente, por meio da reforma, para assegurar a rentabilidade e diminuir os riscos dos detentores de riqueza financeira para o financiamento produtivo, no contexto inflacionário, acabou tendo seu uso corrompido e passou a garantir a rentabilidade financeira em si mesma, principalmente a partir da década de 1980.

Quanto à reforma de 1988, muito menor do que a dos anos 1960, Hermann (2003, p. 242) ressalta que ela “marcou um rompimento radical com o modelo idealizado nos anos 1960”, no entanto, apenas ratificando o modo como já atuava o sistema financeiro privado à época. Por meio desta reforma, o sistema financeiro nacional aproximou-se do modelo alemão, em que o financiamento de longo prazo é realizado pelo crédito bancário privado, pelos bancos universais, os quais são chamados no Brasil de “bancos múltiplos” – diferentemente, da ideia de segmentação dos mercados, os bancos múltiplos atuam no mercado de capitais, como bancos de investimento, e como instituições depositárias, como bancos comerciais. Ambas as reformas, apesar de propiciarem o desenvolvimento de instrumentos financeiros e do próprio sistema financeiro, não foram bem sucedidas no objetivo de promover o desenvolvimento de um sistema privado de financiamento de longo prazo.

Devido à incapacidade de o sistema financeiro privado prover fundos ao investimento, conforme considera Hermann (2003, p. 245), as fases de crescimento econômico da economia brasileira foram apoiadas no autofinanciamento e, em relação ao capital de terceiros, obteve-se uma combinação de créditos públicos e externos. Em graus variados, este seria o caso do Plano de Metas de 1956 a 1961; do “milagre econômico” de 1968 a 1973; e do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) de 1974 a 1978. O problema do autofinanciamento

Originalmente, a atividade bancária tem a função de transformar prazos, os bancos captam no curto prazo e emprestam no longo prazo – como há um maior risco para emprestar no longo prazo, a taxa de juros cobrada é maior – portanto, convivem com o risco de liquidez, pois ao refinanciarem suas posições ativas podem se deparar com taxas de juros mais elevadas. Outro preço importante levado em consideração pelos bancos é a taxa de câmbio, uma vez que uma desvalorização abrupta impacta diretamente nas captações efetuadas no mercado externo. Além disso, a concessão de crédito costuma acompanhar o crescimento da renda, pois aumenta a demanda por crédito e cai a inadimplência. Portanto, taxa de juros, taxa de câmbio e renda associam-se diretamente com o desenvolvimento do setor bancário.

No Brasil, o sistema financeiro, e, particularmente, o sistema bancário adquire uma versão própria, cujas características são de um sistema bancário privado particularmente resiliente, avesso ao risco e de alta capacidade de captação de recursos junto ao público. No entanto, desenvolveu suas posições ativas privilegiando a alocação de recursos em títulos, beneficiando-se de altas taxas nominais de juros, cuja rentabilidade real é garantida pela indexação, mesmo após a estabilização dos preços alcançada nos anos 1990, e concedendo empréstimos no curto prazo, na maioria das vezes, privilegiando as concessões às pessoas físicas, dada às taxas de juros mais elevadas e maior facilidade de análise do perfil, deste seguimento.

Neste capítulo, investiga-se a configuração institucional do setor bancário brasileiro, em alguns momentos escolhidos durante o processo de substituição por importação até a crise de 2008, sem perder de vista o sentido histórico da Formação Econômica do Brasil e a influência desse aspecto no desenvolvimento de um arcabouço institucional que seja capaz de suprir as demandas por financiamento em uma economia, ainda em processo de industrialização. Nesse contexto, optou-se por dividir a trajetória do desenvolvimento bancário brasileiro associado com o desenvolvimento industrial em cinco períodos: do pós-

guerra a reforma bancária e financeira de 1964, início do período de Industrialização por Substituição de Importações (ISI); de 1964 a 1980, período de industrialização pesada; de 1980 a 1994, período de aceleração inflacionária e crise da dívida externa; De 1994 a 2003, como a estabilização inflacionária e reorganização do sistema bancário pelo Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) e Proes (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária); e a partir de 2003/2004 com o *boom* de crédito na economia brasileira

3.2 – Contexto do crédito no Brasil pré-1964

Maria da Conceição Tavares (1972, p. 127-128), em *Notas sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento: O caso do Brasil*, ressalta que a função fundamental de um sistema financeiro, capaz de permitir o aumento do investimento e o crescimento econômico, é a de efetivar os níveis de poupança doméstica, criando mecanismos institucionais que transfiram os recursos dos setores da economia superavitários para aqueles deficitários, que demandam continuamente financiamento. Como discutido no primeiro capítulo, o investimento demanda, inicialmente, financiamento de curto prazo para cobrir o período de produção, o qual pode ser fornecido pelo setor bancário via *finance*, e que, em um segundo momento, as posições devedoras das firmas investidoras sejam consolidadas, via alongamento do prazo de seus passivos, gerando *fundings*. Na falta desses instrumentos, a economia brasileira, durante os anos 1950 e 1960, utilizou de instrumentos ocultos de transferências intersetoriais, por meio de mudanças nos preços relativos que levaram a pressões inflacionárias.

Ainda segundo Tavares (1972, p. 129), a origem da deficiência do setor financeiro na economia brasileira adviria da demanda por financiamento interno no modelo primário-exportador ser facilmente suprida ou por lucros reinvestidos ou por um sistema bancário pouco sofisticado, pois se associava ao desenvolvimento da capacidade produtiva nas atividades básicas de exportação ou aos serviços públicos, não pressionando por créditos de longo prazo.

O sistema bancário brasileiro, apesar de manter historicamente altas taxas de lucro, não se desenvolveu, durante o século XX, por meio de uma associação clara com o setor produtivo, pela concessão de crédito, mas sim devido a uma configuração institucional que favoreceu uma lógica que privilegia a rentabilidade por vias financeiras, ora por meio do

processo inflacionário, ora por meio dos títulos da dívida. A mudança dessa lógica de atuação requer muito mais do que condições macroeconômicas favoráveis, como estabilidade das taxas de juros e crescimento econômico que fazem aumentar a demanda por crédito, requer alterações institucionais profundas que sejam capazes de minimizar essa forma de atuação das instituições bancárias.

Quando a economia brasileira adquiriu condições para alterar seu modo de inserção na esfera internacional e iniciar um processo de industrialização próprio, não havia fontes de financiamento internas que suprissem a demanda por crédito de longo prazo para o investimento e tampouco o processo de industrialização foi acompanhado paralelamente pelo desenvolvimento do sistema financeiro privado, como destacado por Tavares (1972, p. 130) na citação da introdução deste capítulo.

Da metade da década de 1930 até o início dos anos 1960, a economia brasileira apresentou altas taxas de crescimento econômico, no entanto, concomitantemente, não houve uma expansão do crédito proporcional a esse crescimento: o período caracterizava-se por um desequilíbrio permanente entre oferta e demanda por crédito. A obtenção de financiamento com prazos mais longos foi atendida principalmente por meio das caixas econômicas federais e estaduais e pelos bancos públicos: o Banco do Brasil e, a partir de sua criação em 1951, o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDE), cuja importância ao financiamento cresce a partir do Plano de Metas do governo de Juscelino Kubistchek (1955-1961). No entanto, a competição por recursos entre os setores privado e público, e dentro de cada um destes entre o consumo e produção corrente, de um lado, e a formação bruta de capital, de outro, levou a sérias pressões inflacionárias que se resolveram em um processo inflacionário aberto no início dos 1960.

A inflação teve, portanto, papel fundamental em suprir grande parte da demanda por financiamento no período. Tavares destaca que não apenas a senhoriagem foi utilizada como poupança forçada, mas também na transferência de recursos entre setores, dos setores menos dinâmicos para os mais dinâmicos. No entanto, o uso da inflação como forma de financiamento rapidamente encontra o seu limite, este é dado quando as expectativas inflacionárias são difundidas entre todos os setores da economia, e de forma articulada são feitos os reajustes de preços, além de antecipar os agentes extrapolam a tendência inflacionária. Quando a economia chega nesse ponto, o problema da estrutura de financiamento e a falta de mecanismos financeiros que propiciem o *funding* ao investimento

ficam evidentes, o uso da inflação como forma de financiamento se esgota e a carência de uma arquitetura financeira adequada à demanda por financiamento se torna fundamental para a continuidade dos investimentos e do próprio processo de industrialização, os mecanismos criados a reboque do investimento não são mais suficientes.

Durante o processo de industrialização por substituição de importação até a década de 1960, o uso dos lucros retidos teve papel fundamental no financiamento das empresas na aquisição de capital fixo. Os lucros foram crescentes do pós-guerra até a década de 1960 devido: à oferta elástica de mão de obra; aos subsídios cambiais que protegiam a indústria nacional da concorrência externa; e, pela formação de oligopólios. Não havia pressões para as empresas transferirem os aumentos de produtividade aos consumidores, tampouco para elevar os salários reais de modo que este acompanhasse os incrementos na produtividade. Aumentando os preços dos produtos finais acima da elevação dos salários médios, as empresas conseguiam manter elevada a taxa de lucratividade, beneficiando-se do processo inflacionário para aumentar a capacidade produtiva, enquanto não havia desenvolvimento da estrutura financeira capaz de suprir as necessidades de recursos da indústria. Segundo Tavares (p. 151): “A inflação apresenta-se, assim, como um mecanismo heterodoxo de financiamento que, mediante tensões crescentes, mobiliza e sanciona a acumulação de capital”.

Na época, não havia meios de se obter financiamento de longo prazo por meio do setor privado. Este era fundamentalmente formado pelos bancos comerciais. A lei de usura, implementada em 1933, limitava os juros nominais cobrados a 12% ao ano, em um contexto de inflação alta provocava um excesso de demanda por créditos (Simonsen, 1961, p. 75). O sistema bancário, na busca por rentabilidade, criou, então, mecanismos para burlá-la. Segundo Simonsen (1965, p. 66-67) “os bancos contornavam a Lei de Usura por meio de três artifícios principais e às vezes combinados”: os juros cobrados além dos oficiais, não escriturados; comissões excessivas sobre os serviços prestados; e as contas vinculadas, as quais exigiam que o receptor do empréstimo depositasse uma parcela do valor recebido no próprio banco. Deste modo os bancos tinham um enorme diferencial entre o custo do passivo e a rentabilidade do ativo (ALMEIDA, 1980, p. 13).

Favorecidos por um período de forte demanda por financiamento, os bancos concentraram seus empréstimos, em geral, no curto prazo – para evitar a perda de rentabilidade que o processo inflacionário poderia provocar –, propiciando ao setor, mesmo

no cenário aparentemente adverso de inflação elevada, altíssimas taxas de rentabilidade. Esta poderia ser ainda maior se os bancos conseguissem captar depósitos à vista – que normalmente não rendiam juros. Nesse contexto, as instituições bancárias passaram a concorrer, então, na captação destes depósitos⁴⁵. A partir da segunda metade dos anos 1950, o número de agências bancárias cresceu vertiginosamente e os bancos também aumentaram os serviços prestados na busca por mais clientes. Não apenas os lucros dos bancos cresceram, mas também o custo operacional com o aumento de gastos com pessoal, administrativos, imobilizações e instalações luxuosas (ALMEIDA, 1980, p. 13-14).

Esse arranjo institucional permitiu às instituições bancárias elevarem a lucratividade em um cenário de inflação alta, no entanto, dado o alto custo operacional envolvido na ampliação da rede bancária, uma mudança no ambiente macroeconômico com maior controle sobre a inflação poderia afetar diretamente os lucros. Segundo Simonsen (1976, p. 290) os custos bancários eram “de difícil rentabilidade a curto prazo, em virtude da legislação trabalhista, da excessiva imobilização em lojas e instalações luxuosas, etc.”

A lucratividade do setor bancário nessa primeira etapa de industrialização do Brasil não se vinculou diretamente à expansão industrial, mas diferentemente de período posteriores, ela se associou a concessão de créditos de curto prazo, remunerados por elevadas taxas de juros. Isso foi possível em decorrência do ambiente macroeconômico positivo e otimista para os negócios, mesmo em um ambiente de regulamentação das taxas de juros e inflação alta obtiveram altas taxas de lucros ao contornar as regras existentes.

Uma característica do ímpeto inicial da industrialização brasileira é a autonomia entre a acumulação industrial e a acumulação financeira no Brasil, especialmente a bancária, elas poucas vezes se cruzam. Em seu processo de industrialização, os mecanismos de financiamento ao investimento caminharam a reboque da demanda, e, periodicamente, isso causou entraves, ora mais, ou menos agudos ao processo de desenvolvimento econômico brasileiro. Um desses momentos nevrálgicos ocorreu em meados da década de 1960 com o esgotamento da capacidade das empresas se beneficiarem da inflação para elevar os lucros e conseguir o autofinanciamento. Nesse contexto, a necessidade de uma reforma financeira e bancária se impôs, conforme será analisado na seção seguinte.

⁴⁵ Como exemplo, pode-se citar a Instrução nº 34 da SUMOC de 1950, que limita os juros nominais pagos aos depositantes entre 3 e 6%, dependendo do prazo da operação, bem inferior aos 12% impostos pela lei de usura.

3.3 – A Reforma financeira de 1964 e as consequências para o sistema financeiro nacional

No contexto de queda dos lucros das empresas, de esgotamento do processo de substituição de importação de bens de consumo duráveis, que caracterizou o período do plano de metas, e de aceleração inflacionária, as empresas produtivas não conseguiam mais, por meio de elevação dos preços dos produtos finais, assegurar altas taxas de rentabilidade que viabilizasse a continuidade do processo de investimento, de modo que a reforma financeira e bancária de meados dos anos 1960 buscará contornar os problemas que o financiamento poderia impor ao processo de industrialização.

Porém, diferentemente do esperado, em sua formulação não se pretendeu alterar o papel dos bancos como emprestadores de curto prazo. O diagnóstico da problemática do desenvolvimento brasileiro a ser combatida pelas reformas institucionais foi a inflação, que no patamar em que se encontrava, já havia perdido a funcionalidade que deteve no financiamento do investimento.

Ao analisar a hipótese estruturalista de que a inflação poderia ter sido funcional ao processo de desenvolvimento, por prover o financiamento necessário aos projetos industriais, o diagnóstico feito pelo governo admitiu a coexistência cronológica entre a expansão da formação de capital e a inflação, entretanto não considerou este fato significativo. O diagnóstico não poderia ser diferente, porque como visto no item anterior, a inflação já não era mais funcional na alocação de recursos para o investimento. Em sua análise, o que importava eram os efeitos colaterais da inflação para o desenvolvimento econômico, os quais teriam sido predominantemente negativos, por causar distorções em vários setores da economia: mercado de crédito, de capitais, cambial; mercado produtivo, ao mascarar os lucros reais; mercado imobiliário; além de afetar o equilíbrio do sistema de preços. Segundo essa perspectiva, este levava ao aumento da intervenção estatal na economia que retirava a iniciativa do setor privado principalmente para o financiamento de projetos de longo prazo. As reformas previstas pelo Programa de Ação Econômica (PAEG) pretendiam assegurar as forças de mercado na economia (ALMEIDA, 1980, p. 1-3).

No entanto, Almeida (1980, p. 11-15) ressalta que as propostas formuladas para alteração da estrutura de financiamento consideravam contraproducente que a reforma financeira se pautasse nas instituições financeiras privadas existentes, ou seja, nos bancos

comerciais. Isso porque, sob a perspectiva dos formuladores, a inflação e a Lei de Usura teriam distorcido a atuação bancária a tal ponto que essas instituições teriam se tornado incapazes de conceder empréstimos a prazos maiores. A ação dos bancos em contornar a Lei e se especializar na captação de depósito à vista e em empréstimos de curto prazo era vista como natural pelos formuladores do PAEG no contexto de inflação elevada. Entendiam que eram apenas mais uma das vítimas dos problemas trazidos pelo processo inflacionário. No entanto, reconheciam que os bancos tinham se habituado a remunerar pouco as captações e cobrar elevadas taxas de juros pelos empréstimos. Dada essa característica do desenvolvimento do setor bancário brasileiro, implicitamente consideraram que ele não iria reduzir o *spread* e alongar os prazos, mesmo com a erradicação dos problemas inflacionários, os quais seriam rapidamente contornados com a implementação da correção monetária. Ademais, os custos operacionais envolvidos para que o setor atuasse nessa nova especialização eram impeditivos. Segundo os cálculos, estes teriam de decrescer 2/3 para que os bancos obtivessem uma rentabilidade compensadora em um ambiente de baixa inflação. Dada à rigidez da estrutura de custos, não se esperava que diminuíssem o custo do empréstimo, tampouco aumentassem a rentabilidade dos depósitos de maior prazo, os bancos estariam ainda muito ligados ao passado inflacionário.

Por esse motivo, o governo e os formuladores de política econômica tomaram o devido cuidado em suas propostas em evitar incluir os bancos comerciais nos compartimentos especializados e nos novos instrumentos financeiros de captação que se buscavam criar. Ademais, o governo não introduziu a correção monetária nos depósitos à vista, temendo que neste segmento ela se tornasse explosiva (ALMEIDA, 1980, p. 15-16).

Dada essas ressalvas, a partir de 1964, iniciou-se um processo de transformação da estrutura financeira que não decorreu diretamente da industrialização, como um processo endógeno deste processo, mas por mudanças no marco institucional nacional e global. O projeto foi inspirado no sistema financeiro norte-americano (ver Capítulo 2), em que havia a separação das atividades e dos nichos de atuação das instituições financeiras, seguindo o ideário econômico liberal. Do modo assinalado por Zysman (1982) no primeiro capítulo, esperava-se montar no Brasil uma estrutura de financiamento de longo prazo fundamentada no mercado de capitais como nos moldes estadunidenses.

Tavares (1972, p. 213 – 215) destaca os principais resultados das alterações do marco institucional:

- Permitiu a modernização, diversificação dos instrumentos financeiros e o aparecimento de um mercado de capitais institucionalizado;
- Substituiu o financiamento inflacionário aberto e endividamento externo ligado a problemas do balanço de pagamento, por uma inflação controlada e endividamento externo ligado a movimentos autônomos de capitais;
- Levou à expansão da liquidez, devido à emissão de títulos de dívida pública e privada com correção monetária;
- Ampliou-se o financiamento ao consumo de bens duráveis, o qual permitiu a recuperação da indústria;

No entanto, em relação ao financiamento de longo prazo, não se superou a dependência de fundos especiais estrangeiros ou públicos, apesar da criação de instrumentos de financiamentos para estes fins. A partir de 1968, houve um maior desenvolvimento do mercado de capitais, mediante a constituição de bancos de investimento, reorganização de setores financeiros tradicionais, fusões de grupos financeiros, abertura de capitais de empresas, e ativação progressiva dos mercados diretos de valores, principalmente em bolsa, isso permitiu um desenvolvimento das relações de crédito e débito, conseguiu-se crédito privado ao consumo, colocação de títulos da dívida pública com correção monetária e entradas estrangeiras de capitais de curto prazo. A criação do Banco Nacional de Habitação desencadeou incentivos para a construção civil por meio da criação do Banco Nacional de Habitação

As principais mudanças institucionais do sistema financeiro decorreram da reforma bancária que se iniciou em fins de 1964 e na lei do mercado de capitais promulgada em julho de 1965. Foram criados o Banco Central do Brasil, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Nacional de Habitação, além de promover um reordenamento do sistema financeiro nacional.

A principal inovação implementada pela reforma foi a introdução da correção monetária em quase todas as operações do sistema financeiro. A regulamentação do sistema financeiro, instituída pela nova legislação, delimitou as regras de atuação das instituições financeiras, do mercado de capitais e da bolsa de valores; estabeleceu novas regras para a entrada de capitais estrangeiros; delimitou o campo de atuação dos bancos de investimento e das instituições para crédito ao consumidor; criou incentivos fiscais para setores considerados prioritários. Também procurou respeitar a presença dos bancos comerciais, os quais deveriam

continuar atuando com as operações de curto prazo. Também se preservou a presença das financeiras, as quais deveriam se especializar no crédito de médio prazo. O objetivo subjacente às alterações era o de aumentar a concorrência entre as instituições financeiras a fim de diminuir o *spread* cobrado (Almeida, 1980, p. 16 - 17).

Com as mudanças efetuadas na estrutura financeira, obteve-se a modernização e expansão do setor. Tavares (1972, p. 225-227) destaca que, por meio da reforma, obteve-se maior diversificação e especialização para funções de intermediação financeira pública e privada. Outra consequência importante levantada pela autora foi a alteração da importância relativa dos distintos grupos de instituições no financiamento privado e sua forma de organização e relações internas e externas, com perda do papel dos bancos comerciais nos empréstimos ao setor privado. Isso se deveu em parte como consequência da alteração das formas de captação. Houve diminuição do papel dos ativos monetários (papel-moeda e depósitos a vista, genuinamente bancários) e aumento do peso de títulos extrabancários: aceites cambiais, letras imobiliárias, títulos reajustáveis da dívida pública.

Concomitantemente a esse processo, assistiu-se a uma reorganização dos grupos financeiros privados tanto por meio de fusões, que levaram à uma maior concentração do sistema bancário, quanto pelo surgimento de novas instituições financeira – bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, e associações de poupança e empréstimo. Almeida (1980, p. 17) destaca que se depositaram grandes esperanças sobre os bancos de investimento privados, pois, diferentemente dos bancos comerciais, não estavam atrelados a um passado inflacionário e curto prazista, como se nascessem já na “modernidade”. O autor destaca que, na visão dos formuladores:

os bancos de investimento deveriam nascer fortes, sólidos, contando com o apoio do capital estrangeiro em associação ao capital privado nacional e deveriam ser responsáveis por preencher o mais flagrante e grave vazio deixado pelos bancos comerciais, e por onde havia penetrado o Estado, através de suas instituições de fomento: o crédito a longo prazo para financiar os investimentos e a promoção da capitalização da empresa privada nacional (ALMEIDA, 1980, p. 17).

No entanto, o processo de reorganização financeira levou a uma maior concentração, propiciando a formação de *holdings* financeiras pela associação dos bancos privados nacionais com financeiras e bancos de investimento:

Assim, a perda de participação bancária nos ativos das instituições financeiras de crédito ao setor privado não significa perda de poder financeiro dos grandes bancos, mas sim uma reorganização do sistema financeiro em que os bancos aproveitaram as facilidades concedidas à intermediação não-bancária para expandir-se sob essa forma. (TAVARES, 1972, p. 227)

Os grandes grupos financeiros puderam fazer uso das diferentes formas de regulamentação concedida aos diferentes tipos de instituições. Como abordado no segundo capítulo, sobre a regulamentação fragmentada no sistema financeiro norte-americano, o mesmo acabaria por acontecer no Brasil. A reforma financeira dos anos 1960 no Brasil, assim como a da década de 1930 nos Estados Unidos, foi pensada para uma estrutura de atuação das instituições financeiras em diferentes nichos de mercado, e a regulamentação segmentada era vista como um meio de obter um controle maior sobre as instituições financeiras. No entanto, assim como lá, só que mais rapidamente, acabou culminando na formação de *holdings* e no desvirtuamento das atividades originais das instituições financeiras que se beneficiavam do controle segmentado. Apesar da regulação segmentada, a concentração do capital, pela formação de *holdings* financeiras, permitiu que o aglomerado utilizasse da variedade de regras para aumentar a lucratividade. Por exemplo, a captação extrabancária não está sujeita à restrição do compulsório, independe da emissão primária dos meios de pagamento e da política monetária do governo, sofrendo menos restrições acabou sendo ampliada no período. Um dos resultados da reforma institucional foi a expansão da intermediação financeira não bancária.

Diferentemente do esperado, os bancos de investimento recém-criados não se especializaram na concessão de crédito de longo prazo. De forma auxiliar aos bancos comerciais, passaram a conceder capital de giro às empresas, operando com prazos um pouco maiores. O processo de concentração financeira foi liderado pelos tradicionais grupos bancários exercendo domínio sobre os diversos compartimentos criados pela reforma (ALMEIDA, 1980, p. 21).

Tavares (1972) destaca que houve alteração no modo de financiamento dos setores público e privado, ambos passaram a emitir de títulos: o primeiro, títulos públicos (da dívida pública) e os segundos e privados, as duas modalidades indexadas. A expansão do crédito ao setor privado deveu-se à atuação do BNH, concedendo crédito à construção civil, e das financeiras, ao consumo de bens duráveis. O BNH e as financeiras (surpreendentemente) foram os principais responsáveis pela reativação do crescimento econômico a partir de 1967. Sobre as financeiras, Almeida (1980, p. 21) destaca que:

(...) as financeiras originalmente destacadas para cobrir o espaço que acabou sendo encampado pelos bancos de investimento [concessão de capital de giro], e de quem não se esperava muita coisa (tratava-se de um “mercado atrofiado” o de letras de câmbio, sustentavam as autoridades), acabaram por ser deslocadas “ao fim da linha” do crédito direto ao consumidor mas a despeito disto (na verdade, por causa disto)

foram elas que se constituíram num pilar para a retomada de altas taxas de crescimento da economia anos após.

Outra decepção teria sido o desempenho da bolsa de valores. O início dos anos 1970 foi marcado por uma enorme euforia no resultado dos lucros obtidos nas operações de lançamento e da especulação na intermediação entre o mercado primária e o secundário (de balcão). Isso levava a uma valorização excessiva dos títulos o que ameaçava o próprio desenvolvimento do mercado de capitais (TAVARES, 1972, p. 232).

Os resultados econômicos mais notórios da reforma foram a expansão do consumo, restringido a uma camada da população, e uma euforia especulativa na bolsa de valores sem precedentes. Além da reorganização do sistema financeiro em favor a um aumento da concentração.

Sobre a acumulação financeira na economia brasileira, após as reformas institucionais estabelecidas pelo PAEG, essa se ancorou na expansão das dívidas pública e privadas – ordem renegociável do tesouro nacional, aceites cambiais e letras imobiliárias. Isso foi facilitado ou pela introdução da correção monetária, ou pelos papéis prefixados por uma taxa que tendia a superar as tendências inflacionárias, garantindo às instituições financeiras altíssimas taxas de rentabilidade e maior negociabilidade, por os ativos mais atraentes serem de curto ou médio prazo.

Para a indústria, o aumento das taxas de juros significava um maior custo financeiro, elevando a dependência por capital de giro, o que deprimia a capacidade de acumulação interna. Este cenário ainda era agravado pela política de compressão de salários, por limitar a demanda doméstica.

Sobre as transformações no sistema financeiro privado e seu significado para o financiamento doméstico, Tavares (1972, p. 241) atesta que:

Até agora o setor financeiro privado tem-se revelado incapaz de modificar as modalidades de crédito no sentido de aumentar substancialmente os prazos e reduzir as taxas de juros. Isso se deve às próprias condições de estruturação do mercado financeiro, bem como ao fato de que o seu funcionamento se dá em condições inflacionárias que tendem a institucionalizar-se, mediante a generalização do emprego dos diversos mecanismos de correção monetária. Esta circunstância eleva o patamar em que se define a estrutura das taxas de juros e, em condições de ampla liquidez do sistema, bem como de rápida rotação do capital financeiro, permitem manter uma altíssima taxa de lucro no setor financeiro, acelerando, portanto, o próprio ritmo de acumulação e expansão desse setor.

Uma das principais motivações da estruturação do sistema financeiro foi criar mecanismos privados capazes de suprir a demanda por crédito da economia brasileira tanto de

curto, médio ou longo prazo. No entanto, a institucionalização da correção monetária na maioria das transações colocou impedimentos para que este objetivo fosse atingido completamente, pois as taxas de juros de longo prazo requeridas a esse fim, dado o risco, não poderiam ser supridas pela rentabilidade proporcionada pelos ativos de capital. Como destacado pela autora acima, com o uso disseminado da correção monetária, elevaram-se os patamares nos quais as taxas de juros nominais passaram a ser definidas e o uso da indexação que tinha por finalidade reduzir a insegurança dos proprietários de riqueza financeira quanto à disponibilização de recursos por prazos mais longos, acabou permitindo que obtivessem altas de rentabilidade por meio de instrumentos financeiros de prazos mais curtos, criando uma preferência por aplicações deste tipo em detrimento àquelas de prazos mais longos.

Almeida (1980, p. 18-20) argumenta que, quando da implementação da correção monetária, algumas das justificativas dos formuladores do PAEG foram de cunho doutrinário: esperava-se evitar a recorrência dos “lucros ilusórios”; estabelecer os sinais de mercado da economia melhorando a alocação eficiente de recursos; promover a justiça fiscal; e proteger o capital em diversos âmbitos. O motivo para sua instauração nos instrumentos financeiros de captação era garantir uma remuneração justa aos poupadores e neutralizar distorções que poderiam impedir o desenvolvimento do sistema financeiro, decorrentes do teto de juros nominal em um ambiente inflacionário. Ainda em relação ao sistema financeiro, mais três preocupações foram levadas em consideração: a de abranger operações financeiras com um prazo mínimo – fixado em um ano e, portanto, excluíram-se os depósitos à vista; que a correção monetária fosse pós-fixada e não prefixado; e de que a sua utilização fosse transitória até a estabilização dos preços – que era a meta principal da política econômica. Sobre este último ponto, esperava-se que a estabilização de preços alcançasse por si só todos os objetivos que se buscava com o uso da correção monetária. No entanto, o seu uso justificava-se, na visão dos formuladores de política econômica, porque não se esperava que os agentes econômicos financeiros alterassem suas expectativas inflacionárias *pari passu* ao ajustamento da economia em direção à estabilidade e continuassem pautando suas decisões nos acontecimentos passados. Isso poderia prejudicar a política anti-inflacionária, ademais o controle repentino dos preços poderia pressionar os mercados de capitais e de crédito que estavam habituados ao ambiente inflacionário e nele conseguiam aumentar suas receitas. Levando esses pontos em consideração, justificava-se o uso da correção monetária de maneira transitória, até que a estabilidade da economia fosse alcançada.

Sobre este ponto, Simonsen (1965, p. 78) destaca o seguinte:

O combate à inflação reduzirá o volume de poupanças constituídas sob a forma de aumentos de encaixe monetários do setor privado, e que financiam a operação flexível do sistema financeiro. Isso significa, de fato, a eliminação de uma das componentes de mobilidade do nosso mercado de capitais. É verdade que a estabilidade relativa dos preços tenderia a suprimir muitos dos atuais focos de rigidez do mercado, mas há o risco de que essa supressão leve bastante tempo para efetivar-se. Com efeito, mesmo que se estabilizem por completo os preços, nos próximos anos, não será possível impedir que os capitalistas formulem todo seu raciocínio econômico em termos de um risco de inflação futura. E, na ausência de providências compensatórias do Governo, pode ocorrer que o combate a inflação venha a extinguir o mecanismo flexível de canalização das poupanças monetárias pelo sistema financeiro, sem que se eliminem prontamente as distorções do mercado causadas pelo temor de futuras altas dos preços. As principais sugestões que se apresentarão no curso do presente capítulo [dentre elas a introdução da correção monetária] visam precisamente à neutralização imediata das expectativas inflacionárias sobre o mercado de capitais.

Uma das consequências nefastas do uso da correção monetária foi assegurar a rentabilidade do setor financeiro desvinculada do processo produtivo. Essa marca de nascença do sistema financeiro brasileiro arrastou-se da reforma modernizadora do PAEG para o processo de redemocratização, crise do modelo nacional-desenvolvimentista e reorganização pós-Plano Real na década de 1990. Até os dias atuais, a disponibilidade no mercado de instrumentos financeiros indexados tem posto um piso elevado para a taxa de juros no Brasil, que mesmo sob condições macroeconômicas favoráveis, como estabilidade de preços e maior resiliência à restrição externa, que marcou a primeira década dos anos 2000, não se assiste no Brasil a queda das taxas de juros.

Como, durante um longo período dos 1960 até o começo da década de 1990, a inflação manteve-se em patamares elevados, apesar de uma redução significativa durante o período conhecido como milagre econômico, as taxas de juros nominais na economia brasileira elevaram-se demasiadamente, alcançando níveis históricos na década de 1990, quando da busca pela estabilização dos preços. O patamar de juros no Brasil não apenas impediram que o sistema financeiro privado no Brasil se desenvolvesse no sentido de aumentar às concessões de crédito ao financiamento produtivo, mas ainda no momento presente, coloca em xeque todo esforço industrializante, empreendido em meio a condições adversas por uma economia de passado colonial até os anos 1980.

A correção monetária, origem de toda a indexação econômica no Brasil contemporâneo, estabelece como lugar imprescindível do funcionamento “normal” do sistema bancário brasileiro, garantindo altíssimas taxas de rentabilidade e cobrando da sociedade o preço pelo rentismo de suas operações. São exatamente nas passagens entre os modelos econômicos que essa força aparece com mais evidência, pois a necessidade de “proteger” os

horizontes de acumulação da riqueza no sistema financeiro brasileiro – dado seu enraizamento e indexação como ativo real, indistinta do capital produtivo – sobrepõe-se a qualquer outra necessidade social mais relevante, como, por exemplo, o bem-estar. Não obstante, essa característica do subdesenvolvimento brasileiro não leva a um atavismo do setor financeiro, ao contrário, a indexação fortalece e, mais que isso, viabiliza a moeda nacional em um país da periferia do capitalismo, mobilizando o Estado para atuar em defesa da moeda contra a dolarização plena de seu espaço econômico. Nesse contexto, busca-se discutir na seção seguinte a relação entre a correção monetária e a lucratividade do setor bancário durante a crise monetária dos anos 1980.

3. 4 – A indexação da economia e a rentabilidade bancária

Após a ampliação da liquidez internacional durante a década de 1960, proporcionada principalmente pelo mercado de eurodólares, houve crescimento da economia mundial até meados da década de 1970, quando se iniciam crises monetárias e cambiais que colocam fim a paridade ouro-dólar. Na segunda metade da década de 1970, o aumento da liquidez internacional foi dado pelo excesso de petrodólares⁴⁶. Nesse ínterim cresceu a dívida externa dos países latino-americanos, contraídas a taxa de juros pós-fixadas. No entanto, o movimento de ampla liquidez internacional contribuiu para a desvalorização do dólar frente às demais moedas do sistema monetário internacional e na busca por controlar esse movimento, o presidente do Federal Reserve, Paul Volcker, elevou significativamente as taxas de juros interna da economia norte-americana, recuperando o valor do dólar. Com o fim súbito da liquidez internacional, várias economias ao redor do globo entraram em crise de 1979 a 1982, inclusive o Brasil, o qual passava pelo seu maior esforço de industrialização pesada, articulada pelo Segundo PND, o qual aos olhos da época poderia significar a completude do processo de substituição de importação e da interligação das cadeias produtivas brasileiras, cujos financiamentos foram predominante externos. Antes de os investimentos realizados maturarem, o Brasil entra em uma grave crise de balanço de pagamentos, imposta pelas restrições internacionais.

Nesse contexto, a política macroeconômica no Brasil muda completamente de rumo. Avança-se na indexação da economia, na busca de conter as consequências de uma crise monetária profunda, em que a moeda brasileira ia gradativamente perdendo a capacidade

⁴⁶ Sobre o mercado de eurodólares e petrodólares e a desvalorização do dólar ver Tavares (1996, p. 31-37)

de ser referência de valor da riqueza, nos contratos firmados. A indexação foi a maneira encontrada para defender o patrimônio em suas diferentes formas e impedir que outro ativo, como o dólar, substituísse este papel da moeda nacional como reserva de valor.

Em resposta às mudanças no cenário, no período de 1980 a 1984, praticou-se no Brasil uma política econômica de ajustamento, levando a transformações na economia brasileira que influenciaram diretamente nos desdobramentos econômicos pelos próximos quinze anos, além de contribuir para o aprofundamento da recessão doméstica. Belluzzo e Almeida (2002, p. 105-106) argumentam que o Estado brasileiro, para defender o lucro macroeconômico, estatizou as dívidas privadas, principalmente das empresas produtivas – excetuam-se as empresas estatais. O processo de estatização teria ocorrido tanto pelos fluxos, os empréstimos internacionais assumidos a partir de 1979, foram praticamente em sua totalidade públicos, como também pelo estoque de dívida, pela criação de mecanismos para que o setor privado “descarregasse a dívida com o exterior em agências (como o Banco Central) e em títulos públicos com cláusulas de reajuste pela variação cambial”. Esses mecanismos contribuíram para a diminuição dos juros líquidos pagos pelo setor privado e se amparassem em operações de *hedge*. O setor público praticamente convertia a dívida externa privada em moeda nacional, assumindo o risco cambial dos empréstimos e de taxa de juros dos empréstimos externos, que eram pós-fixadas – risco que se estabeleceu na prática com os aumentos extraordinários das taxas internacionais de juros e sucessivas desvalorizações cambiais. Sobre a estatização da dívida, Mendonça de Barros (1993, p. 8) destaca o seguinte:

A falta de credibilidade da correção monetária, sujeita agora a vários expurgos arbitrados pelo governo, vai progressivamente empurrando a poupança financeira para o *Open* [mercado aberto]. Este processo acelera-se a partir de 1983 com o ajuste financeiro promovido pelas empresas do setor privado. As empresas reduzem seu passivo dolarizado realizando maciços depósitos em dólares no BC. É o chamado processo de ‘estatização’ da dívida externa. O governo, pressionado também no ‘*front*’ de suas contas fiscais, torna-se o grande tomador de recursos do sistema, principalmente via colocação de títulos públicos.

As consequências da estatização da dívida privada foram a quebra do setor público e a reestruturação patrimonial do grande capital que deixou a política monetária econômica refém de seus interesses, ao custo de colocar o país na maior crise monetária de sua história. Esperava-se que uma vez que se o setor empresarial mantivesse solvência, rentabilidade e liquidez, contribuiria para a recuperação da economia após o período de ajustamento. Isso somado à reestruturação das contas externas, pela melhora do saldo em transações correntes, possibilitaria o retorno do crescimento econômico. Os formuladores de política econômica não levaram em conta o impacto que o ajuste teria na formação das

expectativas e nas avaliações de risco, pela alteração do câmbio, juros, condições de crédito e financiamento na economia.

Ao contrário, Belluzzo e Almeida (2002) argumentam que tal saneamento do capital privado levou à “polarização da riqueza” no Brasil. Os detentores de riqueza, dos títulos públicos, temerosos de que a inflação e a imperfeição dos indexadores pudessem levar a uma desvalorização patrimonial, passaram a exigir encurtamento dos prazos para aceitar títulos do governo e efetivar operações de arbitragem no mercado de ativos – no mercado paralelo do dólar e de ativos reais. Sobre a perda de confiabilidade nos indexadores do contrato, Mendonça de Barros (1993, p. 7) destaca o seguinte:

[A partir de 1977] a correção monetária oficial passou a ser calculada em função da inflação efetiva (80% do total) e de uma taxa arbitrada pelo governo (20% do total). Foi o primeiro de uma série de golpes desferidos pelo governo na credibilidade do indexador oficial dos contratos financeiros. O ministro Simonsen, tentando pela primeira vez reduzir os efeitos da componente inflacionária que nos anos mais tarde chamada de inércia inflacionária, desferia um golpe mortal nas bases da reforma da dupla Bulhões-Campos. Anos mais tarde o ministro Delfim Netto, com a utilização dos chamados ‘expurgos’ na correção monetária, enterra definitivamente a variação das ORTN como um indexador confiável. Sua substituta foi a chamada correção monetária financeira, ou seja, a taxa de operações do Overnight. A maioria dos contratos financeiros indexados deixou de estar atrelada a um índice de preços e passou a ser corrigida por uma taxa de juros do mercado financeiro.

Vários fatores contribuíram para a desorganização das expectativas no início dos anos 1980. Desde meados dos anos 1970, as taxas de juros domésticas foram utilizadas para o manejo da política cambial. Dado o agravamento do cenário externo, abandonou-se a política de minidesvalorizações cambiais – seguida por doze anos – e o câmbio foi desvalorizado em 30% em fins de 1979, e prefixou-se uma desvalorização de 45% para o ano de 1980. Com o desequilíbrio da conta financeira do balanço de pagamento, os agentes não descartavam a hipótese de novas desvalorizações – a qual ocorreu em 1983. Este cenário agravava a elevação dos preços domésticos na economia brasileira. A inflação cresceu fortemente e a taxa de juros e os indexadores, no início dos 1980, não asseguravam a rentabilidade da riqueza patrimonial. Belluzzo e Almeida (2002, p. 141) afirmam que:

Na segunda metade dos 80, quando a situação inflacionária se agrava e são aplicados ‘choques’ de estabilização a uma economia ainda submetida à crise externa, a instabilidade de taxa de juros e indexadores se acentua ainda mais. Como resultado de todo esse processo, comprometeu-se a utilização da indexação para fins de intermediação financeira e destruiu-se a confiança nas paridades de valores patrimoniais e dívidas que a regra de indexação procurava preservar.

Além disso, a política econômica da época se pautou pela restrição do crédito bancário. Apesar de os bancos não participarem do financiamento de longo prazo, concediam

o capital de giro das empresas, na forma de empréstimos de curto prazo, que normalmente era renovado (*finance*). A conjunção desses fatores corroborou para que os parâmetros que guiavam uma economia inflacionária se rompessem, aumentando o risco de crédito e gerando incertezas sobre o processo de acumulação financeira.

Para recuperar a confiança dos agentes na economia, na segunda metade dos anos 1980, o governo optou por admitir a crise monetária e circunscrevê-la aos ativos de emissão estatal, limitou o uso do dinheiro velho para a função de transação da moeda e o “dinheiro financeiro”⁴⁷ para a função de reserva de valor, segundo as definições discutidas no primeiro capítulo. (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002, p. 150).

Como já destacado anteriormente, a grande inovação da segunda metade dos anos 1980 foi a criação da LBC, Letra do Banco Central (1986), e depois, da LFT, Letra Financeira do Tesouro (LFT), cujas rentabilidades eram dadas pela taxa do mercado aberto, o *overnight*. Também foi criado o BTN, Bônus do Tesouro Nacional (1986), cuja indexação era diária, reajustando os pagamentos contratuais como: aplicações financeiras, contratos de prestação de serviços, dívidas, etc., e os preços dos bens e serviços à taxa do dia.

O avanço na indexação permitia que instituições financeiras e não financeiras aumentassem a rentabilidade pela arbitragem entre a moeda velha em profunda desvalorização e a moeda indexada, captando na primeira e emprestando na segunda. No contexto inflacionário, a rentabilidade dos bancos ou se dava pela arbitragem do dinheiro financeiro ou pela absorção do imposto inflacionário. Os títulos públicos atendiam a demanda dos aplicadores pelo encurtamento dos prazos e permitiam a absorção do imposto inflacionário (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002, p. 154).

Durante os anos 1980 a política econômica brasileira ficou refém dos detentores de riqueza. O Estado assumiu a dívida externa em um contexto de estrangimento dos fluxos de capitais externos pela conta financeira. A entrada de capitais somente era possível pela exportação de bens, o que conferia ao setor exportador – formado majoritariamente por produtores privados – poder de comando sobre a moeda escassa, o dólar, portanto, sobre a liquidez. Isso permitia a esses grupos exercer controle sobre o Estado. Para que as exportações fossem estimuladas, era necessário manter privilégios aos exportadores, os quais foram estabelecidos pelas taxas internas de juros, principalmente as de curto prazo, a fim de que a

⁴⁷ Tavares (1978).

rentabilidade correspondesse “ao prêmio de liquidez e ao rendimento percebidos na posse direta do ativo escasso” (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002, p. 178).

A conexão entre câmbio e juros afetou também a economia real, levando ao fenômeno denominado pelos autores de “financeirização dos preços”, uma vez que as decisões do capital real são influenciadas pelas taxas de juros. A produção ao mercado interno exigia a mesma rentabilidade daquela para exportação. Isso levou à concentração dos mercados e paralisia do investimento, na busca pelos agentes de tornar a produção escassa e aumentar o *mark up*. Segundo os autores, “a ‘financeirização dos preços’ é a generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços dos bens” (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002, p. 182).

Dada à rentabilidade e à liquidez que as quase-moedas assumiram na economia, elas se tornaram majoritárias no portfólio dos agentes absorvendo a riqueza financeira. Não havia na economia brasileira à época diversidade de opiniões entre “altistas” e “baixistas” da forma como definido por Keynes. Todos os agentes se comportavam como baixistas, esperando um aumento da taxa de juros. Polarizou-se a riqueza nas moedas indexadas, cuja demanda era dada fundamentalmente pelo motivo especulativo. Forma-se no Brasil um estado absoluto de demanda por liquidez, mas que, no entanto, como contrapartida, exigia-se um concomitante aumento da taxa de juros, pois o ativo demandado para se proteger a riqueza era uma quase-moeda e não a moeda no sentido keynesiano *stricto sensu*, assiste-se no Brasil uma “armadilha da liquidez” às avessas, inversamente, ocorre uma fuga da moeda para a quase-moeda.

Segundo Belluzzo e Almeida, a polarização da riqueza (2002, p. 195) na moeda indexada fez a política monetária perder sua efetividade:

ela deixou de ser capaz de guiar as expectativas e determinar a taxa de juros, porque ficou prisioneira da polarização da riqueza financeira nas quase-moedas. Esta polarização foi patrocinada como meio de recompor a precária unidade das funções da moeda. Dela passou a se nutrir um mercado financeiro que, sem função intermediadora, se especializou em especular contra essa unidade. Foi ele quem passou a comandar de fato a política monetária e os movimentos das taxas de juros.

A possibilidade de arbitrar entre a moeda e as quase-moedas e absorver o imposto inflacionário permitiu ao sistema bancário – excetos bancos estaduais – auferir altíssimas taxas de lucros. Isso ao mesmo tempo em que o setor bens passava pela maior recessão do pós-guerra. Tudo era justificado pela necessidade de sobrevivência da moeda nacional ante a dolarização iminente.

O contexto da década de 1980 para os bancos foi de redução na concessão de crédito e de uma queda dos depósitos à vista por não serem remunerados. A reação dos bancos a este cenário foi buscar maximizar seus ganhos com a arbitragem da moeda. Isso foi facilitado pela rentabilidade e liquidez garantidas que detinham em relação aos seus ativos. Assim como nos anos 1950, no contexto de inflação alta, para elevar a rentabilidade os bancos ampliaram a rede de atendimento ao público, diversificaram os serviços e instrumentos financeiro, investiram em tecnologia (informatização dos serviços) para agilizar a aplicação dos recursos.

Esse movimento aumentou a concorrência bancária, principalmente do setor privado nacional, na busca por clientes e concessão de serviços gratuitos e pelos depósitos à vista que se escasseavam. Assumindo esta estratégia, os bancos conseguiam obter uma rentabilidade muito maior, no contexto recessivo da década de 1980, do que no período anterior marcado por altas taxas de crescimento⁴⁸. Em menor medida, as rendas inflacionárias também beneficiaram os demais bancos, inclusive o Banco do Brasil e os grandes bancos públicos estaduais, mesmo com a queda significativa do crédito concedido à atividade econômica, dada à grande rede de serviços e agências que dispunham para atender a população. O Banco do Brasil conseguiu elevar a taxa de lucratividade significativamente durante os anos 1980, já os demais bancos públicos estaduais puderam apenas evitar prejuízos.

A lucratividade bancária acompanhou o crescimento da dívida pública brasileira e a alteração dos ativos dos bancos. Além da expansão das agências e dos serviços, os bancos reduziram a concessão crédito, seguindo a política do governo e diminuindo riscos⁴⁹. Como contrapartida, aumentaram as aplicações em títulos da dívida pública e depósitos em moeda estrangeira no Banco Central. Quanto à concessão de créditos, passaram a privilegiar órgãos e empresas públicas, as maiores prejudicadas foram as empresas privadas de menor porte que não conseguiram se ajustar e perderam a fonte para o capital de giro. Belluzzo e Almeida (2002, p. 252), sobre a mudança patrimonial dos bancos, afirmam que:

O padrão bancário típico dos anos 80, durante e após o “ajustamento recessivo”, passa a ser tal que a formação do lucro nas suas operações típicas (crédito *versus* captação) resultam em déficit, mais do que compensado pela rentabilidade

⁴⁸ Belluzzo e Almeida (2002, p. 242) calculam que: “em valores reais (lucro auferido declarado) pelos grandes bancos privados nacionais em seu conjunto foi, no período de 1981-83, mais do que o dobro do resultado do triênio 1978-83”.

⁴⁹ Belluzzo e Almeida (2002, p. 250) afirmam que os bancos nacionais privados também lideraram esse processo, e que em termos reais, o financiamento declinou a uma taxa real de 35% entre 1980 e 1984.

financeira. O padrão envolve, é claro, os grandes bancos privados que lideraram os processos descritos, mas inclui em alguma medida, todas as demais categorias: bancos pequenos, médios e bancos estrangeiros.

A rentabilidade do setor bancário (e também das grandes empresas que se ajustaram) passou a se apoiar fundamentalmente no processo inflacionário. Os bancos conseguiam aumentar sua taxa de lucratividade tanto pelo lado do passivo, pela redução dos custos de captação, quanto pelo lado dos ativos, pela rentabilidade dada por altas taxas de juros reais oferecidas pelos títulos públicos. Além disso, conseguiram reduzir substancialmente o risco das aplicações. No entanto, enfrentavam o risco da estabilização. Caso essa ocorresse, o setor bancário poderia não conseguir arcar com a expansão dos custos operacionais pela ampliação das agências e o queda da rentabilidade, pelo fim da absorção do imposto inflacionário. A queda da rentabilidade bancária fica evidente durante os breves períodos de sucesso dos planos de estabilização. Por esse motivo, juntamente com o setor empresarial privado, agiram para colocar a política econômica refém dos seus interesses, dificultando o processo de estabilização da economia.

Ainda vale ressaltar que, na década de 1980, período de forte elevação da lucratividade bancária, a atuação do setor se afastou da concessão de crédito⁵⁰. Corroborando para a hipótese de que o desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil não necessariamente se associa com o desenvolvimento industrial. Quando da implementação da indexação dos ativos financeiros pelo PAEG, imaginava-se que ela poderia resolver o problema da moeda periférica que sofre profundas e constantes desvalorizações com a inflação⁵¹, no entanto, a realidade mostrou que o processo de indexação de fato contribuiu para o desenvolvimento do sistema financeiro, mas sem atrelá-lo com o alongamento dos prazos de financiamento, servindo apenas para aprofundar a rentabilidade do setor.

⁵⁰ Exceto em 1986, com a estabilização promovida pelo plano cruzado, que praticamente zerava a absorção do imposto inflacionário, e a queda das taxas de juros reais dos títulos públicos, os bancos se viram obrigados a readequar seus ativos expandindo crédito. Neste ano, a rentabilidade bancária caiu sensivelmente.

⁵¹ Sobre a necessidade de indexação, Mendonça de Brarros (1992, p. 3) afirma o seguinte: “No caso dos países avançados, a indexação dos instrumentos financeiros longos responde a uma necessidade de proteção contra a flutuação das condições conjunturais, principalmente as taxas de juros nominais. Nos países situados no Terceiro Mundo a questão da indexação é outra. A defesa que se busca, ao se permitir uma cláusula de variação do valor de face do contrato em função de algum referencial externo, é em relação ao seu valor real. Em uma conjuntura de inflação crônica, a questão relevante é o poder de compra da moeda associada aos contratos financeiros no prazo de sua validade. Em outras palavras, trata-se da necessidade de se trabalhar com o conceito de juro real explícito e não mais com juros nominais. A experiência nos mostra que nesta situação e na ausência de mecanismos formais de indexação os mercados financeiros não se desenvolvem.” Ou seja, a indexação é vista como uma ferramenta necessária para o desenvolvimento do mercado financeiro, no sentido de alongamento do crédito, em economias que sofrem com inflação crônica. No entanto, a realidade nos mostrou que não é uma condição suficiente e seu uso no Brasil, além de não ter servido para melhorar as condições de financiamento, a elevada rentabilidade financeira proporcionada pela indexação atraiu recursos que poderiam ter sido usados na esfera produtiva.

Inversamente, ao elevar a rentabilidade da esfera financeira, ela atraiu para si os recursos antes destinados à esfera produtiva.

3.5 – Estabilização dos preços e a readequação da rentabilidade do setor bancário

A primeira grande prova colocada ao modo de atuação dos bancos, durante a crise do início dos 1980, foi o Plano Cruzado (1986). A estabilização dos preços e retorno dos depósitos à vista – remonetização da economia – levaram os bancos a alteraram novamente a estratégia de atuação. Nos meses que precederam sua implementação, o governo buscou reduzir as taxas de juros dos títulos da dívida pública, isso somado à queda da inflação e da absorção do imposto inflacionário impactaram sensivelmente sobre a rentabilidade do setor. Nesse contexto, o Banco do Brasil, que também tinha perdido o acesso à conta movimento, e os bancos privados nacionais que detinham uma grande rede varejista alteraram a composição de seus ativos, expandindo o crédito. Essa readequação permitiu um *boom* de crédito que prejudicou o processo de estabilização da economia ao estimular fortemente a demanda agregada, a qual naturalmente crescia pelo aumento da renda real gerado com a estabilização dos preços⁵². Com o fracasso do plano cruzado e a volta do processo inflacionário, os bancos retomaram a estratégia adotada anteriormente, aproveitando-se dos lucros inflacionários até a estabilização completa da economia, alcançando elevadas taxas de rentabilidade, que tinha, como contrapartida, a aceleração da inflação.

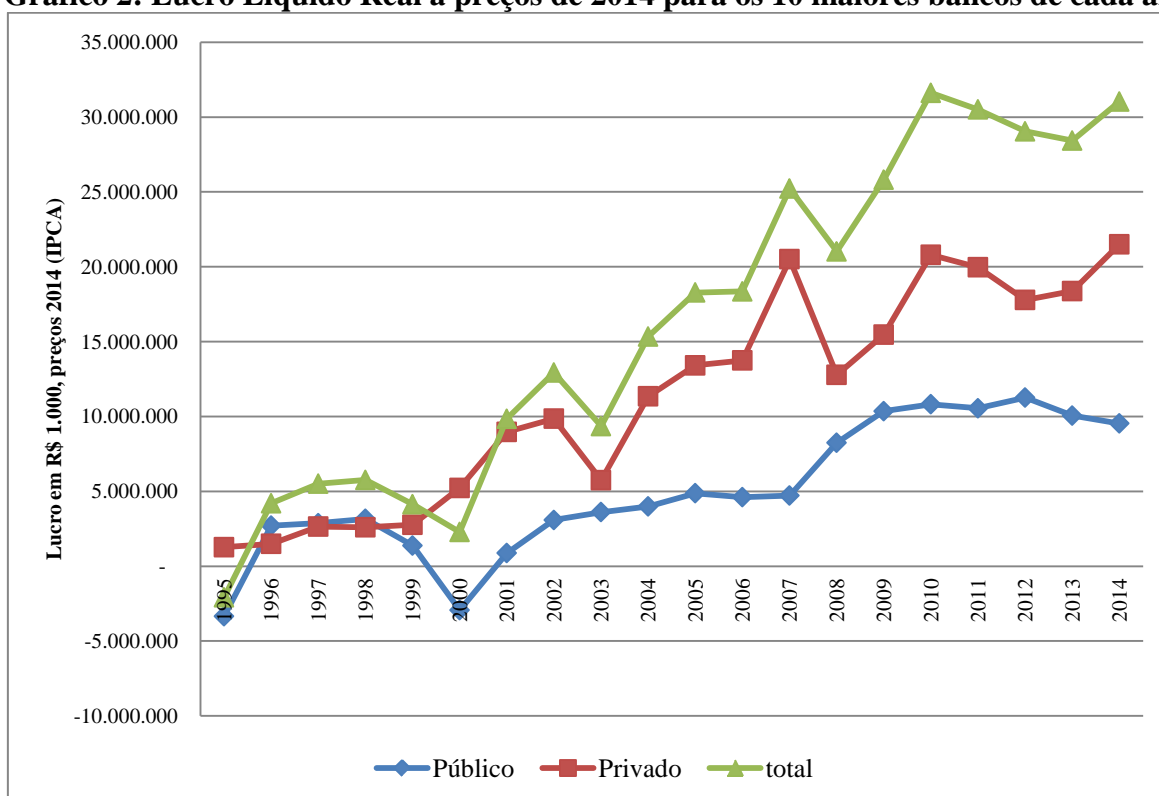
Com o fracasso do plano, os bancos voltaram a combinar baixo risco e alta rentabilidade pela aplicação em títulos financeiros indexados, em um contexto de encolhimento do crédito, especialmente o de longo prazo. A reforma bancária de 1988 não significou uma alteração profunda desse quadro. Hermann (2003, p. 249) destaca que um movimento de concentração e formação de conglomerados estava em processo – como analisado em item anterior sobre as consequências do PAEG – e a reforma “representou apenas a rendição da institucionalidade à realidade do sistema bancário que, na prática, já operava como banco múltiplo”. A autora ressalta que uma evidência importante desse

⁵² Belluzzo e Almeida (2002, p. 262), sobre o aumento do crédito privado, destacam que: “Os bancos não estavam apostando contra a estabilidade, mas apenas respondendo de forma racional aos imperativos da concorrência interbancária e na premência dos resultados a curto prazo. A explosão do crédito foi, assim, inevitável, constituindo-se no componente individual mais importante de aceleração da demanda durante o congelamento de preços de 1986. O crescimento do crédito ao setor privado, concedido pelo sistema financeiro entre fevereiro e dezembro de 1986, alcançou 38,2% reais, sendo que para o sistema de bancos (inclusive BB) o aumento foi de 86,7%. Para o sistema financeiro como um todo, o crédito correspondeu a 12% do PIB e a 10,9%, apenas considerando os bancos comerciais”.

argumenta foi o fato de que no primeiro ano de vigência das novas regras, estabelecida pela resolução 1524 do Banco Central, durante o ano de 1989, 113 bancos múltiplos teriam sido constituídos, ao mesmo tempo que notou-se uma queda do número de bancos comerciais e de investimento. Do ponto de vista da autoridade monetária, a reforma poderia permitir uma maior fiscalização sobre o setor. E relativamente aos bancos, permitiu a “centralização de recursos em caixa único, reduzindo, assim, seus custos operacionais, basicamente, através da redução das necessidades de reservas e de pessoal” (HERMMAN, 2003, p. 250). Apesar da readequação dos custos do setor, não se verificou uma correspondente mudança em sua estratégia de atuação que manteria o perfil curto-prazista até a estabilização dos preços.

Esta foi atingida a partir de julho de 1994 com a implementação do Plano Real. A primeira reação do setor, com a dificuldade em absorver o imposto inflacionário, como nos curtos períodos de estabilização vivenciados anteriormente, foi a expansão do crédito, o qual se expandiu até meados de 1995, este movimento que foi beneficiado pela remonetização da economia com a ampliação dos depósitos à vista. Houve também crescimento significativo da renda bancária gerada pela cobrança de tarifas, legalmente facilitada em 1996. No entanto, as perdas das receitas inflacionárias abalaram significativamente a rentabilidade do setor (ROCHA, 2001, p. 11).

Gráfico 2: Lucro Líquido Real a preços de 2014 para os 10 maiores bancos de cada ano



Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas, elaboração própria

No Gráfico 2, são mostrados os lucros líquidos reais, a preços de 2014, obtidos pelos 10 maiores bancos em relação ao ativo, em cada ano, dividindo-se a demonstração entre bancos privados e públicos. Nota-se que, para o período imediatamente após a implementação do Plano Real, em 1995, os lucros dos bancos públicos foram negativos, valor puxado pelo resultado do Banco do Brasil. Mesmo os lucros do setor privado não cresceram substancialmente e mantiveram-se estáveis até 1999. Em 2000, foi o Banespa que influenciou o resultado para baixo.

Com a crise mexicana, elevaram-se substancialmente as taxas de juros no Brasil, e aumentou-se o recolhimento do compulsório de todos os tipos de depósito – sobre o depósito à vista chegou a 100% – o que levou ao aumento da inadimplência e à contração do fornecimento de crédito. O crescimento de instituições bancárias tinha sido grande até 1994 e a mudança do cenário macroeconômico abalou principalmente os bancos mais novos.

Com o abalo sofrido pelo setor, assim como foram necessárias as medidas do PAEG para a reorganização bancária entre 1964-1965, implementou-se uma série de medidas que gerou mudanças estruturais significativas no setor a partir de novembro de 1995. Rocha (2001, p. 12) destaca as seguintes: criação do Proer que deu incentivos às fusões e aquisições (F&A) e à absorção dos bancos insolventes pelos solventes; regulamentação do Fundo Garantidor de Crédito; desestímulo à criação de novos bancos pelo aumento do capital mínimo necessário; e ampliação dos poderes do Banco Central. Além disso, foram incentivadas as privatizações dos bancos públicos estaduais por meio do Proes.

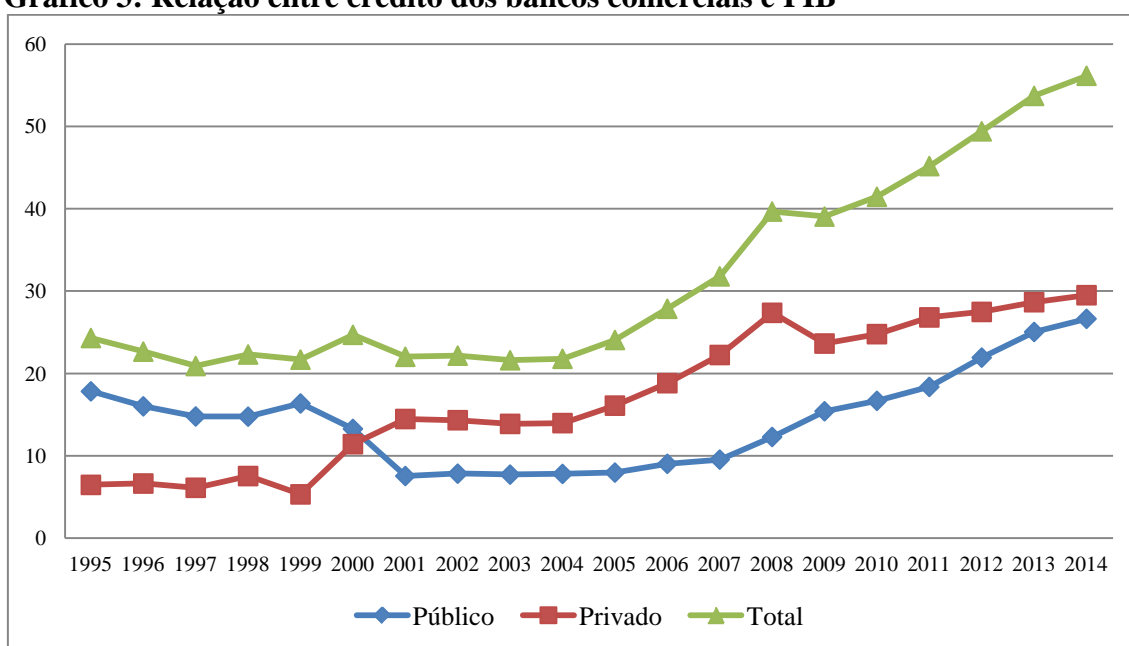
Com as medidas tomadas, a crise sistêmica do setor foi evitada e tanto os bancos como os depositantes foram protegidos. Sobre o período assinalado, Carvalho (1998, p. 323) destaca que: *“What could have been a systemic crisis seemed to have become just a distress situation, albeit a severe one”*. Como pôde ser observado no gráfico 2, os lucros dos bancos comerciais iniciam um processo significativo de alta a partir dos anos 2000, mesmo com os resultados pífios de crescimento econômico.

No entanto, apesar de a crise não ter se deflagrado gerando grandes perdas monetárias ao setor e, conseqüentemente, à própria economia, não se pode considerar que o custo da reestruturação tenha sido baixo. Pois, novamente, o setor bancário consegue ajustar a rentabilidade, concomitantemente, a um processo de redução do crédito. A manutenção de juros elevados e emissão de títulos da dívida pública pós-fixados e/ou de curto prazo facilitou o ajuste da rentabilidade, processo que se deu concomitante ao aumento da dívida pública

brasileira e à queda da relação entre crédito e PIB, principalmente, entre 1995 e 1998, como se nota no gráfico 3. Novamente, a rentabilidade do setor desvincula-se da circulação industrial, seja via financiamento direto ao setor produtivo, ou mesmo indireto, via consumo.

No gráfico 3, abaixo, mostra-se a relação entre crédito e PIB dos dez maiores bancos comerciais de cada ano, divididos entre públicos e privados, de 1995 a 2014. De 1995 a 2004, o valor do crédito total sobre o PIB varia entre 24 e 21% com dois picos de 24% em 1995 e 2000, e uma queda entre 1995 e 1998. Apesar das pequenas variações para cima após 1998, só se assistirá um movimento crescente do crédito a partir de 2004.

Gráfico 3: Relação entre crédito dos bancos comerciais e PIB



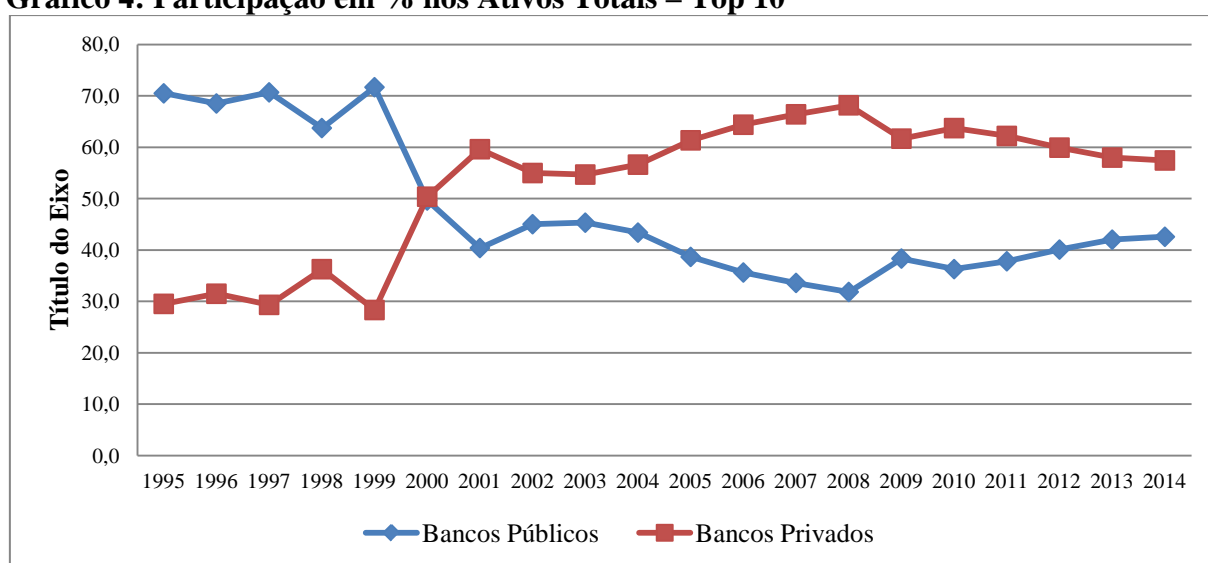
Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas, elaboração própria

As consequências do ajuste estabelecido pelo Proer foram a elevação da participação dos bancos estrangeiros, a maior concentração do setor e a redução do papel dos bancos públicos⁵³. Nota-se no gráfico 3 que os bancos públicos perderam o papel que detinham na concessão de crédito até o ano 2001. E só há um movimento de alta significativo dos créditos concedidos pelos bancos públicos comerciais – que, entre os 10 maiores, se reduziram à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil – somente a partir de 2007, movimento que tende a superar a concessão de crédito pelo setor privado.

⁵³ Paula e Souza (2012, p. 295) destacam que bancos estaduais de grande porte como Banerj, Bemge, Banestado e Banespa os quais foram vendidos a bancos privados nacionais, como o Itaú, e a bancos estrangeiros, como o Santander e ABN-Amro. Também grandes bancos varejistas nacionais privados como o Bamerindus e o Real foram adquiridos por bancos estrangeiros, pelo HSBC e ABN – Amro, respectivamente.

A redução do papel dos bancos públicos também pode ser vista no gráfico 4. Neste, demonstra-se a soma dos ativos dos 10 maiores bancos de cada ano e separa-se o peso relativo entre os bancos públicos e privados. No ano 2000, há uma reversão do peso bancos públicos e privados no total do ativo, entre os dez maiores bancos, devido à privatização do Banespa. Com as privatizações a perda de *market share* pelos bancos públicos foi de 30 p.p. passando de 71% em 1999 para 40% em 2001. A Caixa e o Banco do Brasil não puderam participar do processo de F&A corroborando para a perda de espaço dos bancos públicos no mercado. Observa-se uma mudança profunda na configuração do sistema bancário em apenas dois anos.

Gráfico 4: Participação em % nos Ativos Totais – Top 10



Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas, elaboração própria

No entanto, os bancos privados nacionais reagiram à entrada do capital estrangeiro, participando ativamente e liderando o processo de F&A. Apenas recentemente, o Banco do Brasil foi autorizado a adquirir outros bancos e sua mais importante aquisição foi a Nossa Caixa em 2008. A consequência da perda de poder de mercado por parte dos bancos públicos foi a queda na concessão de crédito (PAULA e SOUZA, 2012, p. 295-296), conforme apontado no gráfico 3.

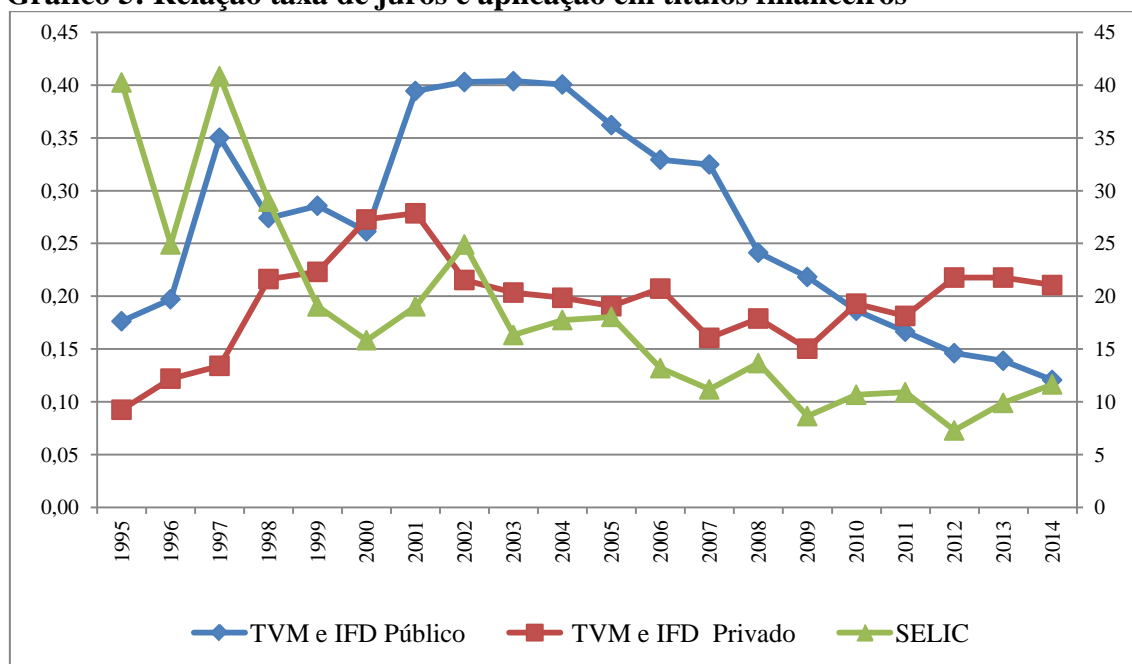
Outra modificação importante no arcabouço institucional do setor bancário, durante a década de 1990, foi o aprimoramento e incorporação da regulamentação prudencial internacional, supervisionada pelo BIS, o Acordo de Basileia - (*Bank for International Settlements*), Banco de Compensações Internacionais, o qual tem como fundamento garantir solidez e estabilidade do sistema bancário e proteger seus depositantes. A fim de atingir esses objetivos, alguns requerimentos, como capital mínimo ponderado pelo risco das operações

ativas e aumento do capital inicial para o funcionamento dos bancos, são exigidos (ROCHA, 2001, p. 15). A partir de 1994, as normas dos acordos de Basileia passam a ser incorporadas na regulamentação brasileira. Dada à estrutura conservadora do sistema bancário brasileiro, os grandes bancos nacionais não encontraram grandes dificuldades de adequação às normas, muito pelo contrário: rapidamente conseguiram se adaptar às novas regras e aos acordos de Basileia subsequentes.

Algumas mudanças nas condições macroeconômicas, como os maiores crescimento da renda e do produto, redução na taxa nominal de juros e certa estabilidade das taxas de inflação, câmbio e juros, contribuíram para o aumento do crédito bancário no Brasil a partir de 2004, como apontado no gráfico 3.

Pelo gráfico 5 abaixo, nota-se que a aplicação em títulos efetuado pelos bancos comerciais acompanha a taxa SELIC, importante indexador da dívida pública e parâmetro para os outros indexadores do mercado. O eixo Y esquerdo do gráfico é definido pela relação entre a soma dos títulos e valores mobiliários (TVM) e dos instrumentos financeiros derivativos (IFD) sobre o total de ativos (de cada grupo público e privado), também dos 10 maiores bancos de cada ano para o período analisado. No eixo Y direito consta a variação percentual da taxa SELIC.

Gráfico 5: Relação taxa de juros e aplicação em títulos financeiros



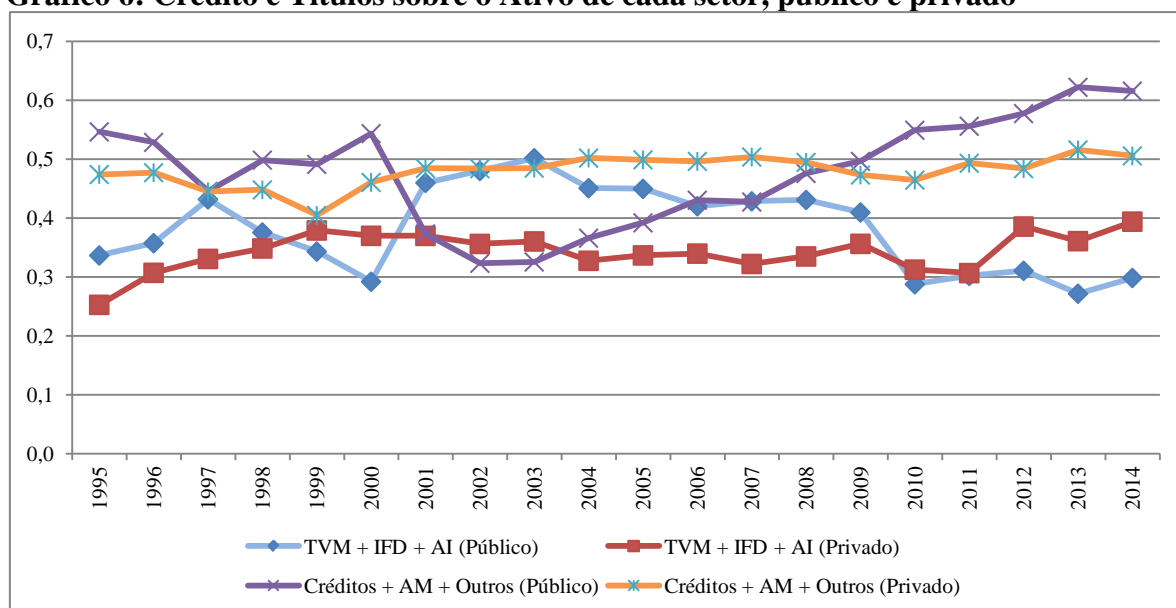
Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas, elaboração própria

Quanto aos bancos públicos, nota-se uma estratégia clara para recuperação da rentabilidade, após as privatizações, nas aplicações de títulos. A preferência por títulos dá um salto significativo entre 2000 e 2001, evidenciando o abalo sofrido pelo setor com as privatizações. Mantém-se estável entre 2000 e 2004, apesar das oscilações da Selic. Entre 2004 e 2014, ocorre uma queda gradual dessa preferência, que se acentua a partir de 2007, demonstrando a efetividade das políticas anticíclicas pós-crise para a recuperação da economia.

Quanto ao movimento das aplicações em títulos pelo setor privado, notam-se três movimentos distintos. De 1995 a 2001, um aumento crescente da preferência por títulos, dada às dificuldades impostas pela política monetária restritiva do período na concessão do crédito. A partir de 2002 até 2009, há uma queda errática na preferência por títulos, acompanhando os movimentos da taxa de juros e, como reação à crise deflagrada em 2008, novamente se nota um movimento de aumento pela preferência por títulos. Essa preferência evidencia-se especialmente entre 2011 e 2012, em que há uma queda significativa da taxa de juros e aumento dos títulos como proporção dos ativos dos bancos.

No gráfico 6, adicionaram-se as aplicações interfinanceiras (AI) aos TVM e aos IFDs, e esta soma foi dividida pelo ativo total de cada grupo, público e privado, para os 10 maiores bancos, em relação ao ativo, de cada ano estudado. Esses valores foram comparados com as operações de crédito, somadas às de arrendamento mercantil e às de outros créditos, também como proporção do ativo de cada setor, público e privado.

Gráfico 6: Crédito e Títulos sobre o Ativo de cada setor, público e privado



Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas, elaboração própria

Como se pode notar no gráfico, há um evidente *trade off* entre créditos e títulos para ambos os setores. As linhas sóbrias, roxa e azul, referem-se, respectivamente, aos créditos e títulos públicos. Em 2001, elas se cruzam e as aplicações de títulos do setor público superam as concessões de crédito até 2006. Isso evidencia a mudança significativa do papel dos bancos públicos no sistema financeiro nacional que se inicia entre 1994 e 1995, que tem como base a diminuição da concessão de crédito pelo setor. Somente, a partir de 2007, os bancos públicos passam a recuperar os patamares de crédito como proporção dos ativos de meados dos anos 1990. Evidencia-se, também neste gráfico, o aumento da concessão de créditos públicos a partir de 2007 e uma queda da participação dos títulos sobre os ativos, porém não na mesma proporção do aumento do crédito.

As curvas de crédito e título do setor privado são as laranja e vermelha, de cores quentes, respectivamente. Também nota-se um *trade off* na composição do ativo entre um tipo de aplicação e outra. Diferentemente da evidência apontada no gráfico 3, de expansão do crédito privado sobre o PIB, não se nota um movimento tão ascendente de expansão do crédito sobre o ativo a partir de 2004. Há um movimento expansão, notável entre 1999 e 2001, quando salta de 40 para 48% do ativo, e em 2004 chega a 50%, mantendo-se neste patamar até 2007 e começa a cair a partir de 2008 – sobre os ativos, o crescimento do crédito é de 10 p.p. de 2001 a 2007, e de 2004 a 2007, quando ocorre o crescimento significativo do crédito sobre o PIB, de apenas 2 p.p.. Interessante observar que a ampliação do crédito acompanha a expansão dos ativos bancários e não se assiste a uma substituição clara entre crédito e aplicação em títulos, diferentemente do que ocorre em relação ao setor público a partir de 2007. Entre 2011 e 2012 a aplicação em títulos pelos bancos comerciais privados salta 9 p.p., passando de 30% para 39% dos ativos. Entre 2012 e 2014, nota-se um *trade off* proporcional entre títulos e créditos para o setor privado.

Com a estabilização dos preços, possibilitada pelo Plano Real, em meados de 1994 e o advento do Proer e Proes, o sistema bancário brasileiro sofreu fortes transformações que levaram ao aumento da solidez das instituições financeiras e um maior grau de sofisticação. No entanto, pela análise dos dados do período de 1995 ao início dos anos 2000, pode-se inferir que isso não se refletiu em uma diminuição pela demanda por liquidez dos bancos, que continuaram preferindo títulos em seus ativos em relação ao crédito, e, diferentemente do esperado, não houve uma reestruturação da composição dos seus ativos diferentemente dos anos inflação de alta. O aumento da concessão de crédito só ocorrerá a partir de meados dos anos 2000.

3.6 – A expansão do crédito, a crise de 2008 e o papel dos bancos públicos

A partir de meados de 2003, na busca de aumentar o *market share* e as margens de lucro, os bancos privados nacionais adotam a estratégia de aumentar as concessões de crédito. Segundo Freitas (2009, p. 129) dois elementos contribuíram para esse movimento:

(...) de um lado, a confirmação da garantia de que não haveria alteração na política econômica do novo governo; de outro, a menor volatilidade macroeconômica, resultado da melhora das contas externas no contexto internacional favorável vigente a partir de então, tanto em termos do comércio exterior como das condições de liquidez para os países periféricos.

Ainda segunda a autora, a mudança do cenário macroeconômico dos anos 2000, em relação aos anos 1990, levou a uma expectativa de queda nas taxas básicas de juros, que teria como consequência diminuir a rentabilidade das aplicações nos títulos, levando os bancos a redefinirem suas estratégias operacionais, priorizando a expansão do crédito. Com as expectativas de aumento das rendas das famílias, sucessivamente confirmadas, os bancos aumentam as concessões de crédito às pessoas físicas.

Na década 2000, pela análise dos gráficos, podem-se destacar dois movimentos distintos da expansão do crédito sobre o PIB: o primeiro, de 2004 a 2008, que foi liderado pelo setor privado nacional, liberando em sua maior parte recursos livres, e predominância para o financiamento doméstico, e, a partir de 2008, quando a economia brasileira é afetada pela crise, os bancos públicos aumentam suas concessões de crédito. Vale ressaltar, que da perspectiva do balanço patrimonial dos bancos privados, o aumento do crédito, de 2004 a 2008, se deu em uma escala muito inferior sobre o ativo, do que sobre o PIB, ou seja, o crescimento do crédito acompanhou o crescimento do ativo, não levando a uma mudança significativa da composição das aplicações bancárias. Em um segundo momento, com a deflagração a crise no sistema financeiro mundial, os bancos públicos são incentivados a expandir o crédito como medida anticíclica e, estes sim, alteram a composição dos ativos a favor da concessão de crédito.

A preferência em conceder créditos às pessoas físicas, em um primeiro momento, justifica-se em parte pela alta rentabilidade do segmento, cujas taxas de juros são mais elevadas e, também, pela maior facilidade em avaliar o crédito, em relação às pessoas jurídicas – que exige um entendimento negócio, compreensão técnica para efetuar análises financeiras e acompanhar as atividades das empresas. As expectativas otimistas também

acompanharam os consumidores que aumentaram a demanda por crédito para financiar bens duráveis (FREITAS, 2009, p. 129).

Deste modo, a ampliação de crédito concedido via recursos livres, destinou-se majoritariamente às pessoas físicas, principalmente nas modalidades de crédito pessoal, com destaque para o crédito consignado e cartão de crédito, e para financiamento de veículos (PAULA e SOUZA, 2012, p. 297-299). Uma estratégia adotada pelos bancos para incentivar o endividamento das famílias foi o alongamento dos prazos de concessão dos empréstimos que permitia uma diminuição das parcelas sem reduzir o custo do empréstimo (FREITAS, 2009).

Houve também, em menor grau, aumento da concessão de crédito para as pessoas jurídicas no período que se acentua a partir de meados de 2007. Dada à conjuntura positiva do mercado interno e conseqüente melhora das expectativas, as empresas tomaram decisões de aumentar o investimento, principalmente o setor industrial, ampliando a capacidade produtiva, pressionando a demanda por crédito. O setor bancário supre a demanda por empréstimo de curto prazo, para capital de giro, e o de longo prazo foi atendida pelo BNDES. A estratégia de alongar o prazo médio de pagamento para o tomador de empréstimo, também se verifica para as pessoas jurídicas (PAULA e SOUZA, 2012, p. 300-303). Em 2008, com a continuidade do ambiente favorável para os negócios, o fluxo de créditos concedido para pessoas jurídicas, pelo setor bancário privado, supera ao o de pessoa física.

Freitas (2009, p. 130 - 131) destaca alguns fatores que contribuíram para esse acontecimento: em meados 2007 e início de 2008, a crise já havia afetado as condições de financiamento, deteriorando as condições de crédito para algumas empresas brasileiras que tomavam empréstimo externamente, as quais passaram a pressionar o mercado doméstico; além disso, a crise nas economias centrais também atingia o mercado de capitais brasileiro, especialmente, as condições de emissão de ações no mercado primário, isso teria ocorrido porque os investidores estrangeiros, procurando cobrir perdas em seu país de origem, desfizeram-se de suas posições no mercado brasileiro, o que acabou por retrair a realização de ofertas públicas iniciais para as empresas nacionais.

Ademais, dois outros fatores teriam contribuído para o menor dinamismo do mercado de capitais: a elevação da meta da taxa Selic a partir de abril de 2008 e a instituição de recolhimento de compulsório de depósitos bancário, das empresas de *leasing*, que captavam para seus controladores bancários por meio de emissões de debêntures. O primeiro

fator levou a os investidores a reconfigurarem suas carteiras em favor dos títulos públicos vis-à-vis os títulos privados do mercado de capitais. Já como consequência do segundo, houve queda na captação de recursos via debêntures, o que aumentou a concorrência bancária na captação de recursos via CDB, elevando os juros deste certificado. Ambos os fatores corroboraram para aumentar as taxas de juros dos instrumentos de dívida direta emitidas pelas empresas não financeiras no mercado de capitais (FREITAS, 2009, p. 131).

Sobre o alargamento dos prazos dos empréstimos concedidos e o *boom* de crédito nos meses que antecederam a contaminação da economia brasileira pela crise externa, Almeida (2010, p. 58) faz a seguinte afirmação:

Estes [os bancos brasileiros] vinham promovendo uma enorme evolução do crédito para pessoas físicas e, sobretudo, para pessoas jurídicas, tendo por base em ambos os casos o alargamento dos prazos dos financiamentos, sem contrapartida de ampliação de prazos do lado da captação de recursos. Para se ter ideia do boom de crédito que se desenvolvia na economia no momento anterior à crise internacional, basta observar que em setembro de 2008 o crédito crescia 45,0% e 17,9%, respectivamente, para pessoas jurídicas e pessoas físicas, na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

A maior taxa de crescimento ao crédito às pessoas jurídicas no período anterior a crise, evidencia o otimismo pelo qual passava a economia brasileira, gerado pelo aumento do consumo e da renda. Dada às expectativas otimistas, o empresariado passou a aumentar a taxa de investimento e os bancos privados nacionais acomodaram o aumento da demanda por crédito, inclusive elevando o descasamento de prazo entre as posições ativas e passivas.

No contexto de otimismo e de estabilidade da taxa de câmbio, alguns bancos passaram a oferecer empréstimos às pessoas jurídicas, vinculados às operações com derivativos de dólar. Essas operações detinham dupla indexação: taxas entre 50% e 75% dos juros do Depósito Interfinanceiro (CDI) e variação cambial a partir de uma cotação predeterminada.

Com a quebra do *Lehman Brothers* em setembro de 2008, a crise que se concentrava, principalmente, no mercado de hipotecas norte-americano, como visto no segundo capítulo, se espalha mundialmente e abala também a economia brasileira. O aumento da concessão crédito pelos bancos somado ao alongamento dos prazos dos ativos eleva a incerteza do mercado quanto à solidez do sistema bancário, principalmente, em relação aos bancos mais alavancados, que tinham maior dependência das captações no mercado interbancário e junto a fundos de investimento para atender a demanda por liquidez de seus

clientes. Em setembro de 2008, ocorre uma paralisia do mercado de crédito doméstico de crédito.

Os canais de contágio da crise financeira internacional deram-se fundamentalmente por duas vias: no mercado de capitais de portfólio, dada à presença de investidores institucionais estrangeiros nesse mercado, afetando o comportamento da bolsa de valores; e via mercado de crédito, por meio dos empréstimos externos tomados pelas empresas exportadoras brasileiras. Com o *boom* de crédito, muitas empresas exportadoras aumentaram seu grau de endividamento, mantendo uma posição vendida em dólar. Almeida (2010, p. 58) ressalta que a incerteza contaminava os mercados, conforme se tornavam públicos “os elevados montantes de empréstimos a empresas concedidos em operações casadas com aplicações em mercados futuros de câmbio nas quais as empresas assumiram riscos cambiais”. Como reação à crise, ocorreu uma corrida mundial em direção ao dólar, desvalorizando várias moedas internacionais, inclusive a brasileira. Isso leva à falência de algumas empresas nacionais de grande porte⁵⁴.

O contágio também se espalhou pela realocação de portfólio dos bancos internacionais, readequando os ativos das matrizes e filiais, diminuindo o crédito entre fronteiras. A crise também abalou as expectativas dos mercados, gerando incertezas sobre sua profundidade – o que fez aumentar a demanda por liquidez dos bancos, travando o mercado interbancário e contraindo o crédito doméstico (PAULA e SOUZA, 2012, p. 304).

Quando a crise alcança a economia brasileira, esta se encontrava em aceleração do crescimento econômico e elevação da taxa de investimento. Nesse contexto, o crédito bancário estava sendo fundamental para garantir tanto o capital de giro como o aumento da capacidade produtiva das empresas. Com a súbita mudança do cenário econômico, os bancos reagiram retraindo fortemente o crédito, o que impactou nos planos de produção das empresas, levando a uma rápida desaceleração da economia no último trimestre de 2008.

Com a crescente incerteza sobre a verdadeira exposição do sistema bancário nacional e das grandes empresas à crise, o movimento dos bancos foi a favor de uma absoluta preferência pela liquidez, retraindo os empréstimos às grandes empresas, pessoas físicas e

⁵⁴ Almeida (2010, p. 58) destaca que os setores que sofreram com a crise foram o de celulose, alimentos processados e açúcar e álcool. Com o apoio do BNDES, os grandes grupos nacionais foram os principais absorvedores das empresas em crise.

também a outros bancos, travando o interbancário, o que prejudicava, principalmente, os bancos de menor porte que detinham menor capacidade de captação junto ao público.

Essa mudança abrupta na estratégia do negócio bancário brasileiro só foi possível por causa da flexibilidade concedida pelos títulos públicos indexados pela Selic que tanto em momentos de crise, como de crescimento econômico têm mantido sistematicamente a rentabilidade do setor e, também, porque como concederam empréstimos no curto prazo, isso facilitou a realocação de portfólio. Os títulos públicos ficaram ainda mais atraentes com a elevação da meta para a taxa básica de juros em setembro, às vésperas da queda do *Lehman Brothers*, e a manutenção do patamar elevado nas reuniões posteriores.

A reação do governo brasileiro foi imediata, no sentido de aumentar a liquidez do sistema, via diminuição do compulsório de várias modalidades de depósitos e aquisição por parte dos bancos públicos de carteiras de crédito de bancos de menor porte com dificuldades financeiras. Ademais o Fundo Garantidor de Crédito concedeu garantias aos depósitos a prazo de bancos pequenos, viabilizando que recuperassem a capacidade de novos financiamentos. Essas medidas contribuíram para evitar uma crise de liquidez mais profunda no sistema bancário e uma consequente ruptura total do crédito (PAULA e SOUZA, 2012, p. 305; ALMEIDA 2010, p. 58).

No entanto, Almeida (2010), Freitas (2009) e Mendonça e Deos (2012) argumentam que o êxito em reverter o cenário de pessimismo econômico deveu-se em maior grau à atuação dos bancos públicos em estimular o crédito e em menor grau às políticas fiscal e monetária implementadas.

Segundo Almeida (2010, p. 57), o esforço fiscal, utilizado amplamente nas economias centrais, foi limitado no Brasil a 1% do PIB e deveu-se, fundamentalmente, por renúncia de imposto na compra de bens duráveis, materiais de construção, artigos da linha branca e móveis. Ademais, foram permitidos atrasos nos recebimentos de empresas com acesso ao crédito. Quanto à política monetária, a meta para a taxa de juros foi reduzida entre janeiro e julho de 2009. Levando em conta o lapso temporal para que o efeito da taxa de juros seja sentido na economia real, provavelmente, a política monetária expansionista só serviu para ajudar a recuperação da economia, quando este processo já estava em curso.

Deste modo, a atuação dos bancos públicos federais – BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil – foi decisiva para atenuar contração do crédito. A modalidade de

crédito mais afetada pela crise foi o corporativo e o setor mais atingido foi a indústria, o produto industrial sofreu forte queda no período⁵⁵. Além da queda na concessão de crédito pelos bancos privados, houve também deterioração nas condições de oferta pelo aumento das taxas de juros cobradas e pelo encurtamento dos prazos.

A orientação transmitida pelo governo aos bancos públicos foi no sentido de que aumentassem seus financiamentos. A mudança na estratégia de atuação do Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal e também dos bancos privados a partir de 2008 pode ser visualizada no gráfico 3. Há uma forte retração na concessão de crédito pelos bancos privados entre 2008 e 2009, a qual foi quase completamente suprida pelo aumento da oferta dos bancos públicos, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, mitigando a queda na concessão de crédito total, que, entre os dez maiores bancos, cai um pouco mais de 0,5 p.p., enquanto a queda na concessão de crédito pelo setor privado foi em torno de 4 p.p.. No gráfico 6, fica evidente a mudança de composição do portfólio dos ativos dos bancos públicos, entre 2008 e 2009, em favor do aumento na concessão de crédito vis-à-vis a aplicação em títulos. O peso da aplicação em títulos no ativo dos bancos público cai 12 p.p. e o crédito aumenta 5 p.p. e continua em sentido de alta nos anos seguintes. Tamanha alteração no portfólio dos ativos do setor bancário privado não foi percebida durante todo o período de expansão do crédito. Os bancos públicos ocupam o espaço deixado pelos bancos privados na oferta de crédito.

Sobre esse ponto Almeida (2010, p. 59, grifo meu) argumenta que:

No contexto em que os bancos privados contraíam os seus financiamentos, foi esse espaço ocupado pelos bancos públicos **o determinante por não ter havido na economia uma crise de crédito entendida esta não somente como a contração do volume de financiamentos concedidos**, mas também como uma onda de falências de empresas e de liquidação de ativos. O crédito se retraiu de fato, o que trouxe consequências negativas para a atividade econômica, mas logo pôde ser recomposto, como veremos em seguida.

Esse movimento dos bancos públicos em direção à ampliação de crédito foi facilitado pela preferência dos depositantes em relação às instituições públicas, que em momentos de crise, veem seus depósitos aumentarem, aumentando a captação de recursos. O Banco do Brasil e a Caixa a partir de 2008 aliaram as diretrizes governamentais às suas estratégias operacionais e avançaram em segmentos que eram majoritariamente dominados pelos bancos privados, como a concessão de crédito consignado e financiamento de bens

⁵⁵ Sobre o produto industrial Paula e Souza (2012, p. 306) destacam que a contração foi de -2,5% no 4º trimestre de 2008; -9,7% no 1º trimestre de 2009 e -8,5% no 3º trimestre de 2009.

duráveis para pessoa física e também no financiamento de pequenas e médias empresas, no segmento de pessoa jurídica (FREITAS, 2011, p. 6)

Mendonça e Deos (2010, p. 65) destacam que a atuação do Banco do Brasil ocorreu em diversas frentes, por um lado ampliou o crédito às pessoas físicas e jurídicas, especialmente nos segmentos de comércio exterior e crédito rural, suprimindo a lacuna deixada pelos bancos privados, diminuindo as taxas de juros nas concessões de empréstimos de diferentes modalidades. Por outro lado, adquiriu carteiras de crédito de bancos menores, conforme orientações do Banco Central do Brasil, três bancos estaduais – Nossa Caixa Nosso Banco, Banco Estadual de Santa Catarina e Banco do Piauí – e uma grande participação no Banco Votantim. Isso tudo contribuiu para que o Banco do Brasil aumentasse sua atuação no mercado de crédito ocupando o *market share* deixado pelo setor privado.

Quanto à atuação da Caixa Econômica Federal – que historicamente ocupa papel de destaque no financiamento habitacional, do saneamento básico e da infraestrutura urbana – as autoras destacam que também expandiu sua carteira de crédito em várias modalidades, mas especialmente, na concessão de financiamento habitacional e promoveu cortes nas taxas de juros cobradas por essas operações. Isso tudo, contribuiu para a elevação da participação da Caixa na concessão de crédito total na economia. Freitas (2011, p. 6) ressalta que a diversificação na carteira de crédito da Caixa foi ainda mais expressiva do que a do Banco do Brasil, ampliando os créditos para além das linhas tradicionais, como a de habitação, incrementando expressivamente a concessão de crédito ao setor corporativo.

Em relação ao BNDES, no período que antecede a crise, este já vinha aumentando de forma acelerada suas taxas de financiamento em virtude do *boom* de investimento em grandes projetos. A decisão do governo foi a de não interromper os desembolsos permitindo que os investimentos em andamento não fossem frustrados, o que deterioraria ainda mais as expectativas em relação à recuperação da economia. Ademais, dada as falências de alguns grupos empresariais importantes durante a crise, o BNDES financiou fusões e aquisições sob o comando de empresas nacionais, no país e no exterior (ALMEIDA, 2010, p. 59).

Mendonça e Deos (2010, p. 66) argumentam que a crise evidenciou papéis importantes que as instituições bancária pública podem assumir na economia caso elas detenham peso significativo no sistema bancário e estrutura institucional adequada, como regulação e governança. Para além de serem usadas a fim de minimizar desigualdades geradas e reforçadas pelo mercado, como a regional e setorial, e estimular o desenvolvimento

econômico, podem, também, serem usadas no papel crucial de gerar um movimento anticíclico nos mercados, articulando suas estratégias com o objetivo de política econômica. Sobre este ponto, as autoras argumentam que:

(...) partindo de uma perspectiva teórica keynesiana-minskyana, concluímos que os bancos públicos podem e devem ser utilizados com o intuito de reduzirem o comportamento inerentemente cíclico dos mercados, atuando no sentido de suavizar movimentos tanto de contração quanto de expansão, ao imprimirem uma lógica alternativa à dos agentes de mercado. Neste sentido, não devem ficar dúvidas acerca do papel central que podem desempenhar os *Government Banks*, que podem ser, eventualmente, *Big Government Banks*, no enfrentamento de situações mais graves de instabilidade e geração de desigualdades, que resultam do funcionamento normal dos mercados.

Além desse ponto ressaltado pelas autoras, a crise evidenciou que os bancos públicos podem direcionar o comportamento do mercado bancário como um todo. O gráfico 3 evidencia que os bancos privados, seguindo a mesma estratégia, ampliaram a concessão de crédito no final de 2009 e buscaram retomar o *market share* perdido, seguindo-os, também, na redução das taxas de juros e do *spread*⁵⁶. Isso evidencia, que se os bancos públicos tiverem tamanho o suficiente podem influir no mercado, acirrando a concorrência e orientando a estratégia do setor bancário como um todo a favor das diretrizes governamentais. Os bancos privados não poderiam ficar atrás por sofrer o risco de perder espaço no mercado e, conseqüentemente, rentabilidade.

Apesar de terem se engajado em algumas atividades arriscadas, como a dos derivativos cambiais, os bancos brasileiros não se expuseram ao risco como os bancos norte-americanos e europeus. Não fizeram uso das inovações financeiras e dos produtos estruturados. Isso se justifica porque a rentabilidade do sistema bancário nacional esteve e permaneceu assegurada pelas altas taxas de juros dos títulos públicos federais. Isso pode ser verificado no gráfico 2, há uma queda significativa do lucro líquido dos bancos privados entre 2007 e 2008 – o mesmo não se verifica para os bancos públicos – e uma recuperação já a partir de 2008. Em 2010, o lucro líquido em valores reais de 2007 do setor privado é superado. Volta a cair menos acentuadamente até 2012, quando readquire sentido de alta.

Antes da crise, a expansão do crédito, fundamentalmente de curto prazo e de baixo risco, como o crédito consignado, não alterou o caráter conservador do sistema bancário nacional. Pela análise dos dados apresentados, não se verificou uma grande mudança na

⁵⁶ Sobre a redução das taxas de juros e dos spreads ver Soihet e Cabral (2012).

composição dos ativos dos bancos do setor privado. Não ocorre um *trade-off* de grandes proporções entre títulos e crédito. A expansão do crédito que se verificou em relação ao PIB acompanhou a elevação dos ativos bancários. Deste modo, a rentabilidade bancária ainda estava protegida e assegurada e não era necessário uma alta alavancagem, ou o uso de inovações financeiras. Ademais, como os créditos são concedidos no curto prazo, em momentos de crise, como se verificou em 2008, os bancos privados nacionais rapidamente recompõem seus portfólios a favor dos títulos públicos em detrimento do crédito. A proteção fundamental ao sistema bancário não é dada pela regulamentação bancária, mas pela rentabilidade fácil auferida pelo setor, via títulos públicos remunerados por altas taxas de juros.

A regulamentação no Brasil não foi burlada no período anterior à crise, como no caso norte-americano, porque a relação entre risco e rentabilidade desses ativos não compensa. Conseguem-se elevados *spreads* sem a necessidade de fragilizar os ativos. E os títulos da dívida funcionam como um porto seguro para as aplicações bancárias, mesmo com a queda das taxas de juros – as quais, quando comparadas às externas, ainda se mantêm muito elevadas.

Em 1964 os militares diagnosticaram o sistema bancário privado como “acostumado” a lucros fáceis e a cobrar altas taxas de juros para a concessão de crédito de curto prazo. Em alguns momentos analisados, como no fim dos anos 1980, a rentabilidade do setor bancário esteve totalmente vinculada a aplicações em títulos, emprestando pouco na forma de capital de giro para as empresas. Quando os bancos brasileiros concedem crédito, preferem o segmento de pessoa física, como foi verificado na década de 2000, pelo menos até 2007. Somente neste ano, os volumes de crédito para pessoa jurídica superam aqueles para pessoa física, como visto.

Até os dias atuais sistema financeiro brasileiro carece de mecanismos articulados que propiciem o financiamento do investimento durante todo o período de maturação. O *funding* no Brasil depende, sobretudo, dos bancos públicos, em especial do BNDES. As reformas financeiras e bancárias (como PAEG, de 1988, Proer e Proes) não geraram incentivos suficientes para que o sistema bancário privado vinculasse sua rentabilidade à concessão de crédito capital produtivo, mesmo na forma de *finance*, com raras exceções as concessões de créditos são destinadas principalmente ao consumo e no menor prazo possível. Muitas vezes, agiu no sentido oposto, como foi o caso da reestruturação do setor bancário

durante década de 1990, que ao reduzir o papel dos Bancos Públicos na economia, reduziu as fontes de crédito sem que houvesse substitutos. Os bancos públicos só retomaram o papel de expandir o crédito de forma mais ativa a partir de 2007. Desde então, também orientaram a trajetória do sistema bancário privado a favor do crédito por acirrarem a concorrência nesse segmento.

O que se verifica no desenvolvimento econômico brasileiro é a perene dissociação entre as rentabilidades bancária e industrial. Desde meados da década de 1960, o setor bancário tem obtido altas de rentabilidade por meio de títulos financeiros de prazo mais curtos, criando uma preferência por aplicações deste tipo em detrimento àquelas de prazos mais longos. Até os dias atuais, a disponibilidade no mercado de instrumentos financeiros indexados tem posto um piso elevado para a taxa de juros no Brasil, que mesmo sob condições macroeconômicas favoráveis, como estabilidade de preços e maior resiliência à restrição externa, como foi o período de 2003 e 2008, não se assistiu no Brasil uma queda das taxas de juros que levasse a uma mudança profunda da estratégia do negócio bancário, no sentido de reduzir substancialmente suas aplicações em títulos públicos a favor do crédito de prazos mais longos. O objetivo primordial do sistema capitalista, como defendido por Marx e Keynes, é o lucro. Somente quando o lucro do setor bancário estiver vinculado fundamentalmente ao crédito é que se pode esperar uma readaptação nesse sentido.

Considerações Finais

Neste trabalho, procurou-se destacar como o negócio bancário, sob diferentes arcabouços institucionais, pode adquirir estratégias e como estas afetam o financiamento do investimento. Seguindo a diretriz aparentemente simples e óbvia, de Keynes e Marx, de que o objetivo primordial em uma economia de mercado é o lucro, procurou-se argumentar que a atuação dos bancos comerciais depende do modo que lhes permite aferir uma lucratividade maior, procurando dirimir os riscos.

No caso do negócio bancário norte-americano, procurou-se demonstrar que, desde sua origem, o lucro das instituições financeiras bancárias normalmente esteve de alguma forma vinculado com o setor produtivo da economia. Dada à regulamentação que buscava restringir a expansão dos ativos e a alavancagem do setor, as inovações financeiras se colocavam como necessárias para os bancos burlarem os limites impostos pelo marco regulatório. Vale ressaltar que uma característica em comum das inovações financeiras norte-americanas é ter como objetivo a expansão do crédito, seja de pessoa física, seja de pessoa jurídica.

Buscou-se descrever que, por meio das inovações financeiras, o negócio bancário norte-americano agiu e reagiu para superar os limites impostos pelo marco regulatório, formulado pelo *Glass Steagall Act de 1933*, e se reafirmou na esfera financeira como o principal ator da dinâmica doméstica de acumulação. Destacou-se, também, como a evolução do sistema bancário dos Estados Unidos esteve entrelaçada com as tensões da regulação social do capitalismo liberal deste país. Nesse contexto, o *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act de 1999* representou a consolidação da dominância dos fundamentos de mercado na dinâmica financeira, eliminando os bloqueios à atividade bancária que caracterizaram o espírito do marco regulatório que emergiu durante década de 1930, desenhado para evitar que crises financeiras profundas pudessem acontecer novamente.

Ainda sobre o negócio bancário norte-americano, uma contribuição que este trabalho procurou adicionar ao debate acadêmico foi por meio do desenvolvimento da hipótese de que a reforma financeira feita na década de 1930 criou um arcabouço institucional segmentado para o sistema financeiro entre o mercado bancário e o de capitais, e, conseqüentemente, também para a supervisão e regulação financeira sobre estes mercados, posteriormente com a emergência das *holdings* bancárias financeiras e continuidade da

supervisão fragmentada estaria o germe que levaria às inovações, e, conseqüentemente, na própria crise de 2007/2008.

Sobre o negócio bancário no Brasil, sua origem é completamente distinta. Não se associa com a ascensão do capital industrial. Como se buscou argumentar, a origem da industrialização no Brasil, entre fins do século XIX e início do século XX, relaciona-se com o financiamento via emissão monetária. Nessa época, apesar de os primeiros bancos brasileiros datarem do início do século XIX, estabelecidos com a vinda da família real portuguesa, não se podia afirmar que havia um sistema bancário organizado capaz de prover financiamento ao capital produtivo em ascensão. Diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos, no Brasil houve um descompasso entre a ascensão do capital industrial e do capital bancário financeiro. Este emerge de forma fragmentada apoiando sua lucratividade na obtenção das receitas inflacionárias, o que gerava uma sub-oferta de crédito ao setor produtivo. Esta característica originária do sistema bancário privado não será completamente superada durante o processo de industrialização brasileira, ao longo do século XX, que continuará angariando suas receitas ora com o imposto inflacionário, ora com a moeda indexada, ora com os títulos da dívida pública, ora com os altos *spreads* dos créditos de curto prazo, mas nunca com o crédito de longo ao capital produtivo.

Desde meados da década de 1960, o setor bancário tem obtido altas de rentabilidade por meio de títulos financeiros de prazo mais curtos, criando uma preferência por aplicações deste tipo em detrimento àquelas de prazos mais longos. Até os dias atuais, a disponibilidade no mercado de instrumentos financeiros indexados tem posto um piso elevado para a taxa de juros no Brasil, que mesmo sob condições macroeconômicas favoráveis, como estabilidade de preços e maior resiliência à restrição externa, como foi o período de 2003 e 2008, não se assistiu no Brasil uma queda das taxas de juros que levasse a uma mudança profunda da estratégia do negócio bancário, no sentido de reduzir substancialmente suas aplicações em títulos públicos a favor do crédito de prazos mais longos. Entende-se que a garantia de juros reais permitida pela existência de títulos públicos indexados, impede uma queda significativa dos juros que permita o desenvolvimento de instrumentos financeiros de longo prazo.

Para compreender esse descompasso entre o setor bancário e produtivo, trabalhou-se com a hipótese de que essa particularidade do sistema bancário brasileiro relaciona-se com a formação de uma economia cuja naturalidade é colonial. Pois esta se singulariza por ser uma

esfera da economia metropolitana e, portanto, as instituições que a regulam e a ordenam não se desenvolveram em seu território. Apesar de completamente inserida na acumulação capitalista global, uma vez dissociada da metrópole, não possui os atributos necessários para um desenvolvimento econômico e financeiro independente e este ocorre muitas vezes às avessas daquele aonde a economia de mercado se originou inicialmente. E assim como as outras esferas da nação que se forma de um passado colonial, a econômica e financeira também são singulares.

O ponto de partida deste estudo foi destacar a relação entre moeda, bancos Estado e Regulação, sob a perspectiva keynesiana da não neutralidade da moeda. A análise fundamentou-se na aceção keynesiana de que os bancos são criadores da moeda-crédito e não simples intermediadores financeiros que recebem depósitos e ofertam empréstimos. O objetivo primordial do negócio bancário privado é o lucro. As grandes tensões são causadas pela moeda bancária (moeda-crédito) que assume os atributos do dinheiro (*money proper* – segundo Keynes) de ser, ao mesmo tempo, “bem público” e o “objeto de desejo privado”. Quando o processo de validação social das mercadorias é rompido, a moeda-crédito é testada, desencadeando crises bancárias e financeiras. Em outras palavras, a moeda-crédito é o nó que enlaça todas as tensões do sistema capitalista (AGLIETTA, 1979). Conforme destacado por Minsky (1976), a regulamentação dos mercados precisa acompanhar a evolução das práticas inovadoras implementadas pelos agentes financeiros. Tal tensão resulta da interação entre as forças privadas de acumulação e a realização social da riqueza no capitalismo

Sob a perspectiva keynesiana, procurou-se argumentar que os bancos exercem papel fundamental entre a ponte que separa os detentores de riqueza e os investidores em ativos reais. Os bancos normalmente podem oferecer o *finance* que permite o desencadeamento o processo do investimento. Por meio da renda originada pelo investimento, gera-se poupança na mesma magnitude dos gastos que permitiram a realização do investimento. No entanto, nada garante que esta retorne a esfera de circulação da renda e sirva como *funding* ao investimento que ainda se encontra em processo de maturação. Nesse contexto, faz-se necessário um sistema financeiro desenvolvido que aloque as poupanças financeiras para a concretude do investimento.

Discutiu-se que segundo Zysman (1982) não há uma formulação única e ideal de um sistema financeiro que promova *funding*, o crédito de longo prazo. No entanto, para que uma economia mantenha um caminho industrializante faz-se necessária uma

institucionalidade que cumpra esse papel, seja fundamentada no financiamento privado, via mercado de capitais ou mercado bancário, seja baseada no setor público, via bancos públicos ou agências de fomento.

Ressaltou-se também que, nas crises subsequentes à de 1929, o Estado tomou para si a responsabilidade de estabilizar o sistema econômico, provendo liquidez e estatizando as dívidas privadas, ou seja, validando socialmente a moeda-crédito no lugar do próprio mercado. Sob a perspectiva adotada, não é possível a dissociação entre Estado e Mercado como sustenta a ortodoxia, pois a configuração de uma Economia Monetária de Produção, na concepção keynesiana só é possível pela presença do Estado que assegura o papel da moeda. Essa faculdade do Estado de prestador de última instância é visível em qualquer economia de mercado, independentemente, de sua origem. Como exemplo, assistiu-se a estatização da dívida privada no Brasil durante a década de 1980 e também nos Estados Unidos a partir de 2008.

Sob esse arcabouço teórico, analisou-se como o sistema bancário reagiu a mudanças na política monetária, no marco regulatório e nos condicionantes da concorrência na esfera financeira tanto para os Estados Unidos como para o Brasil.

No segundo capítulo, destacou-se como as mudanças no arcabouço institucional foram condicionando o processo de dominância financeira, liderado pelos grandes bancos – *Holdings* Financeiras Bancárias – e que culminou na crise financeira de 2008. Ou seja, investigou-se como a flexibilidade dada aos bancos para exercer diversos tipos de atividades e a própria emergência de outros agentes (“*shadow banking system*”) fora de supervisão/regulamentação propiciou as inovações financeiras que, endogenamente, transformaram um cenário de aparentemente inesgotável prosperidade econômica no risco crescente e imensurável da crise sistêmica por elas gestada.

Pela Reforma Financeira ocorrida durante a década de 1930, direcionou-se o negócio bancário norte-americano para a função social de financiar o investimento. Limitou tanto a atuação dos bancos no mercado de capitais quanto à atividade de subscrever ações. O papel desempenhado pelos bancos como “patrocinador” de novas empresas, na caracterização de Hobson, foi bloqueado. A rentabilidade do setor bancário associou-se com a do setor industrial.

Esse arcabouço, no entanto, além de segmentar as atividades do setor financeiro, restringindo os agentes que deveriam atuar em cada segmento – conforme explicado no segundo capítulo – ratificou o padrão da supervisão financeira nos Estados Unidos. Tal padrão caracteriza-se por ser “funcional”, em que a entidade reguladora, o tipo e o grau de supervisão dependem da função do agente regulado no sistema financeiro. A consequência deste processo, inicialmente, foi uma maior restrição sobre a atividade bancária ante outros agentes do sistema financeiro. Nesse contexto, verificou-se um esforço permanente por parte dos bancos comerciais para superar estas limitações e voltar a atuar em diferentes segmentos do mercado financeiro. As tensões presentes entre o negócio bancário e a regulação financeira no capitalismo monopolista foram pouco a pouco fragilizando o arcabouço institucional implementado nos anos 1930.

Um impulso importante a esse processo foi a mudança do regime de acumulação durante os anos 1970, que explicitou novas estratégias bancárias no sentido avançar no mercado de capitais. Wray (2008; p. 10) destaca que, com a contínua erosão da participação dos ativos e passivos bancários nos mercados financeiros, “*banks were forced to become more market-oriented*”. E, para restaurar a rentabilidade, passaram tanto a cobrar taxas para originar empréstimos como remover certos empréstimos de seus balanços (exemplo das hipotecas imobiliárias), estimulando o *shadow banking system*. Também começaram a atuar diretamente no mercado de títulos, seguros e nos *pools* de crédito. Os *policy makers*, cientes de que se tratava de uma readequação do negócio bancário para sobreviver em um sistema fundamentado, principalmente, no mercado de capitais, relaxaram continuamente a supervisão, ratificando o movimento dos bancos. Neste cenário, enquadraram-se as reformas financeiras das décadas de 1980 e 1990, conforme ressaltado.

Essa orientação do negócio bancário, gradativamente, foi desenvolvendo, nos Estados Unidos, uma expansão do capitalismo sob o domínio das grandes *holdings* financeiras bancárias, como gestores do dinheiro, com forte presença no mercado de capitais. Privilegiou-se uma estrutura financeira fundamentada na livre concorrência, na qual se liberaram as restrições colocadas ao capital bancário. Isso favoreceu progressivamente as condições para a fragilização do sistema financeiro.

A partir dos anos 1980, consolidou-se o *money manager capitalism*. Grande parte das inovações financeiras foi introduzida pelos bancos. Eles se integram ao processo de securitização financeira e se articulam com outros intermediários financeiros, buscando

aumentar a sua própria rentabilidade. Esse processo não é bloqueado, ao contrário, é incentivado pelo Fed, que o enxerga como uma estratégia de diluição e gerenciamento do risco.

O uso pelos bancos das técnicas de diluição do risco flexibilizou suas estruturas ativas de prazo mais longo. As inovações do período anterior à crise seguem a lógica subjacente ao modelo de financiamento adotado: originar os títulos e transferir os riscos (*originate and distribute*). Mas, como consequência da engenharia financeira, o processo de securitização criou a ilusão de segurança quanto à diluição do risco, amplamente ancorada em modelos econométricos. No entanto, endogenamente, criavam-se, mais uma vez, as condições que levariam à crise do sistema. Na base dessa estrutura, crescia o endividamento dos agentes.

A implementação do Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act, no final dos anos 1990, permitiu que instituições financeiras atuassem como bancos comerciais e também como bancos de investimento. No entanto, conforme explicado, a regulamentação manteve-se segmentada segundo as funções que a instituição desempenhava. Isso ampliou as possibilidades de inovações para os bancos, enfraquecendo a capacidade do Fed de restringir a área de atuação do sistema bancário. Este processo culminou na crise financeira de 2008, cujas consequências para as transformações do sistema capitalista ainda estão em curso.

Pelo exposto no segundo capítulo, compreendeu-se que o Gramm Leach Bliley Act de 1999 significou a reconquista pelo negócio bancário norte-americano de sua hegemonia financeira, a qual tinha sido limitada, principalmente, pelo Glass Steagall Act de 1933. E se reafirmou na esfera financeira como o principal ator da dinâmica doméstica de acumulação. Após a crise recente, a coalizão de forças que esteve presente e influenciou a formulação e a implementação da lei Dodd-Frank em 2010 reassegurou, neste arcabouço institucional, o interesse das grandes instituições financeiras. Procurou-se argumentar que esta lei não procurou resolver o problema das forças de mercado que levaram à fragilização financeira. Não se alterou o sentido da (des)regulação e tampouco o processo de consolidação das grandes *holdings* financeiras como agentes centrais no processo da acumulação da riqueza financeirizada. Aos Estados Nacionais ficou o ônus da crise financeira, cuja natureza passou de uma crise de liquidez para uma crise de solvência.

Já sobre o sistema bancário brasileiro, procurou-se argumentar, no terceiro capítulo, que o processo de industrialização prescindiu de um sistema financeiro que atendesse prontamente as demandas por créditos em uma economia que passava por um

acelerado esforço industrializando, a partir dos anos 1930, ao mesmo tempo em que o sistema bancário nacional se desenvolvia no sentido de atrelar sua rentabilidade fora do escopo do financiamento produtivo. Nesse contexto, conforme argumenta Tavares (1972), os mecanismos e instrumentos financeiros que serviam para o financiamento do investimento foram se forjando e se inventado em resposta às condições adversas do mercado bancário nacional e respondendo às exigências da evolução do aparelho produtivo. Isso tornava difícil que a cada etapa do desenvolvimento industrial se alcançasse uma estrutura financeira adequada para atender as demandas por financiamento que se impunham. Em sentido oposto, desenvolvia-se o setor bancário, que, paulatinamente, atrelava-se a lógica financeira.

Inicialmente, até meados dos anos 1960, a rentabilidade do setor bancário esteve vinculada a concessão de crédito de curto prazo, por meio de cobrança de *spreads* elevados, tanto pelo lado da captação – depósito à vista não remunerado em um ambiente inflacionário – quanto pelo lado do custo do empréstimo – pela capacidade do setor de se adaptar no contexto de inflação, criando inovações para burlar o teto de taxa de juros nominal imposto pela Lei de Usura.

Com a reforma implementada pelo PAEG, esperava-se uma transformação da estrutura financeira que proporcionasse financiamento ao investimento via mercado de capitais, a qual não tinha sido obtida até então por meio de um processo endógeno decorrente da industrialização. No entanto, não se buscou na reforma do setor financeiro priorizar os bancos na concessão de crédito de longo prazo, pois estes estariam “acostumados” com os lucros fáceis e não abaixariam as taxas de juros na concessão de empréstimos de curto prazo, vinculando a sua principal rentabilidade no longo prazo.

Além de a reforma não ter enfrentado o problema fundamental do setor a época, relacionando sua rentabilidade ao do financiamento do investimento, a implementação dos títulos públicos indexados e da correção monetária permitiu aos bancos desvincularem sua lucratividade principal da concessão de crédito em geral seja de curto, seja de longo prazo, e o setor passou a demandar títulos da dívida pública, aos quais era assegurada uma rentabilidade dada por uma taxa real de juros. Negociando o dinheiro em um contexto de inflação elevada e com lucratividade garantida dos ativos, os bancos conseguiam elevar as taxas de lucro, se distanciando da função originária do setor de conceder crédito.

Esse processo se acentuou na década de 1980. A progressiva indexação da economia, combinada ao fenômeno da polarização da riqueza e da financeirização dos preços,

criou um ambiente tóxico à sobrevivência do modelo nacional-desenvolvimentista, mas amplamente favorável à lucratividade dos bancos nacionais. A sobrevivência da moeda ante a dolarização cobrou o preço da preservação patrimonial em meio à aceleração inflacionária, e os bancos foram os principais atravessadores desse processo de atualização frenética da riqueza indexada. Formou-se um sistema de alta inflação que alimentava a lucratividade dos bancos, uma espécie de clímax das contradições que emanavam do sistema financeiro nacional desde a primeira tentativa de industrialização do país: o descolamento dos bancos do sistema produtivo atingiu fronteiras capazes de liquefazer as quase-moedas, como se fossem moeda no sentido keynesiano.

A contradição maior era dada pelo processo de dolarização e a necessidade de sobrevivência da moeda nacional. Os bancos não operariam, por si só, o resgate do sistema que estava solapando qualquer novo ciclo de desenvolvimento industrial. A perda da conexão internacional com o capital, dada à restrição externa de crédito, asfixiou a economia nacional, que progressivamente avançava na indexação como forma de proteger o patrimônio acumulado. Na segunda metade da década de 1980 até o começo dos 1990, o insucesso da saída estruturalista pelo Plano Cruzado, seguido das tentativas frustradas de estabilização subsequentes, combinadas à ruptura radical promovida pelo primeiro presidente eleito após a nova Constituição Federal, bloqueando a moeda indexada, exauriu a saída nacional-desenvolvimentista e permitiu uma nova pactuação entre o Estado e o sistema financeiro nacional e internacional, base do Plano Real.

O novo pacto do Plano Real partiu da reconexão, em bases securitizadas, do acesso nacional ao capital internacional, como parte de um programa norte-americano de renegociação da dívida externa nos moldes modernos dados pelo avanço da securitização pós 1970 (conhecido como Plano *Brady*). A riqueza nacional, demandante de constantes atualizações em termos reais, passa a ser referenciada por um sistema ultra-indexado de curto prazo (a URV), para, rapidamente, ancorar-se em outro sistema de garantia de valor, não mais centrado nos preços, e sim nos juros. Os bancos, atores centrais desse processo, passaram por profundas transformações para internalizar os novos custos da revolução tecnológica informacional e, ao mesmo tempo, redirecionar suas operações rentáveis obtidas na indexação para um sistema que seria alimentado pelos juros básicos dos papéis públicos. O Estado passa a agir como garantidor último da securitização da dívida, priorizando o planejamento e o orçamento para a estrutura de rolagem e pagamento dos crescentes encargos financeiros advindo desse novo sistema de garantia do patrimônio.

Com a estabilização dos preços, a primeira reação do setor bancário foi expandir o crédito. No entanto, a Autoridade Monetária temendo que isso estimulasse a demanda e pressionasse os preços, estabeleceu medidas para que este movimento fosse contido. Por meio do Proer e Proes, reestruturou-se o sistema bancário brasileiro, privatizando os bancos públicos estaduais e aumentando a importância do setor privado. Isso levou a uma maior concentração do setor, que passou a vincular sua rentabilidade com uma maior composição de títulos públicos em seus ativos remunerados em elevadas taxas de juros. Somente a partir de 2004, com a mudança do cenário econômico, verificou-se um aumento significativo da oferta de crédito sobre o PIB, que foi liderado pelo setor bancário privado. No entanto, conforme os dados apresentados no terceiro capítulo, esse ciclo acompanhou paralelamente o aumento dos ativos bancários, não havendo uma reestruturação profunda dos ativos. Além disso, os créditos concedidos serviram para financiamento, em maior parte, do consumo – pessoa física. Em menor parte, o aumento do crédito destinou-se para financiar o capital de giro das empresas, que só se expandiu de fato, às vésperas da crise internacional em 2007. A preferência pelo primeiro segmento pode estar relacionada com os altos *spreads* obtidos com o financiamento do setor e a maior facilidade de analisar o perfil do tomador. Os bancos continuaram obtendo alta rentabilidade com os créditos de curto prazo.

Diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos, no Brasil a crise financeira de 2007/2008 não abalou fortemente as grandes instituições bancárias nacionais. Pois diferentemente no ciclo de expansão do crédito, a partir de 2004, exceto pelo uso de derivativos cambiais por alguns bancos, o setor bancário brasileiro não engajou em práticas muito arriscadas, e não fez uso disseminado de inovações financeiras. Essa prática não era necessária, pois os bancos brasileiros permaneciam com uma altíssima rentabilidade proporcionada pelas taxas de juros auferidas nas aplicações em títulos e nos altos *spreads* na concessão de empréstimo de curto prazo, ambas as aplicações de baixo risco. A alta rentabilidade auferida pelo setor por esses tipos de aplicações, mas que não geram o retorno esperado para a sociedade, como o financiamento de longo prazo, protegeu o sistema bancário nacional da crise.

A crise, por outro lado, evidenciou no Brasil o papel fundamental que os bancos públicos, se tiverem tamanho suficiente, podem desempenhar auxiliando as diretrizes governamentais nas políticas anti-cíclicas. Isso ficou claro na recuperação rápida do crédito, no período que se seguiu a crise, evitando uma possível deflagração generalizada de falências. Ademais, a atuação dos bancos públicos ao estimular a concorrência no sistema bancário por

market share contribuiu para readequar a estratégia do sistema bancário privado novamente a favor da ampliação do crédito, concomitantemente a diminuição dos *spreads*.

Como se buscou ressaltar no segundo capítulo, o negócio bancário moderno nos Estados Unidos emergiu com “a gestão financeira geral” dominando financeiramente a indústria capitalista (HOBSON, 1894, p. 252). Ou seja, o poderio financeiro dos bancos aumentava com o capital industrial o qual inicialmente dominam. A reforma financeira de 1930 teve por mérito desvincular a rentabilidade bancária do setor financeiro e direcionando-a para a concessão de crédito ao setor produtivo, permitindo a realização de investimento industrial. Principalmente a partir dos anos 1980, as regulamentações que bloqueavam o negócio bancário no mercado financeiro foram sendo paulatinamente derrubadas e, com a reafirmação dos mercados, eles restabelecem a dominância sobre a economia.

Enquanto as regulamentações não conceberem em sua formulação o ambiente macroeconômico em que as instituições bancárias operam, compreendendo o fato simples levantado por Keynes e Marx, destacado no primeiro capítulo, de que o objetivo geral em uma economia de mercado é o lucro, e, portanto, determinar o *locus* da lucratividade do negócio bancário, as regulamentações não passaram de “*piecemeal approaches and patchwork changes*”⁵⁷. No caso dos Estados Unidos, não resolverá o problema das forças de mercado que levaram à fragilização financeira e, no caso do Brasil, não se conseguirá o financiamento privado ao investimento. Em ambos, seguirá o processo de consolidação das grandes *holdings* financeiras como agentes centrais no processo da acumulação da riqueza na esfera financeira.

No Brasil, as regulamentações implementadas nunca conseguiram e tampouco objetivaram restringir a lucratividade do setor bancário ao financiamento do capital produtivo. Muito pelo contrário, asseguraram os lucros do setor associando-a esfera financeira. Em muitos aspectos, essa característica do setor bancário brasileiro antecipou diversos comportamentos que o sistema financeiro norte-americano ainda lutava por (re)conquistar. Enquanto os bancos estadunidenses desvencilhavam-se das últimas rédeas impostas pelo *New Deal* às suas operações de busca pelo lucro, os bancos brasileiros gozavam de ampla liberdade de acumulação, atrofiando cada vez mais o crédito ao menor prazo possível.

⁵⁷MINSKY (1976, p. 323)

Referências Bibliográficas

- AGLIETTA, M. (2008) *La Crise*. Paris: Éditions Michalon.
- _____. (1979) *A Theory of Capitalism Regulation: The US Experience*. Londres: NLB, 1979.
- ANBIMA. (2011) *O Sistema Financeiro e a Economia Brasileira Durante a Grande Crise de 2008*. Rio de Janeiro: Gerência de Pesquisa da ANBIMA.
- AMADO, A., (2000) Limites Monetários ao Crescimento e a não Neutralidade da Moeda. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, Vol 21, nº 1, pg. 44-81
- ALMEIDA, J. S. G. de. (1980) *As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: o descaminho do projeto neoliberal*. Dissertação (Mestrado) – IFCH/Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).
- _____. (2010) Como o Brasil superou a crise. In: CARVALHO, F. C.[et al.]. *Dossiê da crise II*, v.2, p. 57-62, Ago. 2010. Disponível em <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>.
- BARTH, J.R.; BRUMBAUGH, R. D.; WILCOX; J.A. (2000) The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking. *Journal of Economic Perspectives*. V (14); nº 2; Spring; p. 191-204.
- BELLUZZO, L.G.M e ALMEIDA, J.G. (2002) *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- BLAUG, M. (1996). *Economic Theory in Restropect*. Cambridge: University Press.
- CARVALHO, F. C. J. (1983-84). On the concept of time in Shacklean and Sraffian economics. *Journal of Post keynesian Economics*, v.6, n.2, Winter.
- _____. (1992). Moeda, Produção e Acumulação: Uma perspectiva pós-keynesiana. In Silva, M. L. F. (org.) *Moeda e Produção: teorias comparadas – Brasília: Universidade de Brasília*.
- _____. (1998) The Real Stabilization Plan and the Banking Sector in Brazil. *BNL Quarterly Review*, nº 206, September 1998.
- CARVALHO, F. C. J. et al. (2000) *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- CALOMIRIS, C.W. (2006) Alan Greenspan's Legacy: An early look – The regulatory record of the Greenspan Fed - *The American Economic Review*, V (96), nº2, maio, p. 170-173
- CINTRA, M.A.M. (1997) *As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro nos Estados Unidos: A montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Campinas: Instituto de Economia – Unicamp. Tese de Doutorado. *Mimeo*.
- DAVIDSON, P. (1978). *Money and the real world*. London: Macmillan.

- DEBOUZY, M. (1972) *O capitalismo selvagem nos Estados Unidos (1860 -1900)*. Lisboa: Editorial Estúdios Cor.
- DOW, S. C. (1985). *Macroeconomic Thought: A Methodological Approach*. Oxford: Basil Blackwell
- FAMA, E.F. (1970) Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. 25, p. 383-417.
- FARHI, M. e CINTRA, M.A.M. (2009) A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System. In BIASOTO JR, G., NOVAIS, L.F., FREITA, M.C.P. de. (orgs) *Panorama das economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global*. IFUNDAP: Secretaria de Gestão Pública, p. 25-45.
- FREITAS, M.C.P. Desafios da regulamentação ante a dinâmica concorrencial bancária: uma perspectiva pós-keynesiana. in *Economia e Sociedade*, v. 19 nº 2 (39). Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, 2010. (p. 233-255)
- FRIEDMAN, M. (1989) Quantity Theory of Money, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited.
- FRIEDMAN, M e SCHWARTZ, A. J. *A Monetary History of the United States 1867 – 1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- FREITAS, M. C. P. (2009) Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito, Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo, *Revista Estudos Avançados*, vol.23, nº 66, p. 125-145, São Paulo 2009.
- _____. (2010) Desafios da regulamentação ante a dinâmica concorrencial bancária: uma perspectiva pós-keynesiana. in *Economia e Sociedade*, v. 19 nº 2 (39). Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, 2010. (p. 233-255)
- _____. (2011) Estratégias Concorrenciais e Crédito Bancário no Brasil no contexto Pós-Crise, São Paulo: Fundap, *Boletim de Economia* (6), Agosto/ 2011.
- FRY, M. J. (1995) *Money, interest and banking in economic development*. Londres, The John Hopkins University Press
- FURTADO, C. (1959, 1976) *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Editora Nacional.
- GROSSMAN, R. "US Banking History, Civil War to World War II". *EH.Net Encyclopedia*, edited by Robert Whaples. March 16, 2008. URL <http://eh.net/encyclopedia/article/grossman.banking.history.us.civil.war.wwii>

- GURLEY, J. e E. SHAW (1955). “*Financial aspects of economic development*”, AER 45 (Sept), 515-38
- GUTTMANN, R. (1994) *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*. London: M.E. Sharp.
- GUTTMANN, R. e PLIHON, D. (2008) Consumer debt at the center of finance-led capitalism. *Economia e Sociedade*, Campinas, SP, v. 17, p. 575-611, dez. Número especial.
- HERMANN, J. (2002) “Financial System Structure and Financing Models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997)”. *Journal of Latin American Studies*, Vol. 34, February, pp. 71-114.
- HERMANN, J. (2003) Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In SICSU, J. et alli (2003) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Manole: Fundação Konrad Adenauer.
- HOBSWAM, E. (1977) *A Era do Capital: 1848-1875*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- HOBSON, J.A. (1894, 1996) A Evolução do Capitalismo Moderno. In: *Os Economistas*. São Paulo: Nova Cultural.
- KEYNES, J. M. (1931; 1963) *Essays in Persuasion*. New York: W. W. Norton e Company.
- _____. (1930; 1971) Treatise on money. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. vol. V e VI.
- _____. (1933a; 1973) A Monetary Theory of production . In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. vol. XXIII
- _____. (1933b;) The Distinction between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan, vol. XXIX.
- _____. (1936; 1982). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Atlas S.A.
- _____. (1937a; 1984). Teoria Geral do Emprego. In Szmrecsányi, T. (org.) *Keynes*. São Paulo: Ática
- _____. (1937b; 1973) Alternative Theories of the Rate of Interest. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. vol. XXIV
- _____. (1937c; 1973) The ‘Ex Ante’ Theory of the Rate of Interest. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. vol. XXIV
- KINDLEBERGER, C.P. (2000) *Manias, Pânico e Crashes – Uma história das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.

- KLEBANER; B. J. (1958) The Bank Holding Company Act of 1956. *Southern Economic Journal*. Published by: Southern Economic Association Stable. Vol. 24, No. 3, Jan., pp. 313-326. <http://www.jstor.org/stable/1055064> .
- KREGEL; J. A. (1997) Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility. *Journal of Economic Issues*. Vol XXXI n. 2, Jun, p. 543-548.
- MADI, M.A.C. *Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana*. Campinas, Instituto de Economia, Tese de Doutorado, 1993.
- MARX, K (1857 - 1858, 2011) *Grundrisse: manuscritos econômicos de 1857-1858: esboços da economia política*. São Paulo: Boitempo; Rio de Janeiro: Ed. UFRJ.
- MAZZUCHELLI, F. (2008) A Crise em Perspectiva: 1929 e 2008. *Novos Estudos Cebrap*. nov, p. 57-66.
- MCKINNON, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- MENDONÇA de BARROS, L.C. A Moeda Indexada: Uma experiência Brasileira. *Economia e Sociedade*. Campinas, n.2, p.3-24, ago. 1993.
- MENDONÇA, A. R. B. e DEOS, S. (2012) O Papel do Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente. In. FERRARI FILHO, F. e PAULA, L. F. de (Orgs.) *A Crise Financeira Internacional: origens, desdobramentos e perspectivas*. São Paulo: Unesp, 2012.
- MINSKY, H. (1976, 2008) *Stabilizing an Stable Economy*: New York: McGraw-Hill Companies.
 _____. (1987, 2008) Securitization. *Policy Note*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute.
 _____. (1991) Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic. *Working Paper n° 51*. N.Y.: The Levy Economics Institute, 1991.
 _____. (1992) The Financial Instability Hypothesis *Working Paper n° 74*. N.Y.: The Levy Economics Institute.
- MOLLO, M.L.R. (2004) Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. *Revista de Economia Política*. Vol. 24, n° 3 (95), julho-setembro.
- NOVAIS, F.A., *Estrutura e Dinâmica do Sistema Colonial*. Lisboa, Livros Horizonte, 1975.
- PAULA L. F. e SOUZA, G. J. G. (2012) Sistema Financeiro Nacional: análise recente, diagnóstico e perspectivas. In Oreiro et al. (orgs.) *Macroeconomia do Desenvolvimento: ensaios sobre a restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora Universitária da UFPE.
- PRADO Jr., C. (1942, 2011), *A Formação do Brasil Contemporâneo: colônia*. São Paulo: Companhia das Letras.

- ROCHA, F. A. S. (2001) *Evolução da Concentração Bancária no Brasil (1994 – 2000)*, Brasília, NT11 do Banco Central do Brasil, nov/2001.
- SHAW, E. S. (1973). *Financial Deepning in Economic Development*. New York: Oxford University
- SIMONSEN, M. H. (1961) *Os Controles de Preços na Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: Consultec
- _____. (1965) *O Mercado Brasileiro de Capitais*. Rio de Janeiro: Epea.
- _____. (1976) O Sistema Bancário Brasileiro. In: Gudín, E. *Prncípios de Economia Monetária*. Rio de Janeiro: Agir, v. 1, p. 279-301.
- SOIHET, E. e CABRAL, C. (2012) Crise de 2008 e o Papel determinante dos bancos públicos na recuperação da economia brasileira. In: *V Encontro Internacional Associação Keynesiana Brasileira*, 2012, São Paulo.
- STANFORD LAW REVIEW. (1957) The Bank Holding Company Act of 1956. *Stanford Law Review*, Vol. 9, No. 2 Mar., pp. 333-350. URL: <http://www.jstor.org/stable/1226719>.
- STUDART, R. (1993) O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº 1 (49), janeiro-março/1993.
- TAVARES, M. C. (1972, 1978) *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar Editores
- _____. (1978) *Ciclo e Crise – O Movimento Recente da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Tese Professor Titular, UFRJ, mimeo.
- THE LEVY ECONOMICS INSTITUTE (2011); Minsky on the Reregulation and Restructuring of the Financial System: Will Dodd-Frank Prevent “It” from Happening Again?. *Research Project Report* | abril.
- VITOLS, S. (2001) The Origins of Bank-Base and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States. *Discussion Paper* FS | 01 – 302. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- WRAY, L. R. (1992) Commercial banks, the central bank, and endogenous money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(3), 297-310.
- _____. (2007) “Lessons from the Subprime Meltdown.” *Working Paper N° 522*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. Dezembro.
- _____. (2008) “Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?”. *Public Policy Brief. n° 94*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute.
- _____. (2011) “Minsky Crisis”. *Working Paper N° 659*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. Março.

ZYSMAN, J. (1982) *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the politics of industrial changes*. Londres: Cornell University Press.87