

**Fernando Nogueira da  
Costa**

---

# **Economia Monetária e Financeira**

Uma Abordagem Pluralista



## SUMÁRIO

**APRESENTAÇÃO..... xi**

**PARTE I. FUNDAMENTOS E CONCEITOS BÁSICOS PARA UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA..... 1**

**1. POSTULADOS DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA ..... 2**

**1.1. Introdução**

**1.2. Postulado da instabilidade da velocidade**

**1.3. Postulado da validação**

**1.4. Postulado da não-neutralidade**

**1.5. Postulado da endogeneidade**

**1.6. Postulado de uma teoria de fixação dos preços**

**1.7. Leitura adicional recomendada**

**1.8. Resumo**

**1.9. Apêndice: As controvérsias monetárias do século XIX**

**2. CONCEITO DE DINHEIRO..... 34**

**2.1. Introdução**

**2.2. Formas da moeda**

**2.3. Funções do dinheiro**

**2.4. Criação e entrada de moeda na economia**

**2.5. Importância da moeda para os pós-keynesianos**

**2.6. Polêmica sobre as propriedades da moeda**

**2.7. Leitura adicional recomendada**

**2.8. Resumo**

**PARTE II. DEMANDA POR DINHEIRO E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ.... 56**

**3. DEMANDA POR DINHEIRO: ESTABILIDADE OU INSTABILIDADE ..... 57**

**3.1. Introdução**

**3.2. Questão da estabilidade da demanda por moeda**

**3.3. Velocidade de circulação da moeda na Equação de Trocas**

**3.4. Teoria da demanda por moeda estável em Friedman**

**3.5. Motivos da demanda por moeda em Keynes**

**3.6. Teorias da demanda por saldos monetários e da seleção da carteira de ativos**

**3.7. Preferência pela liquidez segundo pós-keynesianos**

**3.8. Leitura adicional recomendada**

**3.9. Resumo**

**4. PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E TAXA DE JUROS..... 73**

**4.1. Introdução**

**4.2. Teorias da taxa de juros**

4.2.1 Teorias clássicas

4.2.1. Teoria neoclássica

4.2.2. Teoria keynesiana

4.2.3. Teoria da exogeneidade da taxa de juros

4.2.4. Teoria da preferência pela liquidez reconciliada com a abordagem da moeda endógena

- 4.3. Preferência pela liquidez versus desemprego permanente
- 4.4. Preferência pela liquidez: fenômeno microeconômico
- 4.5. Leitura adicional recomendada
- 4.6. Resumo

**PARTE III. OFERTA DE MOEDA..... 91**

**5. DETERMINAÇÃO DA OFERTA MONETÁRIA: EXOGENEIDADE OU ENDOGENEIDADE ..... 92**

- 5.1. Introdução
- 5.2. Debate entre *Exogenistas e Endogenistas*
- 5.3. Debate sobre endogeneidade da oferta de moeda entre pós-keynesianos
- 5.4. Representações gráficas da oferta de moeda
- 5.5. Uma tentativa de buscar o consenso
- 5.6. Leitura adicional recomendada
- 5.7. Resumo

**PARTE IV. MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIO: EFEITOS SOBRE PRODUTO, EMPREGO E INFLAÇÃO..... 110**

**6. MECANISMO DE TRANSMISSÃO INDIRETO DE IMPACTOS MONETÁRIOS.....111**

- 6.1. Introdução
- 6.2. Contribuição de Wicksell à teoria monetária
- 6.3. Processo Cumulativo
- 6.4. Reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda

**6.5. Leitura adicional recomendada**

**6.6. Resumo**

**7. MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIO INTERATIVO E  
ITERATIVO..... 123**

**7.1. Introdução**

**7.2. Mecanismo de transmissão monetário: interação e iteração**

**7.3. Metodologia**

**7.4. Decisões governamentais**

**7.5. Decisões de crédito**

**7.6. Decisões de fixação de preços**

**7.7. Decisões de manutenção de estoques**

**7.8. Decisões de produção**

**7.9. Decisões de investimento**

**7.10. Decisão de gastos**

**7.11. Decisões dos trabalhadores**

**7.12. Conclusão**

**7.13. Leitura adicional recomendada**

**7.14. Resumo**

**8. TEORIAS DE INFLAÇÃO MODERADA, INERCIAL, ACELERADA E  
HIPERINFLAÇÃO..... 143**

**8.1. Introdução**

**8.2. Estado da arte na ortodoxia teórica**

**8.2.1. Teoria pura dos preços**

**8.2.2. Teoria monetarista da inflação**

### **8.3. Teorias heterodoxas da inflação**

8.3.1. Teoria cepalina: visão estruturalista

8.3.2. Inflação brasileira segundo Rangel

8.3.3. Debate sobre inflação no início dos anos 80

8.3.4. Teoria da inflação inercial

8.3.5. Teoria da inflação acelerada

8.3.6. Teoria da hiperinflação

8.3.7. Política heterodoxa de estabilização

### **8.4. Conclusão**

### **8.5. Leitura adicional recomendada**

### **8.6. Resumo**

## **PARTE V. POLÍTICA MONETÁRIA..... 172**

## **9. CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA..... 173**

### **9.1. Introdução**

9.2. Controle geral da oferta de moeda como regra

9.3. Política monetário-creditícia discricionária

9.4. Condução da política monetária com credibilidade

9.5. Independência do banco central

9.6. Leitura adicional recomendada

9.7. Resumo

**10. OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA E FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS..... 192****10.1. Introdução****10.2. Mercado de reservas bancárias e o fluxo de caixa da economia**

## 10.2.1. Demanda de reservas bancárias

## 10.2.2. Oferta de reservas bancárias

**10.3. Sinalização da política monetária para a estrutura de taxas de juros**

## 10.3.1. Formação da taxa de Juros

## 10.3.2. Estratégias dos bancos na fixação de suas taxas de juros

## 10.3.3. Fixação da taxa de juros básica

**10.4. Leitura adicional recomendada****10.5. Resumo****PARTE VI. TEORIA FINANCEIRA..... 218****11. INSTABILIDADE FINANCEIRA: CICLO DE CRÉDITO ..... 219****11.1. Introdução****11.2. Decisão de portfólio****11.3. Posturas financeiras****11.4. Processo de “instabilização da estabilidade”****11.5. Papel do *Big Bank* e do *Big Government*, no ciclo de crédito****11.6. Hipótese da instabilidade financeira em contexto de desintermediação bancária****11.7. Leitura adicional recomendada****11.8. Resumo**

**12. CIRCUITO DECISÃO - FINANCE - INVESTIMENTO - RENDA -  
APLICAÇÕES - FUNDING..... 234**

**12.1. Introdução**

**12.2. Crítica ao conceito de poupança**

**12.3. Circuito monetário**

**12.4. *Finance***

**12.5. *Funding***

**12.6. Conclusão**

**12.7. Leitura adicional recomendada**

**12.8. Resumo**

**PARTE VII. SISTEMA FINANCEIRO..... 254**

**13. CIRCUITO DE FINANCIAMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA..... 255**

**13.1. Introdução**

**13.2. Antecedente histórico**

**13.3. Relação bancos-clientes**

13.3.1. Endividamento das empresas

13.3.2. Financiamento bancário

**13.4. Financiamento aos gastos das famílias**

13.4.1. Crédito direto ao consumidor

13.4.2. *Factoring*

13.4.3. *Leasing*

13.4.4. Financiamento imobiliário

**13.5. Relação investidores institucionais - mercado de capitais**

13.5.1. Investidores institucionais



13.5.2. Financiamento de longo prazo

13.5.3. Mercado de capitais

## **13.6. Conclusão**

## **13.7. Leitura adicional recomendada**

## **13.8. Resumo**

# **14. BANCOS NO BRASIL..... 289**

## **14.1. Introdução**

### **14.2. Antecedentes históricos: da reforma financeira de 1964 à reforma bancária de 1988**

14.2.1. Características fundamentais da reforma dos anos 60: regulamentação, compartimentalização, especialização, segmentação.

14.2.2. Estrutura bancária e padrões de concorrência: concentração, conglomeração e internacionalização nos anos 70

14.2.3. Ajuste das empresas não-financeiras, desajuste e reajuste das empresas financeiras nos anos 80.

### **14.3. Estratégias de ajustamento dos grupos bancários à liberalização financeira após 1988**

14.3.1. Redefinição das fronteiras dos grupos bancários e de sua inserção nos mercados: criação dos bancos múltiplos

14.3.2. Redefinição de estratégias de mercado: segmentação e seletividade da clientela

14.3.3. Redefinição de estratégias produtivas: novos produtos financeiros

14.3.4. Estratégia de diversificação setorial com mudanças patrimoniais e associações com empresas não-financeiras: fusões e aquisições

14.3.5. Estratégias defensivas e tecnológicas

14.3.6. Estratégia internacional

14.3.7. Estratégia locacional: concentração regional

## **14.4. Crise bancária**

- 14.5. Operação salvamento
- 14.6. Desnacionalização bancária
- 14.7. Leitura adicional recomendada
- 14.8. Resumo

## **PARTE VIII. GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA**

<b>15. SEQUÊNCIA <i>BOOM-CRASH</i>.....</b>	<b>325</b>
15.1. Introdução	
15.2. Limitações das previsões econômicas	
15.3. Bolha especulativa	
15.4. Globalização financeira	
15.5. Defesa especulativa	
15.6. Deflação de ativos	
15.7. Risco sistêmico	
15.8. Leitura adicional recomendada	
<b>15.9. Resumo.....</b>	<b>350</b>

*"Talvez, no século XX, os economistas desempenhem o papel dos padres na Idade Média. Outrora, a Igreja e os padres defendendo o Sacro Império Romano. E os economistas, hoje, defensores da doutrina da moda do capitalismo. E nós, brasileiros, somos sempre unânimes.*

*Outrora, quem discordava era herege. Morria queimado na fogueira. Hoje, é heterodoxo - causa pânico no mercado financeiro.*

*Está 'queimado' para qualquer cargo público"*  
*(João Sayad, economista heterodoxo e ... banqueiro.*

*FSP, 24/10/93).*

## APRESENTAÇÃO

*"A Primeira Lei dos Economistas: para cada economista, existe um economista igual e oposto. A Segunda Lei dos Economistas: ambos estão errados".*

Na busca de excelência no ensino, de acordo com *A Berkeley Compendium of Sugestions for Teaching with Excellence (copyright 1983 by the Regents of the University of California)*, **se o professor deseja discutir outros pontos de vista, além do seu próprio**, é conveniente experimentar:

1. selecionar um livro-texto que apresenta determinada perspectiva teórica ou ponto de vista e construir suas aulas em torno de um conjunto de idéias antagônicas.
2. sugerir leituras pluralistas, para representar uma variedade de pontos de vista.
3. apresentar cada uma das várias teorias rivais como se você fosse um adepto.
4. convidar expositores cujos pontos de vista difiram dos seus.
5. utilizar de diversos conhecimentos e experiências de seus estudantes para introduzir diferentes pontos de vista.
6. usar as opiniões dos estudantes para criar um microcosmo das atitudes da sociedade sobre questões sociais, políticas e econômicas.

Nas palavras de Bianchi, "é importante treinar os economistas para conviver proveitosamente com opiniões divergentes" e "estimulá-los a enxergar a controvérsia como inerente à ciência, fator de (e não o empecilho a) seu progresso"<sup>1</sup>. No entanto, **a formação convencional dos economistas, especificamente, na área de conhecimento sobre moeda e preços, não apresenta a opção de aprendizagem da heterodoxia**. É dominada pela ampla hegemonia da teoria monetária dos preços porque, na maioria dos casos, o próprio professor desconhece alguma alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda.

---

<sup>1</sup> BIANCHI, Ana Maria. Muitos Métodos é o Método: a Respeito do Pluralismo. *Revista de Economia Política*. Vol. 12, nº 2(46), abr-jun 1992. p. 141.

**A Teoria Alternativa da Moeda é a outra face da (teoria da) moeda.** Uma contra-Teoria Quantitativa da Moeda pode ser construída a partir da possível inversão lógica de seus postulados, sempre realizada pelos seus críticos, ao longo dos últimos 200 anos. Contra esta teoria monetária dos preços se ergue uma teoria da fixação dos preços. Esta explica o valor da moeda. Este não é explicado pela quantidade da própria moeda. O nível geral dos preços estabelece o poder de compra da moeda, independentemente de sua quantidade em circulação, que sanciona esse determinado nível. A quantidade de moeda em circulação é estabelecida endogenamente pelas forças do mercado, não sendo possível o total controle exógeno pela autoridade monetária. A moeda importa nas decisões de gastos, mas não é crucial nas decisões de fixação de preços.

Em síntese, num parágrafo, este é o esboço dos postulados fundamentais de uma Teoria Alternativa da Moeda. Tomando emprestadas as palavras de Galbraith: "a vida econômica, como sempre, é uma matriz em que os *resultados* tornam-se *causas*, e as *causas* tornam-se *resultados*"<sup>2</sup>.

A tese defendida em *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda*<sup>3</sup> - origem teórica deste livro - é que é possível elaborar postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, lógica e consistente, a partir das críticas às premissas da Teoria Quantitativa da Moeda, realizadas ao longo de determinado percurso conceitual da história do pensamento econômico<sup>4</sup>.

Por um lado, essa abordagem vai contra a opinião que as instituições monetárias mudaram tanto que hoje temos orfandade teórica. Os institucionalistas acham que o melhor que podemos fazer é *contar histórias*. Este é um método de teorizar que junta fatos, generalizações de baixo nível, teorias de alto nível e julgamentos de valor em uma narrativa *coerente* e, à primeira vista, *convincente*. Porém, *não é falsificável* e, portanto, não passaria pelos critérios para aceitação e rejeição de programas de pesquisa científica, segundo a metodologia popperiana. Esta metodologia de cunho positivista tornou-se praticamente oficial no *mainstream* dos economistas.

Karl Popper adota o *falsificacionismo*: para serem *científicas*, as *teorias* devem ser passíveis de serem *empiricamente falseadas*. Assim, marxismo ou institucionalismo não seriam teorias científicas, pois suas hipóteses baseadas na história não teriam como ser testadas e, eventualmente, provadas falsas. Uma das maiores historiadoras norte-americanas (Barbara Tuchman) disse: "história não é ciência, é uma arte". No seu caso, é arte literária....

<sup>2</sup> GALBRAITH, John K.. *Moeda, de Onde Veio, Para Onde Foi*. SP, Pioneira, 1983 (original de 1975). p. 202.

<sup>3</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda: A Outra Face da (Teoria da) Moeda*. Campinas, Tese para Concurso de Livre Docência no IE-UNICAMP, nov / 1994.

<sup>4</sup> Uma versão reduzida foi apresentada no XXI Encontro Nacional de Economia, promovido pela ANPEC em 1993, e publicada: COSTA, Fernando Nogueira da. Postulados de Uma Teoria Alternativa da Moeda. *Ensaio FEE*. PA, Ano 15, nº 1, 1994. pp. 62-79.

Nesta linha, as *teorias científicas* não são sugeridas pelos  *fatos*. São  *produtos da livre imaginação humana*. O **método teórico-dedutivo** supera, entre os economistas positivistas, o **método histórico-indutivo**.

Depois de formuladas, as teorias devem passar por testes que visem a refutá-las. O *sucesso em testes sucessivos* marca a *qualidade da teoria*, o que não quer dizer que seja *verdadeira*, mas apenas *melhor* que suas concorrentes.

Entre os monetaristas, é hegemônica a *tese da irrelevância das hipóteses*, ou seja, o ponto de vista adotado por Milton Friedman de que *o grau de realismo das hipóteses de uma teoria é irrelevante para sua validade*. De acordo com esse autor, o que resolve as polêmicas é o poder de predição. Assim, não faz sentido discutir *o realismo das hipóteses e/ou dos postulados* (todo axioma é abstrato), mas sim *a aderência estatística dos resultados de previsão*.

Na verdade, é impraticável o *falsificacionismo* na economia. Há a impossibilidade de testes *isolados* de construções teóricas e a falta de ajuste com dados empíricos, ou seja, condições controladas como nos laboratórios.

Popper afirma que a teoria que “*todos os cisnes são brancos*” é falseável por um simples cisne negro. Contra a teoria que prevê que todas as ovelhas são brancas, a *tese Por uma Teoria Alternativa da Moeda* arrebanha todas as *ovelhas negras* egressas da família quantitativista... A *tese é: sempre há alternativa*. Contra o *monismo*, adota o *pluralismo metodológico* derivado da metodologia dos *programas de pesquisa científicos* no sentido de Lakatos.

Um PPC - **programa de pesquisa científica** - é um aglomerado de teorias conectadas que derivam de um *hard core* comum; em outras palavras, um núcleo central ou “rígido” composto das crenças comuns que unem os seguidores de determinado PPC. O *hard core* é rodeado pelo “cinto protetor” de teorias testáveis.

**PPC progressivo** é o termo técnico da metodologia de Lakatos para certo PPC cujas formulações sucessivas explicam todos os fatos que *falsearam* previsões de outro PPC rival. Além disso, faz *a previsão de fatos novos*. **PPC em degeneração** ocorre quando, sem confirmação de previsões, o *núcleo rígido* se mantém somente com emendas. São adotadas hipóteses *ad hoc* (adicionais) para explicar “*causas perturbadoras*”. Revela sinais de fraquejar, na medida que se mantém sem revisão das premissas ou *hard core*.

O PPC da Teoria Alternativa da Moeda, que aqui apresentamos, faz crítica imanente ao PPC da Teoria Quantitativa da Moeda: não só às suas proposições, mas também aos seus fundamentos (axiomas ou postulados). Pela profusão de hipóteses *ad hoc* adotadas, este último constitui um PPC *degenerativo*.

Por exemplo, o **Postulado da Proporcionalidade** entre a expansão monetária e o nível geral de preços, em uma Teoria Quantitativa da Moeda primitiva, durante os séculos XVIII e XIX, supunha que a velocidade de circulação da moeda era constante. Com Fisher, em 1911, avançou para aceitar que a velocidade de circulação refletia certa *mudança secular* em função das mudanças de hábitos e instituições. Como manter essa premissa, ao longo de todo este tempo, se, em período de instabilidade inflacionária, o contínuo aumento de preços provoca volatilidade na demanda por moeda? Por uma Teoria Alternativa da Moeda, adota-se então o *postulado da instabilidade da velocidade de circulação da moeda*.

O **Postulado da Causalidade** defende que a expansão da oferta de moeda estritamente definida (M1) é antecedente (causal) ao aumento de preços. Face à constatação que a inflação provoca *desmonetização* e a estabilização dos preços resulta em *remonetização*, em sentido de determinação inverso, os quantitativistas buscaram a redefinição da oferta de moeda a ser controlada: de M2 para M3, daí para M4... A previsão deduzida de uma Teoria Alternativa da Moeda se sustenta: o crescimento da oferta destas moedas, algumas inclusive “indexadas”, é *efeito* do aumento dos preços, isto é, válida monetariamente essa elevação inflacionária.

O **Postulado da Neutralidade da Moeda** é contrariado pela *ilusão monetária*. Esta é a falha dos agentes econômicos em distinguir entre as magnitudes monetárias ou nominais e as reais, ou entre variação no nível geral dos preços e variação de preços relativos, ou ainda entre o potencialmente observável e a percepção defasada, enfim, receptor “informação não perfeita”. De maneira clara, pelos monetaristas, e envergonhada, pelos novosclássicos, que usam o argumento que a falha surge em função de “ruídos” inesperados no canal de comunicação, *a moeda é assumida como não-neutra apenas em curto prazo*. Esta hipótese *ad hoc* foi adotada para explicar o sucesso inegável, reconhecidamente no curto prazo, de política monetária expansionista de emprego com caráter keynesiano. Na Teoria Alternativa da Moeda, aqui organizada, postula-se que *a moeda é não-neutra*, afetando as decisões em curto e em longo prazo.

Quanto ao **Postulado da Exogeneidade**, a oferta de moeda é considerada *endógena*, para os quantitativistas, somente em caso de *falta de fibra moral* das autoridades monetárias. Na verdade, monetaristas modernos dizem que a oferta de moeda *exógena* não é *o que é* (positivo), mas *o que deveria ser* (normativo). Propõem, inclusive, adoção de regra monetária constitucional, incorrendo no *vício ricardiano* de, sem mediação, ir direto da abstração para a norma. A Teoria Alternativa da Moeda, pelo contrário, assume a *endogeneidade da moeda* entre suas premissas.

No **Postulado da Teoria Monetária dos Preços**, os quantitativistas apontam o *problema da defasagem*: o efeito retardado do crescimento monetário

sobre a inflação. Para Friedman, inclusive em seu último livro – *Money Mischief*<sup>5</sup> – a *defasagem não é nem uniforme*. “O efeito sobre os preços, como sobre a renda e a produção, é distribuído ao longo do tempo, mas chega cerca de 12 a 18 meses mais tarde, de modo que a demora total entre uma alteração no crescimento monetário e uma alteração na taxa da inflação atinge, em média, algo em torno de 2 anos. (...) A curto prazo, que pode ter a duração de 3 a 10 anos, as alterações monetárias afetam primordialmente a produção. Ao longo de décadas, por outro lado, a taxa de crescimento monetário afeta primordialmente os preços” (pp. 54/5).

Qual é a base temporal para se fazer o teste dessa previsão? Só pode ser fruto do arbítrio. O que se pode dizer sobre a capacidade de previsão de uma teoria que, quando é testada, aponta uma relação entre duas variáveis (oferta de moeda e nível geral de preços) “longa e variável”? No mínimo, que não auto-aplica o “falsificacionismo”. A ciência oficial só é popperiana retoricamente, pois sua teoria falseada não é descartada.

Chega-se então à conclusão que a Teoria Quantitativa da Moeda “culpa a realidade”, como se ela não se comportasse bem, por não dar conta dela! Propõe que a *exogeneidade da oferta da moeda é o que deveria ser*. A Teoria Alternativa da Moeda adequa suas hipóteses à dinâmica da realidade. Afirma que a *endogeneidade da oferta de moeda é o que é*.

A proposição de um PPC - **Programa de Pesquisa Científica** - composto de teorias interconectadas que derivam de um *hard core* comum talvez seja o maior avanço de *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda* em relação ao debate delineado. Este *núcleo central ou “rígido”* é composto das crenças comuns – postulados relevantes na medida que são fecundos – que unem os seguidores de uma Teoria Alternativa da Moeda. Este *hard core* é rodeado pelo “cinto protetor” de teorias capazes de fazer previsões testáveis.

Constitui um PPC *progressivo*, na medida em que suas formulações sucessivas explicam todos os fatos que *falsearam* previsões de um PPC rival, o da Teoria Quantitativa da Moeda. Além disso, fazem a *previsão de fatos novos*. Isto é gritante no caso da análise da política monetária convencional. Adverte que fracassará e explica as razões da previsão.

A Teoria Alternativa da Moeda pode ser vista também como um paradigma *emergente* ou *revolucionário*, no sentido de Kuhn. Mas, por sua heterodoxia, não alcança a hegemonia, na área de ensino. Em escolas com pluralismo teórico, porém, seus postulados se mantêm no ambiente do debate.

Professa o *essencialismo*, ponto de vista metodológico que considera a descoberta da essência das coisas como a tarefa central da ciência. A *essência* de uma coisa é definida como aquele elemento ou conjunto de elementos sem o qual a coisa deixaria de existir. Articula-se a Teoria Alternativa da Moeda através dos *fenômenos essenciais* (abstraindo da diversidade os *gerais* ou *permanentes*),

<sup>5</sup> FRIEDMAN, Milton. *Episódios da História Monetária*. RJ, Record, 1994 (original de 1992).



para dar conta da realidade, quando aplicada. Primeiro, se *induz* dos fenômenos essenciais; depois, se *deduz*, para a generalização teórica. Complementa o *método histórico-indutivo* – do concreto ao abstrato – com o *método teórico-dedutivo* – do abstrato ao concreto pensado.

A **metodologia de exposição**, aqui adotada, busca ter caráter essencialmente didático, para se constituir em livro-texto de *Economia Monetária e Financeira com abordagem pluralista*, mas *não-neutra*, útil para a formação de estudantes e reciclagem de profissionais. **São apresentados os principais temas da teoria monetária, de acordo com a ortodoxia e a heterodoxia.** Mas o livro não versa somente sobre *teoria pura*, pois pretende ser, com seus 15 capítulos, um guia para curso completo de 60 horas-aula. Assim, na parte referente à *teoria aplicada*, é examinado o funcionamento das instituições financeiras contemporâneas, sendo ilustrado, principalmente, com o caso brasileiro. Possui, também, parte sobre a *arte da política econômica*, isto é, no caso, a operacionalidade da política monetária, realizada pelo Banco Central do Brasil.

Os temas essenciais de qualquer teoria monetária *pura* são o relacionamento da oferta e da demanda por moeda, através da taxa de juros, e os mecanismos de transmissão dos impactos monetários sobre a produção, o emprego e o nível de preços. Para apresentá-los, sempre com análise comparativa entre a visão do *mainstream* e a ótica alternativa, iniciaremos com os fundamentos das teorias monetárias, em visão geral que antecipa, sinteticamente, o que será exposto com mais detalhe, depois. Após vermos os postulados da Teoria Quantitativa da Moeda e da Teoria Alternativa da Moeda, será discutido, também nesta **primeira parte**, o conceito de dinheiro. Contemplar-se-á tanto as formas de moeda e as funções do dinheiro (*uso da moeda*), quanto sua criação e entrada na economia (*fonte da moeda*).

Na **segunda parte**, a respeito da questão da estabilidade ou instabilidade da demanda por dinheiro, será discutida a polêmica entre os monetaristas e keynesianos. No caso dos pós-keynesianos, a controvérsia gira em torno das teorias da preferência pela liquidez e da taxa de juros. Mas também a determinação da oferta monetária, objeto da **terceira parte**, não escapa de questionamento sobre sua exogeneidade ou endogeneidade, isto é, se é determinada pela autoridade monetária ou pelas forças de mercado.

Os temas de teoria monetária *pura* se encerram com o mecanismo de transmissão monetário, ou seja, os efeitos monetários sobre produto, emprego e inflação. Na **quarta parte**, são vistas as condições para o equilíbrio monetário de acordo com Wicksell e seus discípulos, a relação entre juros monetários de mercado e juros reais naturais, e os mecanismos de transmissão interativos e iterativos. Completa-se com as teorias de inflação moderada, inercial, acelerada e hiperinflação.

A **parte quinta** – Política Monetária – situa-se no plano da *arte da economia*, em que análise de determinada política econômica sempre é necessária ser datada e localizada. Parte do debate sobre se a condução da política monetária deve se pautar pelo controle geral da oferta de moeda como regra para a credibilidade das autoridades monetárias ou pela adoção de política monetária-creditícia de maneira discricionária, fruto do arbítrio da direção do Banco Central. O crédito pode (e deve) ser racionado seletivamente. Debate-se também se a função prioritária do Banco Central é a de controlador monetário ou a de prestador em última instância. A questão de sua independência também é apresentada. No **capítulo 10**, elaborado a partir de capítulo de Tese de Doutorado de Marcos José Rodrigues Torres, orientada por mim, o foco é a operacionalidade da política monetária na realidade brasileira. O conhecimento aprofundado das operações no mercado de reservas bancárias é imprescindível, para entender a formação da taxa de juros no Brasil.

No que se refere à teoria financeira, na **parte sexta**, inicialmente, contempla-se, devido ao seu teor explicativo, a exposição da hipótese da instabilidade financeira, elaborada por Minsky, para explicar o ciclo de crédito, em *economia de endividamento*. Depois, é priorizado o exame do circuito *finance-investimento-poupança-funding*, criticando o conceito de poupança e apresentando como alternativas os conceitos de *finance* e *funding*.

Na **sétima parte**, o sistema financeiro brasileiro é apresentado. A orientação é de acordo com o movimento do circuito de financiamento. Discute-se o fenômeno da desintermediação bancária, para revelar as formas alternativas de financiamento via *securitização*, *factoring*, *leasing*, ou lançamento de ações, debêntures, eurobônus. Em seguida, são vistas as instituições financeiras do sistema financeiro habitacional, o BNDES, e os investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos de investimento). No capítulo sobre bancos no Brasil, mostra-se não só os principais eventos de sua evolução histórica, desde 1964, mas também a crise bancária dos anos 90.

Em época de globalização financeira, o estudo de Economia Monetária e Financeira não poderia deixar de lado o contexto internacional – objeto da **oitava parte**. É dada então explicação mais geral, em nível metodológico mais abstrato, para a seqüência *boom-crash*, que reiteradamente ocorre em *economia de mercado de capitais*. Face aos fenômenos de *bolha* e *ataque especulativo*, apresenta-se hipótese alternativa, para explicar o detonar do *crash*: a *defesa especulativa*. Para compreendê-la, é necessário conhecimento básico sobre o funcionamento das operações no mercado de futuros e derivativos. O passo seguinte é discutir tanto a inflação quanto a deflação de ativos. Por fim, são confrontados o risco sistêmico e o papel do banco central como prestador em última instância, que pode resultar em “risco garantido” (*moral hazard*).

**A principal razão que nos leva a escrever** é buscar uma recuperação da retórica de idéias *aparentemente vencidas*, desconhecidas ou esquecidas. Tomando emprestado uma expressão usada por Keynes com relação a outro assunto, são idéias, importantes e realistas, que viveram uma vida dúbia no submundo econômico. É necessário serem *redescobertas* pelas novas gerações de economistas, incorporadas ao ensino básico, pois constituem um marco teórico consistente. Na busca de pluralismo teórico, vale a pena o esforço de outro passo na luta secular por uma Teoria Alternativa da Moeda.

## NOTAS:

- Agradecemos aos editores das publicações que aqui foram, após revisão, em parte reutilizadas. A medida que isso ocorre, a publicação original está citada em nota de rodapé.
- Agradecemos também aos comentários de Gilberto Tadeu Lima e Simone Silva de Deos e aos gráficos de Helvídio Prisco Ricardo Albuquerque Jr..
- Os *conceitos-chave*, em livros-texto, normalmente listados ao final de cada capítulo em que são apresentados, aqui estão destacados ao longo do texto, seja através de fontes em negrito, seja através de borda envolvendo o parágrafo.
- Alertamos que o *primeiro capítulo*, apesar de seu caráter introdutório, é o mais complexo. Isto porque busca a condensação dos temas de teoria monetária *pura*, que são detalhados nos capítulos em seguida. Optamos por apresentar essa *visão panorâmica*, para dirigir a leitura do que vem adiante. O leitor iniciante no estudo da matéria pode, perfeitamente, adiar sua leitura para depois de ter lido do segundo capítulo ao oitavo.
- Um professor não é provedor de *informações*, mas sim de *entendimento*. Não deve se colocar como especialista na aplicação de *manuals* (livros didáticos) que estabelecem programa rígido de aprendizagem, com meta na lista final de questões, respondidas mecanicamente pelos alunos. Tanto o professor, quanto o manual, devem ser vistos como *facilitadores*, no processo de busca do conhecimento por cada estudante – este sim, o sujeito ativo. O autor considera este livro apenas um ponto-de-partida; por isso, ao final de cada capítulo, não propõe um teste do conhecimento adquirido, mas sim seu aprofundamento através da *leitura adicional recomendada*. O conhecimento é *construído* – o que é diferente de ser simplesmente *assimilado* – pelo leitor.
- Para digerir o saber, é necessário que ele seja devorado com apetite. O conhecimento forçado sufoca a mente. A *arte de ensinar* não é outra senão a arte de despertar a curiosidade pelo *sabor do saber*, para depois satisfazê-la. Só divertindo-nos aprendemos. Por isso, agradecemos o esforço de Pasi Kuoppamäki por ter compilado, em *site* da Internet, as piadas sobre economistas e economia, das quais usamos e... abusamos!

*Fernando Nogueira da Costa*

[fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br)

## **PARTE I**

### **FUNDAMENTOS E CONCEITOS BÁSICOS PARA UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA**

## CAPÍTULO 1

### POSTULADOS DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA <sup>6</sup>

*"Moeda é uma instituição. Como a Igreja, o Estado, o casamento. Ninguém diz que uma instituição faliu porque existe uma 'quantidade excessiva' de instituição. O casamento está em crise, mas não porque existem muitos casamentos. Mesma coisa para a moeda: está em crise, mas não porque existe muita moeda ou porque o Banco Central não é independente, ou por causa do déficit público. Infelizmente, o problema não é tão simples. Instituição não depende de quantidade" (SAYAD. FSP, 23/12/91).*

#### 1.1. Introdução

A história das idéias sobre moeda tende a se concentrar sobre as idéias "bem sucedidas" ou dominantes - o que significa as que aparecem como precursoras da atual ortodoxia monetária. As idéias críticas alternativas são ignoradas ou esquecidas.

Por que a reação contra essas idéias? Porque os autores contra-corrente atacam justamente os sustentáculos da Teoria Quantitativa da Moeda, respaldo da condução ortodoxa da política monetária. Os pontos críticos dessa teoria estão nas suas premissas, que seus defensores acham imediatamente evidentes e as admitem como universalmente verdadeiras sem exigência de demonstração.

O *postulado* é uma proposição não evidente nem demonstrável, que se admite como princípio de um sistema dedutível, de uma operação lógica ou de um sistema de normas práticas. Usa-se também a expressão *axioma* <sup>7</sup>, que é uma proposição que se admite como verdadeira porque dela se podem deduzir as proposições de uma teoria ou de um sistema lógico.

<sup>6</sup> Edição revista e ampliada de: COSTA, Fernando Nogueira da. Postulados de Uma Teoria Alternativa da Moeda. Ensaio FEE. Porto Alegre, (15) 1: 62-79, 1994.

<sup>7</sup>

A **Teoria Quantitativa da Moeda** consiste de um conjunto de proposições interrelacionadas ou postulados que suportam a conclusão de que quando a quantidade de moeda torna-se abundante, seu valor ou poder de compra cai, e conseqüentemente o índice geral de preços das mercadorias eleva-se<sup>8</sup>. Os defensores dessa teoria geralmente postulam suas hipóteses, em vez de demonstrá-las claramente.

Há muito tempo, existem contribuições críticas capazes de conformarem um corpo de doutrina oposta à Teoria Quantitativa da Moeda. Elas têm sido levantadas recorrentemente contra a teoria. Estas críticas nunca são mutuamente exclusivas nem são sempre consistentes entre si. Há alguma sobreposição e algum conflito. Cabe resgatá-las e dar-lhes organicidade, num corpo abrangente e coerente. Há, na teoria monetária, confusão entre correlação e causalidade, causa e efeito, identidade e funcionalidade, o que permite que a simples inversão de argumento constitua, muitas vezes, verdadeiro "ovo-de-Colombo", ou então se caia em dilema "ovo-e-galinha"...

O **Postulado da Proporcionalidade** estabelece que uma dada variação percentual no estoque nominal de moeda resultará em idêntica variação percentual no nível geral dos preços.

Sua crítica implica mostrar que a demanda de encaixe real e sua contrapartida, a velocidade de circulação da moeda, não são estáveis. Assim, não se produz o *efeito saldo real*, que justificaria o gasto do "excesso nominal" de moeda. Deve-se refutar ainda a hipótese dos modelos de equilíbrio da economia a pleno nível de ocupação da capacidade produtiva.

A ligação chave nessa explicação quantitativista é a relação entre a taxa de dispêndio, de um lado, e a discrepância entre o saldo real *efetivo* e o *desejado*, de outro. O *mecanismo de transmissão direto* refere-se ao processo pelo qual o impacto da variação monetária é canalizada para o nível de preços via um efeito antecedente sobre a demanda de bens.

O **Postulado da Causalidade** estabelece que variações monetárias precedem e causam variações no nível de preços.

Nesta relação de causa-e-efeito, a moeda é vista como a *variável ativa* e o nível de preços como a *variável passiva ou dependente*. Sua crítica exige a inversão na direção de causação.

O **Postulado da Neutralidade** estabelece que, exceto para períodos transitórios de ajustamento, *variações monetárias* não exercem influência sobre *variáveis econômicas reais*, p.ex., produto agregado, emprego, preços relativos, etc..

8

HUMPHREY, T. H.. The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates. in CHRYSTAL (ed.). *Monetarism I*. London, Edward Elgar, 1990. **apud** COSTA,

Estas variáveis, argumenta-se, são determinadas por condições não-monetárias básicas como as preferências, a tecnologia, a dotação de recursos, e as taxas de substituição técnica entre fatores de produção. Para criticá-lo, é necessário revelar que a moeda não é simplesmente um "véu", obscurecendo os fenômenos que realmente importam. A crítica abandona a pretensa imparcialidade: *a moeda não é neutra e importa*, nas decisões.

Como corolário da proposição quantitativista que o estoque nominal de moeda é o fator causal independente governante do nível geral dos preços, o **Postulado da Exogeneidade** refere-se à condição requerida desse fator não ser determinado pela demanda.

Se a quantidade de moeda não for uma *variável independente*, mas em vez disso responder passivamente a mudanças antecedentes na demanda por ela, então os teóricos quantitativistas não podem alegar que ela joga o papel ativo iniciante na determinação do nível de preços. Em sua crítica, portanto, mostra-se a *interdependência* entre a oferta e a demanda por moeda.

Deve ser observado que a *neutralidade da moeda* refere-se aos *preços relativos* e não ao *nível geral de preços*.

O **Postulado da Teoria Monetária do Nível dos Preços** estabelece que este nível tende a ser influenciado predominantemente por variações na quantidade da moeda.

A implicação é que esta instabilidade do nível de preços deriva principalmente de distúrbios *monetários* em vez de *causas não-monetárias* originárias no setor real da economia. Contrapõe-se à essa visão mostrando que os preços são formados a partir de custos, inércia ou expectativas. Além disso, os oligopólios levam à oscilação da dispersão dos preços relativos, afetando o índice geral de preços.

É possível elaborar postulados de uma **Teoria Alternativa da Moeda**, lógica e consistente, a partir das críticas às premissas da **Teoria Quantitativa da Moeda**, realizadas ao longo de um determinado percurso conceitual da história do pensamento econômico. Este percurso sai da *Escola Bancária* (Thornton, Tooke, Mill, etc.), passando pela *Escola Sueca* (Wicksell, Myrdal, Lindahl, etc.) e atingindo a *Escola Pós Keynesiana* (Hicks, Kaldor, Davidson, Minsky, Moore, etc.)<sup>9</sup>.

O **objetivo** deste capítulo é expor idéias dessas *Escolas de Pensamento* (através da investigação das obras em teoria monetária de seus principais autores) que contribuíram para a elaboração dos postulados de uma **Teoria Alternativa da Moeda** - postulados da instabilidade da velocidade, da validação, da não-neutralidade, da endogeneidade da moeda, e de uma teoria de fixação dos preços. Busca-se o confronto com os postulados da *teoria*

<sup>9</sup>

Emprega-se aqui as denominações *Escola Bancária* e *Escola Pós Keynesiana* em **latu sensu**, por incluir autores tais como Thornton, e Hicks e Kaldor, respectivamente, no sentido de suas



*hegemônica da moeda (Teoria Quantitativa da Moeda)*, para possibilitar um melhor entendimento sobre o papel da moeda e do crédito na economia contemporânea. À guisa de propiciar uma visão geral do que será detalhado nos próximos capítulos, será realizado um esforço de *síntese* de toda a reflexão.

## 1.2. Postulado da instabilidade da velocidade

Este postulado contesta a Teoria Quantitativa da Moeda que "erroneamente assume a estabilidade na velocidade e em sua contrapartida, a demanda por moeda. De fato, a velocidade é volátil, variável imprevisível, influenciada por expectativas, incerteza e variações no volume de ativos *substitutos da moeda*" <sup>10</sup>. É afetada por mudanças institucionais ou nos comportamentos habituais dos agentes.

O comportamento errático da velocidade torna impossível prever o efeito que uma dada variação monetária terá sobre os preços, *ou vice-versa*, podendo ocorrer variações nos preços sem que ocorram na quantidade de moeda. Variações na velocidade de circulação da moeda - provocadas no curto prazo por variações na taxa de juros e no longo prazo por inovações financeiras - podem atenuar ou acentuar o impacto na *validação* de determinado nível de preços por um dado estoque monetário.

Os fatores que afetam a demanda por dinheiro, interdependente com a oferta de moeda, são também determinantes da sua contrapartida: a velocidade da moeda. Esta não é meramente dependente das condições técnicas e dos hábitos comportamentais - como propõe a teoria quantitativa -, não sendo vista, por uma Teoria Alternativa da Moeda, como uma constante exógena, somente com possibilidade de mudança secular. A velocidade pode variar na medida em que seus determinantes expectacionais são instáveis, inclusive no curto prazo.

A *rapidez de circulação* de cada um dos diferentes componentes do meio circulante depende essencialmente de sua natureza e do estado de confiança, que varia segundo as épocas. A questão se relaciona, essencialmente, a um problema de custo de oportunidade, face a previsões. Esta característica, aplicada aos diferentes meios circulantes, fornece observações diferentes, em função de grau de confiança no emissor do título, perda de juros no caso de encaixe (ou de aplicação precoce), situação "alarmante", risco inerente, etc.. A quantidade de meio circulante não é uma proporção fixa ou estável do conjunto de pagamentos efetuados durante um período dado. Esta questão se coloca a propósito da *proporcionalidade dos preços*, postulada pela teoria quantitativa.

Um bom estado de confiança incita os agentes econômicos pelo menos a estarem prevenidos contra o imprevisto. Quando, pelo contrário, advem-se

um período de desconfiança, a prudência sugere que a perda dos juros resultante da detenção de títulos, durante alguns dias, pode ser negligenciada.

A expressão *rapidez de circulação* considera claramente essas oscilações entre os chamados encaixes de *transação* (circulação ativa da moeda) e de *precaução* ou *especulação* (retenção ociosa da moeda). O encaixe transacional é **a priori** função dos pagamentos correntes. A moeda utilizada para transações é uma variável passiva que se ajusta ao nível do produto e dos preços (como *sancionadora de decisões*), não sofrendo influência direta dos juros. Os outros encaixes dependem da taxa de juros e do estado de confiança. Quando a atividade econômica prospera, a preferência pela liquidez diminui, mas num período de "alarme" ela aumenta fortemente e torna-se insensível ao custo de oportunidade, conseqüentemente, à taxa de juros. Os saldos precaucionais são afetados, no curto prazo, pelo grau de desconfiança na atividade dos negócios .

A demanda por saldos não acompanha, na mesma proporção, as variações no nível de preços. Há duas linhas explicativas, para esse fenômeno. Pela primeira, *para evitar perdas*, surge o desejo de dividir riscos e não ficar com um meio circulante se depreciando. Na segunda, *para buscar lucros*, há o desejo de trocar moeda por mercadorias com o objetivo de beneficiar-se de um crescimento de preços mais tarde.

Não se pode afirmar que os economistas do século passado consideravam a velocidade como constante. A ênfase deles na variabilidade da velocidade de circulação da moeda como função da situação econômica geral revela que o reconhecimento dessa evidência não é mérito inédito da análise econômica keynesiana <sup>11</sup>.

A proposição de que **o montante do meio circulante que está sendo retido varia amplamente, a curto prazo**, eqüivale a renunciar à Teoria Quantitativa da Moeda, no sentido mais estrito de que a elevação do nível geral dos preços é necessariamente determinada pela expansão monetária.

O público escolhe ou "elege" a manutenção de saldos de dinheiro "em caixa". As decisões individuais atrás do comportamento do público, quanto à retenção de saldos líquidos, sugerem a análise dos motivos que estimulam a demanda por dinheiro. A explicação do *encaixe desejado* depende de hipóteses referentes à atitude do público.

Há os *motivos especulativo* e *precaucional*, além do *transacional*, para reter moeda. O motivo especulativo vê moeda e títulos como ativos alternativos, com a posse de títulos sendo dependente de suas taxas de juros. "Esta introdução da taxa de juros na demanda por moeda, onde predominava a variável *transacional* sugerida pela teoria quantitativa, é o principal legado

empírico de Keynes. Uma vez que a taxa de juros é introduzida, não há pressuposição de que a velocidade será constante de período a período" <sup>12</sup>.

Numa situação de *armadilha de liquidez*, quando a taxa de juros está no nível esperado mais baixo, aumenta a demanda por saldos ociosos, ou seja, a demanda por moeda por motivo especulativo, pois se espera que a taxa de juros suba. A velocidade de circulação da moeda é também baixa, reajustando-se passivamente às variações da oferta de moeda. Quando a preferência pela liquidez não é absoluta, a velocidade de circulação da moeda modifica-se de modo correlacionado com a taxa de juros. Numa *estagflação*, enquanto o nível de atividade cai, e o nível geral dos preços cresce, diminui a demanda por saldos ociosos, elevando-se - em conjunto com a taxa de juros - a velocidade de circulação da moeda. Uma queda na oferta de moeda acomoda a menor solicitação monetária, devido à condição estagnada da produção.

A idéia que **as inovações financeiras contribuem para a instabilidade da demanda por moeda** surge de observações empíricas do comportamento errante dessa demanda entre os novos produtos financeiros e os depósitos transferíveis por cheques, principalmente devido às técnicas empresariais de administração de caixa disponível.

Essas inovações alteram a natureza do processo transacional e permitem às firmas economizarem a necessidade de saldos transacionais. Esses aperfeiçoamentos, estimulados tanto por inovações tecnológicas externas (p. ex., em telecomunicação e informatização) quanto por decisões internas às firmas, devem-se aos elevados custos de oportunidade da posse de disponibilidades. O processo é induzido pela pressão do crescimento da taxa de juros. Obviamente, a consideração explícita das inovações financeiras é uma especificação econométrica extremamente difícil, à qual os modelos do *mainstream* renunciam.

Finalmente, é importante frisar que a velocidade de circulação da moeda relaciona-se com a *volição* - ato pelo qual a *vontade* determina a causa última da demanda por moeda -, ao invés de com algo que parece à primeira vista *acidental e arbitrário* como um mero cálculo aritmético sem conteúdo econômico. Focalizando a *volição* na demanda por moeda e não enfatizando os aspectos mecânicos do fluxo circular da moeda, a abordagem na tradição de uma Teoria Alternativa da Moeda supera a da Teoria Quantitativa.

### 1.3. Postulado da validação

Os defensores da doutrina do *real bills*, no século XIX, apontaram que "o canal de influência vai em direção oposta à causalidade da Teoria Quantitativa da Moeda. Por sua argumentação, renda e preços determinam a demanda por moeda, a qual, em compensação, determina a oferta de moeda.

Desde que a oferta monetária é o *resultado* e não a *causa* das variações no gasto, renda e preços, segue-se que as variações monetárias não podem ser a fonte de inflação, deflação ou outro distúrbio econômico. Por isso, a interpretação dos teóricos quantitativistas a respeito de inflação, desequilíbrio do balanço de pagamentos e ciclo de negócios estaria errada. As fontes das rupturas econômicas estariam em causas *reais* (*não monetárias*)" <sup>13</sup>.

A doutrina do *real bills* afirma que os passivos em depósitos nunca são excessivos se bancos restringem seus ativos remunerados aos *títulos reais* - títulos de dívida direta sacados de um credor para um devedor com valor em processo de criação, tendo garantias reais da produção, do consumo ou do patrimônio. O desconto de títulos genuínos comporta em si sua própria limitação. Além disso, faz com que o meio circulante expanda e contraia, *elasticamente*, na medida em que a produção e o comércio se expandam ou se contraíam. Se um banco se limita a este tipo de negócios, não pode, realmente, elevar seus empréstimos por conta própria, porque as mercadorias precisam primeiramente ser *produzidas* e *vendidas*. Também os empréstimos por descontos de títulos comerciais não elevam os *preços já estabelecidos*.

Essa doutrina duvida do *sentido da causalidade*, apontado pelos teóricos quantitativistas, na explicação do valor do dinheiro. Para ela, a alta dos preços deve ser considerada como a *causa* e o crescimento da oferta de moeda como o *efeito*.

A "contra-teoria quantitativa da moeda", portanto, tem a visão que o controle monetário - geral e não seletivo - não é um instrumento poderoso para estabilizar preços. Isto porque a oferta da moeda depende do fluxo de gasto monetário e, então, é um *resultado* e não a *causa* das variações dos preços. Essencialmente, essa teoria é a seguinte: uma vez que, de um lado, as mercadorias podem ser compradas sem o uso da própria moeda (definida estritamente), através do crédito, e, de outro lado, a moeda não precisa tornar-se toda ativa (caso seja entesourada, realmente é inexistente no que concerne à ação direta sobre os preços), o estoque monetário nominal total, sobre o qual a Teoria Quantitativa da Moeda raciocinou, não é o pertinente.

**A oferta de moeda creditícia efetiva-se se por ela houver demanda.** A circulação ativa é dependente da efetivação da renda nominal. A *causalidade* corre do nível de preços para a oferta monetária bancária. As flutuações de preços são devido a *causas não estritamente monetárias*, em vez de serem provocadas por variações na quantidade de moeda. Isto não significa que a prudência bancária não seja requerida; certamente é. Mas qualquer excesso de moeda retorna ao sistema bancário, via o *princípio do refluxo*. Os agentes econômicos ou depositam-na novamente, ou liquidam passivos, ou, se ela estiver depreciando, demandam títulos.

É necessária, em consequência, uma teoria "não estritamente monetária" dos preços, explicando o movimento destes a partir de decisões microeconômicas descoordenadas. A moeda entra na explicação não como *causadora*, mas simplesmente como *sancionadora*.

O *valor do dinheiro* é uma variável dependente, porque seu *poder de compra* depende do preço daquilo pelo qual o dinheiro pode ser trocado. Se os preços estão baixos, o dinheiro compra um montante elevado de outras coisas, tendo grande valor; se os preços estão altos, compra um montante pequeno de outras coisas, tendo pouco valor.

O *valor do dinheiro* comporta-se em razão inversa ao nível geral dos preços: cai quando ele sobe, e sobe quando ele abaixa<sup>14</sup>.

O problema dos preços não é um problema meramente monetário. Pelo contrário, a circulação monetária depende dos preços. Numa Teoria Alternativa da Moeda, a moeda apresenta-se como *validadora* (ou *sancionadora*) social das decisões privadas<sup>15</sup>. Constitui-se na prova de demanda social pelas mercadorias particulares, produzidas, em consequência, com emprego de trabalho *aceito socialmente*. A moeda, portanto, estabelece uma *regra de coerência social*, sinalizando a distribuição de trabalho que atende à necessidade do mercado.

O dinheiro não possui valor próprio<sup>16</sup>. Os preços dos bens e os custos de produção da própria moeda mercadoria (p. ex., o ouro) exercem influência mútua e adquirem seus respectivos valores de troca, precisamente, mediante o processo de troca. Desperdiça-se trabalho, quando se ultrapassa o montante de tempo de trabalho socialmente necessário. O produtor recebe o *valor aceito pelo mercado* daquilo que produz. **Esta idéia está de acordo com o postulado da validação, em que o valor do dinheiro é o seu poder de compra, ou seja, é determinado pelo nível geral dos preços, explicado não pela teoria monetária, mas sim por uma teoria alternativa dos preços.**

No entanto, algumas teorias de *preços administrados* colocam ênfase somente num suposto controle de preços por parte dos trustes e dos cartéis, da avidez dos comerciantes, das reivindicações de aumentos salariais dos sindicatos, dos direitos tarifários, etc. Consideram, freqüentemente, o dinheiro como uma massa amorfa infinitamente elástica ou plástica, que se adapta por si mesma, sem pressionar o nível dos preços, sendo completamente passiva no que diz respeito ao mecanismo de preços, enquanto estes se regulam unicamente por circunstâncias que afetam aos ofertantes das próprias mercadorias. A tal ponto há o hábito de verificar *ex-post* que o sistema de crédito contemporâneo satisfaz a demanda efetiva de meios de troca por parte da sociedade que não se concebe que a posse de moeda pelo comprador influa sobre os preços em termos de sua capacidade de *sancioná-los*, que muda o sentido direcional da influência moeda-preço.

<sup>14</sup> MILL, John Stuart. Princípios de Economia Política. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1848). cap. VIII, p. 51.

<sup>15</sup> MOLLO, Maria L. R.. Estado e Economia: O Papel Monetário do Estado. Estudos Econômicos. SP, USP, jan-abr 1990.

<sup>16</sup>

**O *mark-up* desejado *ex-ante* só é efetivado se o vendedor encontra um comprador com dinheiro, disposto a adquirir o bem ao preço oferecido.**

A crítica é que, ao *explicarem preços por preços*, essas teorias de preços administrados pelos ofertantes caem num raciocínio circular, cuja única fuga possível é, arbitrariamente, utilizar alguma instituição exógena - entre autoridades monetárias, oligopólios, sindicatos, etc. -, que obstaculiza "o livre jogo de mercado". No que diz respeito aos preços dos bens, existe uma relação essencial entre os bens e o dinheiro, que não se pode explicar, satisfatoriamente, sem se referir a este último.

**Segundo um dos postulados da teoria alternativa de moeda, é necessária a moeda sancionadora, para que os aumentos relativos de preços, decididos por oligopólios, se efetivem nominalmente *ex-post*.**

O efeito da expansão da quantidade de moeda em circulação sobre os preços não é explicado satisfatoriamente se não se orienta por uma *teoria dos preços em termos monetários* que exige a *contextualização da decisão de gasto*: quem adquire a oferta de moeda que ingressa, o que decide fazer com ela (gastar ou aplicar), e qual o estado da economia na qual atua essa moeda adicional. Nas palavras do Schumpeter: "embora não haja realmente muito mais sentido em disputar sobre a questão de saber se é a quantidade de dinheiro ou a folha de pagamento acrescida a 'causa' da inflação do que haveria numa pendenga sobre a questão de saber se é a bala ou a intenção do assassino a 'causa' da morte da vítima, ainda há algo a dizer quanto a concentrar-se sobre os mecanismos pelos quais o acréscimo na quantidade de dinheiro torna-se operativo" <sup>17</sup>.

Por um método de desequilíbrio dinâmico, na teoria dos movimentos dos preços, **a moeda sanciona ex-post - não causa - decisões ex-ante de gasto, de aplicação, de formação de estoques e de fixação de preços. As decisões planejadas demandam liquidez a posteriori para serem efetivadas.**

O ponto de partida para abordar o problema das variações no valor da moeda contemporânea pode ser encontrado numa *Teoria Geral dos Preços*, alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda. Quando se abandona esta teoria, a determinação dos preços ocorre fora do modelo, de maneira *exógena*. Supõe-se que devem cobrir os custos, com uma margem de lucro estável. O modelo se converte num *modelo de preços fixos*<sup>18</sup>. No entanto, **os sinais de validação ex post, pelo pagamento em dinheiro, de decisões ex ante ocorrem inclusive num mercado de preços fixos.** A economia não se priva de um meio de ajuste, pelo menos no que se refere ao nível "micro".

**A decisão não-ratificada não se deve a uma escassez macroeconômica de moeda, mas sim a uma pré-condição da circulação ativa da moeda: as decisões de gastos de outros agentes econômicos.**

Trata-se de um confronto entre a decisão de *fixar preços* e a decisão de *gastar*. Se ambos agentes econômicos (vendedores e compradores) decidem *efetivar* a transação de compra-e-venda, não será o estoque nominal de moeda existente que não a sancionará. Dependendo dos termos da negociação - venda a prazo pelo fornecedor, crédito ao consumidor pelas financeiras, desconto e/ou empréstimo de capital de giro pelos bancos comerciais, etc. -, a moeda creditícia se expandirá.

Caso não haja disposição para dar ou para tomar crédito, numa situação de maior retenção ociosa de dinheiro por motivo precaucional ou especulativo, a taxa de juros deve estar relativamente alta. Nesta circunstância, a contrapartida para sancionar as decisões através de pagamentos monetários é a elevação da velocidade de circulação da moeda demandada por motivo transacional.

#### 1.4. Postulado da não-neutralidade

Segundo Humphrey, "keynesianos modernos argumentam que a Teoria Quantitativa da Moeda é inválida porque assume uma tendência automática ao pleno emprego. Se existem recursos desempregados e excesso de capacidade, uma expansão monetária, se afeta a taxa de juros, pode produzir um crescimento no produto mais do que um crescimento nos preços. Variações monetárias podem ter um *efeito permanente*, através das taxas de juros, sobre produto e outras variáveis reais, contrariamente ao *postulado de neutralidade* da Teoria Quantitativa da Moeda"<sup>19</sup>.

Na realidade, nunca se atinge o pleno emprego em todos setores, devido aos *efeitos de estrangulamento intersetorial*. Devido ao encadeamento entre eles, no fornecimento de insumos, um setor com pleno emprego impede que outros alcancem também a plena utilização da capacidade produtiva. Mas, em vez da adoção dessa explicação em termos de *déficit* de oferta agregada, uns teóricos pós-keynesianos apelam para uma explicação alternativa para o desemprego, em termos de *déficit* da demanda agregada, devido à preferência pela liquidez.

A moeda pode ser mais que somente um *véu*, constituindo um *fenômeno real*. A preferência por liquidez leva ao diferimento dos gastos e à não aceitação dos preços desejados. **A moeda é não-neutra, pois afeta as decisões e as motivações.**

Numa Teoria Alternativa da Moeda, os fatores monetários não ativam *diretamente* os gastos: não há *efeito saldo real*, tal como propõe a teoria quantitativa. Na realidade, a causalidade é inversa: a oferta de moeda que responde, sancionando ou não, às decisões de gastos.

Desfazendo-se a relação *direta* entre a quantidade em circulação da moeda e os gastos e preços, cria-se a abordagem através da oferta e demanda agregados, desequilibrados via desajuste de juros. A Teoria Quantitativa da Moeda não possui o atributo da generalidade, devido à sua inaplicabilidade ao *sistema de crédito puro*, com oferta de *moeda creditícia endógena*, criada, na relação bancos-clientes, em reação a esse desajuste entre a *taxa de juros de mercado* e a *taxa de lucro esperada*. Como veremos, em outro capítulo, essa tentativa de reabilitação que Wicksell fez da teoria quantitativa foi, na realidade, sua destruição.

Pela interpretação alternativa, a relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços se produz através do mercado de crédito, pelo aumento ou diminuição da taxa de juros, que ao afetar ao investimento modifica o nível de renda e a demanda, repercutindo nos preços. A relação entre a quantidade de moeda e os preços fica, na argumentação, reduzida a uma reação de tipo secundário (*indireta*), que pode ser compensada por distintas causas. Além disso, é influenciada pelas variações na oferta de mercadorias, como resultado do aumento ou da diminuição do nível de produção.



O *mecanismo de transmissão indireto* refere-se ao processo pelo qual uma variação monetária influencia gastos e preços, *indiretamente*, via seu efeito antecedente sobre a taxa de juros. Por um lado, o *mecanismo indireto* conta com a criação de um diferencial entre a *taxa esperada de lucro* sobre o investimento de capital e a *taxa de juros de mercado* e com um investimento em resposta a este hiato. Por outro, os juros representam, para o formador de preços, custo financeiro e/ou custo de oportunidade na aplicação de capital.

O ponto de partida do investigador econômico deve residir nos planos dos agentes econômicos. Quando, numa economia de mercado descentralizada, existem muitos sujeitos econômicos, há muitos planos distintos em ação. A interdependência estratégica desses planos resulta num futuro incerto. Em certos períodos, as expectativas dos vendedores ou dos compradores não se cumprem ao longo do processo. O desvio entre as expectativas e o curso real dos acontecimentos dá motivo a que se modifiquem os planos dos agentes.

No caso de uma demanda insatisfeita que não pode ser substituída, a única alternativa para o dinheiro não gasto é entesourá-lo ou aplicá-lo, para o futuro. O resultado é o mesmo que o derivado de um aumento da preferência pela liquidez: o vendedor fica com estoques que não desejava conservar; o consumidor fica com dinheiro retido ou aplicado.

**A moeda não é neutra**; sua retenção provoca efeitos danosos do ponto de vista da realização da produção. Produzem bens que não se vendem; os fundos investidos nesses bens se arriscam a perder. Isto significa que o produtor fica com um passivo (ou obrigação) contra o qual não obteve um correspondente retorno monetário, no ativo. Esta dívida passiva não liquidada dos produtores não é assumida voluntariamente, mas a partir de uma *renda esperada não confirmada*.

Qualquer agente econômico nesse estado de "desequilíbrio" de balanço - equilíbrio pensado não como uma trajetória real, mas sim como padrão de referência idealizado - toma medidas para corrigí-lo. Daí a necessidade de uma *análise seqüencial dinâmica* dos efeitos de uma não validação monetária. No caso da Teoria Alternativa da Moeda, delinea-se também o *mecanismo de transmissão indireto*, via taxa de juros, dos fatores monetários aos reais. A idéia é que os bancos afetam as decisões, variando a *liquidez geral* através do movimento da taxa de juros. A capacidade de tomar empréstimos de uma empresa depende de suportar a variação da carga de juros do crédito, face à sua expectativa de rendimento futuro, e oferecer garantia patrimonial para apaziguar o risco do credor.

Crédito bancário adicional é demandado para financiar acréscimos no valor dos estoques e no capital de giro, durante o intervalo entre produção e vendas, ou melhor, entre as *datas dos pagamentos* dos insumos e da mão-de-obra e as *datas de recebimento* das receitas das vendas. Elevações na taxa de salários nominais e nos custos das matérias primas são seguidas por um aumento na quantidade de moeda demandada. Se sancionada por crédito, há

estoque nominal de moeda. Também elevações no volume do produto, mesmo com custos permanecendo estáveis, similarmente, requerem um acréscimo nos empréstimos bancários para financiar o maior valor dos bens em processo (ou em estoques), até que as maiores receitas de vendas cubram o financiamento adicional das necessidades de capital de giro.

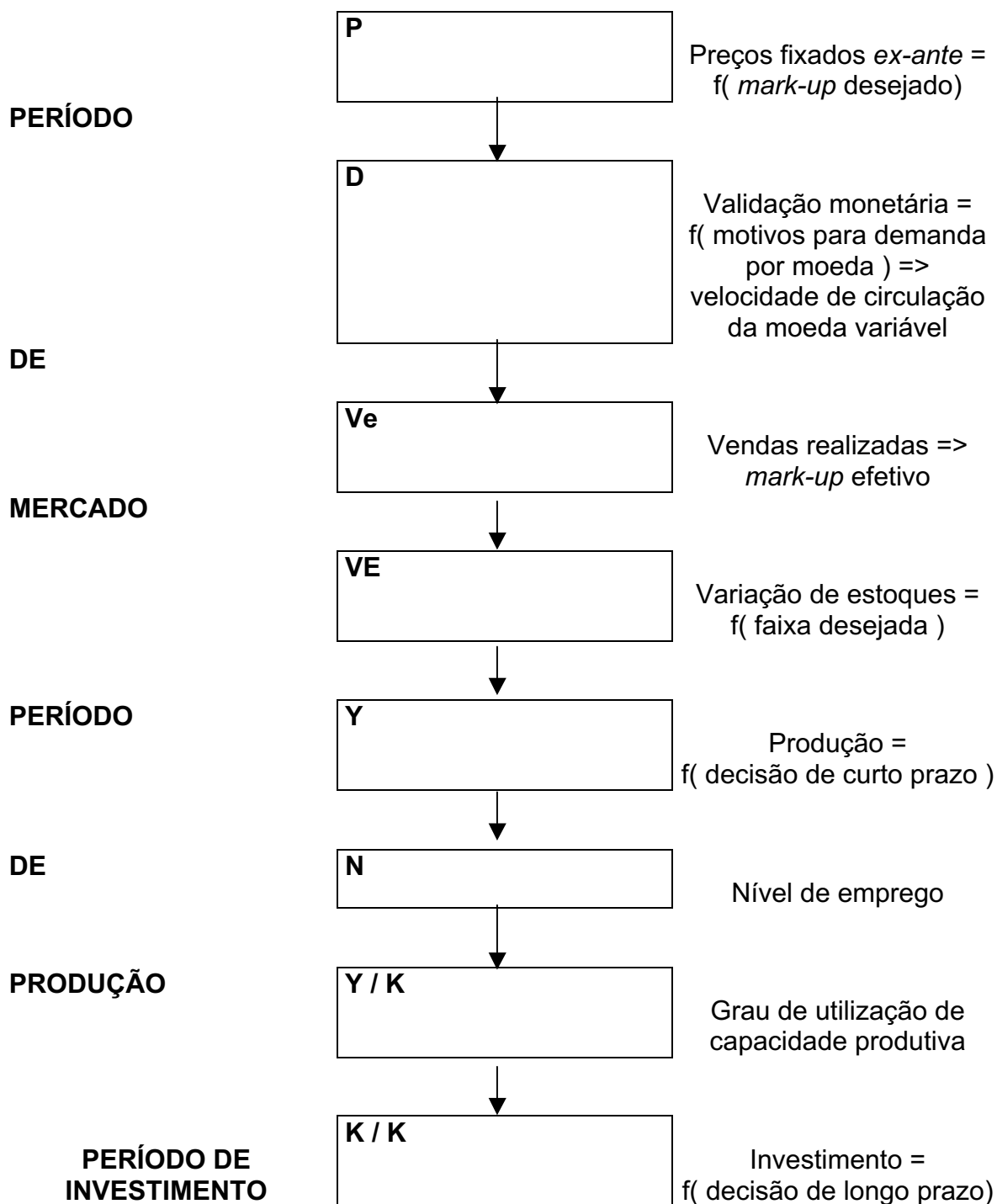
Os bancos fixam a taxa de juros de empréstimos, tendo em conta a taxa básica de juros determinada pelo Banco Central, e então esperam atender à demanda de crédito que resulta. Empréstimos bancários às empresas não-financeiras aumentam proporcionalmente com seus requerimentos de capital-de-giro, no caso de inelasticidade da demanda dos empréstimos aos juros de curto prazo.

Nesse caso, a capacidade das autoridades monetárias restringirem o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras indiretamente, variando a taxa de juros de curto prazo, é limitada. No curto prazo - *período de mercado* -, principalmente numa situação de excesso involuntário de estoques, a demanda de crédito aparece amplamente como insensível às variações dos custos de juros. No médio prazo - *período de produção* -, tal processo, cumulativamente, reverte expectativas, leva à suspensão de decisões de produção, férias coletivas, dispensa de empregados. No longo prazo - *período de investimento* -, o aumento da capacidade ociosa provoca adiamento de decisões de investimento, recessão e desemprego (ver **fluxograma**).

Desde que o Banco Central, consistente com seu papel supremo de dar suporte ao sistema financeiro, intervém e opera para permitir o estoque nominal de moeda acomodar os acréscimos na demanda de crédito bancário, *agregados monetários podem propriamente ser considerados como movendo endogenamente*. Em geral, o Banco Central somente fixa *exogenamente* a taxa de juros de curto prazo - tendo em conta o nível geral dos preços, o nível de emprego, o grau de fragilidade financeira, a relação câmbio-juros, etc. - pela qual estará disposto a oferecer assistência de liquidez. Mas o estoque nominal de moeda, em si próprio, não é uma variável controlada diretamente.

Pode ser argumentado que, *teoricamente*, seria possível para o Banco Central recusar-se a acomodar as pressões expansionistas altistas sobre o estoque nominal de moeda (via crédito bancário), causadas por crescimento dos preços e dos salários. Esta recusa em "sancionar a inflação" via oferta monetária, como será visto, tem limites inclusive políticos, colocados pela forte reação social à maior volatilidade nas taxas de juros e à conseqüente instabilidade econômico-financeira.

## MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA



### 1.5. Postulado da endogeneidade

A chamada doutrina da *necessidade do comércio*, no século XIX, argumentava que, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, a oferta de moeda é uma variável *endógena*, que responde passivamente às mudanças na demanda por ela. Conforme a *doutrina do real bills*, se a moeda somente entra efetivamente em circulação ativa (fora das reservas ou entesouramento) em função das reais necessidades transacionais, representadas por títulos de dívida real (contrapartida de atos de compra-e-venda não fictícios), sua oferta nunca estará em excesso. De acordo com a *lei do refluxo*, também originária da *Banking School*, a moeda, quando não desejada, retornaria para o emissor bancário, seja pelo pagamento de empréstimos do devedor, seja pela aplicação financeira do investidor. Em suma, não haveria mecanismo de transmissão *direto e/ou efeito saldo real*, correndo da moeda para preços.

"Uma implicação dessas doutrinas, aplicadas ao padrão monetário contemporâneo, é que variações monetárias não podem influenciar preços. Sendo determinada pela demanda, o estoque de moeda não pode nem exceder nem cair abaixo da quantidade de moeda demandada. Com a quantidade de moeda ofertada de maneira *interdependente* com a quantidade demandada, nunca uma situação de oferta excessiva ou redundante de moeda creditícia - criada endogenamente através de contrapartidas entre débitos e créditos - pode se desenvolver, para estimular gastos ou forçar preços para cima" <sup>20</sup>.

A moeda creditícia, por causa de sua geral aceitação como um meio de pagamento, é diferente de todos os outros bens. É possível uma analogia entre oferta endógena de moeda bancária e produção sob encomenda <sup>21</sup>. Para todos bens produzidos *para mercado*, uma função de oferta existe independentemente da demanda. Mas para todos os bens produzidos *por contrato*, a oferta depende de "ordens de serviços" contratuais. Neste caso, a quantidade ofertada é sempre necessariamente determinada pela demanda.

A própria emissão primária pelo governo pode ser vista como uma entrada de moeda na economia via contratos. No caso, com o funcionalismo, os empreiteiros de obras públicas, os fornecedores de bens e serviços, etc., *contratados* por concurso e/ou licitação pública. Teoricamente, os contratos seriam realizados após concorrência, para se pagar preços pré-estabelecidos mais baratos. Em outras palavras, essa emissão - em certas circunstâncias - não teria por que *sancionar* preços inflacionados. O problema está na decisão desse gasto público, e não propriamente na emissão monetária.

A entrada líquida de moeda estrangeira, no país, é chamada de *saldo cambial*. O banco central soma os resultados das operações comerciais (exportações menos importações) e financeiras (empréstimos, financiamentos e investimentos em bolsas). A moeda estrangeira recebida pelo país depende

<sup>20</sup> HUMPHREY; op. cit.; p. 47.

<sup>21</sup>

também de contratos realizados entre residentes e não-residentes, com valores estipulados antes do cumprimento. No entanto, quando a moeda vinda do exterior é convertida em moeda nacional e aumenta a quantidade de dinheiro no país, pela teoria quantitativa interpreta-se equivocadamente esse fenômeno como "excesso de dinheiro", que pressiona a inflação. Para evitar que isso aconteça, o banco central vende títulos. Neste caso, aumenta a dívida pública. Na verdade, quando esse aumento é de *liquidez real* - contrapartida de atos de compra-e-venda, que pressupõem a produção de um bem -, não é inflacionário (se não for uma situação de pleno emprego), mas sim uma acomodação da demanda por encaixes reais adicionais, que surge do crescimento da renda dos setores exportadores.

A entrada de dinheiro para operação bursátil ou com títulos financeiros de renda fixa pode ser vista também como estabelecida por uma negociação contratual. Nas operações de open market, p. ex., tratam-se de contratos de dívida indireta, baseada em títulos financeiros com apoio na dívida pública interfinanceira. A simples existência de *liquidez financeira* não determina gastos, seja em consumo, seja em investimento; pelo contrário, estes que implicam em *liquidez real*.

A *liquidez potencial* não é causa direta de inflação - como propõe a "tese do excesso de liquidez" -, por não determinar diretamente a decisão de formação de preços em termos de *mark-up desejado*. A *liquidez financeira* se transforma em *liquidez real* somente quando uma retirada do mercado financeiro *referenda - sanciona* ou *acomoda* - os preços nominais elevados, ou seja, *aceita* o "teste do teto de *mark-up*"<sup>22</sup>.

A moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito administrados por seus "vendedores", ou seja, os bancos. Não se pode ter uma oferta dela independentemente de sua demanda. Os bancos, assim como todos os produtores que são *fixadores de preços (price setters)* e *tomadores de quantidade (quantity takers)*, podem ser vistos como tendo uma função de oferta horizontal no curto prazo, até que, enfim, mudem seus preços. Aí, então, ter-se-ia uma *nova curva* de oferta interdependente com a nova demanda. Juros mais altos não são representados como novos "pontos de equilíbrio" na *mesma curva*.

A moeda creditícia possui uma outra característica diferente das mercadorias. Enquanto os bens e serviços são todos perecíveis no tempo, pelo menos em algum grau, moeda é o único ativo que, embora *perecível* quando não é demandado, é *infinitamente durável* enquanto for demandado. Quando a moeda creditícia não é demandada, contratos de empréstimos serão pagos e a oferta cairá, pela *lei do refluxo*. Mas enquanto for demandada para transações, ou para atender necessidades de liquidez, por motivo precaucional ou especulativo, a moeda é *infinitamente durável*.

<sup>22</sup>

COSTA, Fernando Nogueira da. Relação Gasto-Liquidez (As Três Tríades). *Ensaio de Economia Monetária*. SP, Bional-Educ, 1992. Cap. 1, p. 42/3. **tb.** ZINI, Álvaro. Moeda Indexada

É importante reafirmar que o *significado da endogeneidade da moeda* não é no sentido de que os bancos centrais são impotentes, ou passivos, ou devem necessariamente acomodar a criação de moeda pelos bancos comerciais, mas mais exatamente que simplesmente seu instrumento de controle monetário é o *preço* e não a *quantidade* de moeda<sup>23</sup>.

Em outras palavras, as autoridades monetárias influenciam as decisões dos agentes econômicos via política de taxas de juros, um mecanismo de transmissão *indireto* dos fatores monetários aos reais. **Quando se fixa a taxa de juros, não há como a quantidade de moeda não ficar endógena, com sua oferta sujeita à demanda dos agentes econômicos, que aceitam pagar aquela taxa de juros.**

Na teoria da *endogeneidade da moeda*, argumenta-se que não há a alternativa de restringir *diretamente* a oferta de moeda, a uma dada taxa de juros. A real opção (*ex-ante*) de política monetária é oferecer reservas a uma taxa de juros, discricionariamente elevada, que racione, *indiretamente*, a disponibilidade de reservas. Aí a fixação da taxa de juros é *causa*; o controle de reservas é *consequência*.

É necessário ver as variáveis econômicas no tempo, e não num modelo estático-comparativo. De maneira estilizada, sequencial, a oferta de moeda-creditícia é efetivamente aumentada quando há demanda de crédito àquela dada taxa de juros. A criação de moeda - depósitos - pelo empréstimo precede temporalmente a captação de reservas. O banco cobra uma *taxa de empréstimo* com um *spread* desejado acima da *taxa de captação* do mercado, o que lhe dá expectativa de conseguir pagar o suficiente para adquirir o "dinheiro comprado", para constituir reserva do empréstimo.

A relação entre a taxa de *redesconto* e a de *mercado* é fundamental para a decisão do banco a respeito se recorre ao mercado a varejo, ao atacado, ao interbancário ou ao Banco Central. Se este eleva, *exogenamente*, a taxa de desconto acima da taxa de empréstimo, esta tende posteriormente a reagir. Esta posterior alta pode desestimular a demanda de crédito, na medida em que a relação entre o custo de serviço da dívida e o rendimento esperado induzir uma expectativa de aumento da *fragilidade financeira* do agente demandante. O risco do credor e o do tomador (prudência no endividamento face ao ganho esperado) serão reavaliados. A resultante poderá ser não o refinanciamento, mas a liquidação do empréstimo e a anulação da moeda-creditícia.

Nessa sequência dinâmica, explica-se as decisões cruciais dos agentes econômicos em termos de relações entre *preços básicos* (juros, preços finais, câmbio, tarifas, etc.) e não entre *quantidades*, como num modelo de equilíbrio geral.

Desaparece a política dita "monetarista" (com meta de controle de algum agregado monetário), para reaparecer uma política monetária realista,

com seus limites definidos. O banco central tem o poder de influenciar as taxas de juros, o que lhe permite – dentro de certos limites - moldar a demanda por moeda na direção desejada.

A *endogeneidade da moeda* compreende também a *administração de passivos* pelos bancos, como uma forma de captação via criação de "quase-moeda", quando as reservas não estão disponíveis no redesconto a custo compensador. A vantagem para o banco é captar no mercado, com uma relação custo/benefício favorável, via um passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no banco central, que significa custo não remunerado. Para o público não-bancário, a vantagem é dispor de um ativo facilmente transformável de *recebedor de juros em transferível por cheque*. Esta conciliação de interesses entre banco e cliente justifica a *inovação financeira* fora da regulação do banco central.

Na prática diária, a *determinação do nível da taxa de juros de mercado* é tarefa relativamente simples: o nível é estabelecido pela intervenção do banco central no mercado monetário, regulando o desejo do mercado por dinheiro *indiretamente*. Na medida em que as autoridades monetárias realmente fixam taxa de juros no curto prazo, então o estoque de moeda torna-se uma *variável endógena*, embora várias análises acadêmicas da determinação da taxa de juros assumam que as autoridades monetárias fixam *exogenamente* o nível do estoque monetário.

Dada a extremamente inelástica demanda por reservas, qualquer tentativa das Autoridades Monetárias determinarem o nível de curto prazo da quantidade de reservas, em vez do nível da taxa de juros, provocará drásticas variações de curto prazo nas flutuações das taxas de juros. Exemplos práticos mostram que é inconsistente e não é sustentável uma política que busca a estabilidade monetária apertando *quantitativamente* o controle monetário. Ocorre a indesejada volatilidade nas taxas de juros de curto prazo de acordo com as variações, ocorridas a cada momento, do saldo líquido entre saídas e entradas de caixa, no sistema bancário. Dificulta, extremamente, o estabelecimento de uma referência para a taxa de juros, nos contratos financeiros.

## 1.6. Postulado de uma teoria de fixação dos preços

"Um grande número de críticos, tanto modernos quanto antigos, têm sustentado que, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, uma injeção monetária não pode sempre ser considerada como indo estimular gastos e elevar preços. Uma expansão monetária pode ser não efetiva por três razões decisivas. Primeira, a nova moeda pode ser simplesmente absorvida em reservas ociosas. Segunda, o gasto pode ser insensível a juros, i.e, não responder a variações nas taxas de juros induzidas por expansão monetária. Terceira, como previamente mencionado, o estoque monetário pode ser determinado pela demanda, em cujo situação não pode haver excesso de oferta de moeda que transborda sobre o mercado de mercadorias sob forma de um excesso de demanda de bens" <sup>24</sup>.

Se a Teoria Quantitativa da Moeda não é válida, há necessidade de apresentar uma *teoria de preços alternativa*. **A causa do aumento dos preços não é colocada na pressão de demanda no mercado, mas sim no âmbito da decisão dos líderes na formação de preços de oferta.** Sua referência está nos *custos*, na *inércia* ou nas *expectativas*. Relaciona-se com seu poder na estrutura de mercado, com sua liquidez e com a elasticidade da demanda de seu produto.

A fundamentação microeconômica pós-keynesiana se caracteriza pela aplicação generalizada dos *princípios da incerteza* e da *teoria do oligopólio* à análise da formação dos preços <sup>25</sup>. Os ajustes macroeconômicos típicos de uma economia capitalista não afetam as empresas oligopolistas primordialmente por meio dos *preços* de seus produtos, mas sim mediante variações nas *quantidades* demandadas. Em condições de concorrência oligopólica, a incerteza da empresa acerca de seu nível de vendas afeta fundamentalmente o processo de investimento e de formação de preços.

As empresas não-financeiras oligopolistas estabelecem um preço ou uma margem de lucro sobre os custos unitários de produção, que se mantém apesar de alterações na demanda. Como visto, a empresa absorve estas variações por meio de ajuste de estoques ou de utilização da capacidade produtiva. Por isto, deve manter estoques ou capacidade ociosa para responder a elevações na demanda de seus produtos. Quando é muito custoso mantê-los, o ajuste pode dar-se - até certo limite - por meio de alterações na data de entrega dos pedidos.

Todas essas situações se caracterizam por uma certa *rigidez dos preços* ou das margens de lucro (*mark-up*) diante de alterações na demanda. Por isto, Hicks os denominou de *mercados de preço fixo*. Estes mercados não se ajustam fundamentalmente via *preços*, mas sim via *quantidades*, embora tanto os preços quanto as margens de lucro possam se reajustar em condições de liquidez particulares. Contrapõem-se aos *mercados de preços*

<sup>24</sup> HUMPHREY; op. cit.; p. 48.

<sup>25</sup>



*flexíveis*. Em ambos casos, as alterações nos preços estão sujeitas a ajustes nos estoques, que dependem de fatores diferentes do simples equilíbrio de curto prazo entre a oferta e a demanda.

A característica fundamental desses mercados oligopólicos é a fixação dos preços com base numa margem de lucro sobre os custos unitários de produção (mão de obra e matérias primas). Estas margens estão sujeitas a variações cíclicas. A análise teórica conduziu à identificação de dois de seus determinantes fundamentais: as condições de concorrência e a demanda de fundos de investimento. Além desses, podem apresentar-se condições particulares, associadas com a luta sindical, a regulação governamental, etc..

De acordo com Sylos-Labini <sup>26</sup>, a margem de lucro está determinada basicamente pelo desejo das empresas de impedir a entrada de novos competidores no mercado. Ele não tem em conta a demanda de fundos de investimento da empresa não-financeira e sua relação com a margem de lucro. Steindl <sup>27</sup> mostra a interação destes dois fatores num contexto dinâmico e a relação que se estabelece entre eles como reflexo do caráter dos lucros como fundos de acumulação. As análises dos determinantes da margem de lucro, particularmente de Okun, Eichner, Harcourt, Kenyon e Wood <sup>28</sup>, mostram como se determinam os preços, num contexto dinâmico, para proporcionar, no longo prazo, fundos internos de acumulação adequados. Deve-se destacar que, num mercado financeiro, não são comparáveis os fundos *internos* e *externos* disponíveis para uma empresa não-financeira, pois são substitutos imperfeitos. Tanto do ponto de vista do credor como do devedor existe um *risco crescente* à medida que se incrementa o grau de endividamento. O *autofinanciamento* desempenha o papel fundamental em todo processo de investimento.

Portanto, empresas líderes na formação de preços, graças aos seus poderes de mercado, respondem às variações ocorridas nas condições da demanda agregada de uma maneira muito distinta da esperada pela teoria tradicional. O que se requer, obviamente, é *uma teoria alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda* que explique porque os preços das empresas oligopólicas aumentam com frequência ao longo do tempo de maneira quase insensível às condições da demanda agregada.

<sup>26</sup> SYLOS-LABINI, Paolo. Oligopólio e Progresso Técnico. SP, Abril Cultural, 1984 (original de 1961). Cap. II.

<sup>27</sup> STEINDL, Joseph, Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1952).

<sup>28</sup> OKUN, Arthur M. Inflation: Its Mechanics and Welfare Costs. Brooking Papers on Economic Activity. n 2, 1975. WOOD, Adrian. Uma Teoria dos Lucros. RJ, Paz e Terra, 1980 (original de 1975). EICHNER, Alfred. Una Teoría de la Determinación del Margen de Ganancia en el Oligopolio. Economic Journal. Vol. 83, n 332, dez/1973. HARCOURT, G. C. & KENYON, P.. La

A Teoria Quantitativa da Moeda defende que apenas através do *gasto de moeda*, via um *efeito saldo real* antecedente sobre a demanda de bens, ocorre uma *variação no nível geral dos preços*. Isto acontece quando há um desequilíbrio entre o total da demanda monetária por bens e a oferta de todos bens contra dinheiro.

Essa *teoria monetária dos preços* não se refere aos *preços relativos*. Estes podem ser afetados diretamente por empresas com poder de mercado diferenciado; porém, segundo interpretação de Wicksell, esses monopólios ou oligopólios - sob o risco de redução da demanda a longo prazo - tratam de obter seus lucros reduzindo os custos fixos, fazendo os preços abaixarem ao invés de subirem. O relativo barateamento de certo grupo de mercadorias, devido a melhores condições de produção (aumento de produtividade), não ocasiona um descenso equivalente em seu preço em moeda (*preço absoluto*), mas simplesmente não acompanha (caso ocorra) um aumento dos preços em todas mercadorias.

No entanto, os oligopólios conseguem proteger suas margens de lucro diante da retração da demanda. Para compensar a queda da produção e vendas, com conseqüente aumento do custo fixo unitário, a empresa corta os custos variáveis e aumenta os preços, mantendo assim a massa de lucros. Esse comportamento de aumento de preços acima do índice geral de preços acumulado só é possível em função do poder de manipulação de mercado dos oligopólios. Devido à competição, o setor competitivo não é capaz de elevar seus preços na mesma dimensão que o oligopolista, o que conduz a uma deterioração dos seus *preços relativos*.

Uma teoria da fixação dos preços, alternativa àquela teoria monetária dos preços, contra-argumenta que variações não-monetárias induzidas nos preços de algumas mercadorias não são contrabalançadas por mudanças opostas nos preços de outras. Dessa maneira, **a alteração de preços relativos pelos oligopólios afeta a média ponderada do índice geral de preços.**

A Teoria Quantitativa da Moeda argumenta que, caso ocorra uma redução significativa da quantidade de moeda, para manter o mesmo nível de produção e emprego que havia quando a quantidade de moeda era maior, é necessário obter uma redução generalizada dos preços básicos (preços dos bens, salários, câmbio, juros, tarifas, etc.). Se todos esses preços diminuíssem na mesma proporção, os valores relativos não se alterariam, e a quantidade de moeda tornar-se-ia suficiente para atender a atividade econômica.

O problema é que, numa economia de mercado *não-coordenada*, com poderes de mercado diferenciados, não há garantia de que todos vão participar igualmente do processo. Portanto, ninguém toma a iniciativa de reduzir seu preço, sob o risco de não ser acompanhado por outros e ter sua margem de lucro esmagada. "A dificuldade de resolver o problema de coordenação numa economia capitalista faz com que os preços e os salários tornem-se relativamente inflexíveis para baixo; ou seja, os preços e os salários só declinam em termos nominais quando a economia entra em depressão

econômica" <sup>29</sup>. Sem a "solução espontânea" de diminuir preços, a depressão só pode ser evitada se se elevar a quantidade de moeda ou se a velocidade de circulação da moeda aumentar.

Com inflação, basta deixar de aumentar um preço por algum tempo para ocorrer sua redução relativamente aos demais. Conseqüentemente, a disposição para aceitar reduções nominais de preços é ainda menor. No caso de algum agente econômico tentar elevar seu preço relativamente, com reação dos outros agentes, as mudanças de preços relativos se transformam em fator de pressão inflacionária.

Numa economia com *rigidez de preços nominais* (para baixo), qualquer *alteração de preços relativos* só poderá ocorrer com uma *elevação do nível médio de preços*, ou seja, com *inflação*. Se esta inflação requerida para alteração de preços relativos não for *sancionada* por uma política de acomodação passiva da quantidade de moeda, haverá *depressão*.

O *nível geral dos preços* é uma média ponderada de um conjunto de preços (p. ex., dos produtos da cesta básica de consumo das famílias em certa faixa de renda). Sua evolução depende da variação dos diferentes preços. Se estes evoluem diferenciadamente no tempo (com atrasos ou defasagens), os *preços relativos* se dispersam, elevando seu espectro e provocando aumento dessa média.

Teóricos da *inflação inercial* distinguem diferentes fatores que atuam sobre o crescimento persistente dos preços <sup>30</sup>. *Fatores aceleradores* da inflação (aumento da margem de lucros ou de salários acima da produtividade) estão ligados a *variações de preços relativos* que iniciam o processo. *Fatores mantenedores* do patamar de inflação - a capacidade dos agentes econômicos repassarem seus aumentos de custos para os preços ou a tentativa generalizada e incompatível de *recompôr o pico anterior de renda real* no momento de cada reajuste periódico de preço - alimentam-se através do conflito distributivo. *Fatores sancionadores* da elevação dos preços referem-se particularmente ao *aumento da quantidade nominal da moeda*. A expansão monetária simplesmente acompanha a inflação, transformando-se em uma *variável endógena* do sistema. Na medida em que é um *fator sancionador* da inflação, o aumento da quantidade de moeda assume, para os teóricos inercialistas (numa postura crítica à Teoria Quantitativa da Moeda), o caráter mais de *conseqüência* do que de *causa* da inflação. Na *inflação inercial*, a moeda permanece passiva, com sua quantidade aumentando junto com a alta geral dos preços.

É importante acentuar que a taxa de juros básica, fixada *exogenamente* pelo Banco Central (por decisão de política econômica), é forte referência para a formação dos preços. Não só porque atinge o *custo financeiro* das empresas endividadas, mas também porque é parâmetro para o *juro mercantil* cobrado numa venda a prazo. Nesta *formação do preço a prazo*, o empresário leva em

<sup>29</sup>  
<sup>30</sup>

LOPES, Francisco. *O Desafio da Hiperinflação*. RJ, Campus, 1989. p. 30.

conta a alternativa de vender à vista e aplicar os recursos derivados da realização dessa venda no mercado financeiro. Não seria racional, na busca de maximização de lucro, cobrar menos de juro mercantil e obter uma receita operacional menor do que poderia receber de receita financeira. Evidentemente, a possibilidade de alcançar esse *mark-up desejado* depende de poder de mercado, nível dos estoques, posição de liquidez da empresa, para manter o preço estabelecido, até que o *mark-up* seja *efetivado*.

É necessário adequar os *modelos de fixação de preços* às circunstâncias de estabilidade ou instabilidade. Na primeira situação, um *modelo de preços normais* supõe que as ações são consistentes ou coerentes entre si, via contratos. Com a hipótese de *mark-up fixo*, teoriza a *inflação inercial ou estável*. No segundo caso, num *modelo de preços anormais*, as ações tornam-se inconsistentes e/ou descoordenadas, devido a rupturas de contratos. O *mark-up* torna-se *flexível*, produzindo uma *inflação acelerada ou instável*.

Por fim, cabe o alerta que uma *teoria alternativa dos preços* consiste numa fundamentação *microeconômica*, para uma *teoria da inflação*, mas não se equivale à esta. Uma teoria da inflação pertence ao plano da *teoria aplicada*, levando em conta a institucionalidade vigente, como explicação para o processo generalizado de remarcação de preços. Dá uma fundamentação *macroeconômica*, na análise desse processo.

Em um processo inflacionário, com perda da confiança na *moeda nacional* como unidade de conta, constitui uma ação racional (ao nível microeconômico) substituí-la por alguma outra instituição, como um *indexador* ou, mesmo, uma *moeda estrangeira*. A indexação procura inibir qualquer alteração de preços relativos, quando tenta relacionar automaticamente cada preço ao índice geral de preços. Se todos os preços variarem proporcionalmente à sua média ponderada, a relação entre todos permanecerá fixa. Quando ocorrem alterações dos preços relativos, há aumento permanente da taxa de inflação. Na ausência dessas mudanças, a inflação parece estabilizar-se em um patamar.

"As modificações da estrutura dos preços relativos produzem dois efeitos: o período de estabilidade de um preço - mas de deterioração de sua posição relativa - diminui; a indexação tende a se generalizar e, com o questionamento acerca da confiabilidade dos índices, novos índices aparecem, cuja função é a de refletir melhor, e sobretudo mais rapidamente, a evolução da inflação" <sup>31</sup>.

Assim, gradativamente, à medida do ritmo inflacionário, verifica-se um **processo de substituição de indexadores**:

1. **indexador *ex-post***: em função do custo, para manter a margem de lucro histórica;
2. **indexador *inercial***: em função do índice geral de preços, para reposição das perdas passadas;
3. **indexador *aceleracionista***: em função de um índice de preço-guia, para acompanhar a liderança de preços;
4. **indexador *ex-ante***: em função da expectativa de inflação, para reposição futura dos estoques e formação do preço a prazo;
5. **indexador *instantâneo***: em função do dólar paralelo, para evitar defasagens.

Numa economia indexada, há distintos setores em que cada qual utiliza-se de um desses indexadores, para fixar seus preços, o que eleva a dispersão de preços relativos. O resultado desse **processo de fixação de preços** é que, além da *margem de lucro* sobre custos históricos, os oligopólios incorporam uma *margem de segurança*, para cobrir o risco de erro na antecipação de custos esperados, numa espécie de *indexação ex-ante*. Esta antecipação da inflação esperada constitui um processo cumulativo (um "círculo vicioso") com reflexo na inflação prevista. Outra forma de minimizar o risco crescente de defasagem é abandonar a expressão do preço em moeda nacional e fixá-lo em dólar. Observa-se então um **processo de dolarização dos preços**.

Daí a necessidade da **âncora**, elemento coordenador dos preços, que proporciona certa previsibilidade para aumentos futuros. Com os preços cotados numa nova "moeda" (ancorada ou lastreada em câmbio fixo), são reduzidas as chamadas variações de preços relativos, possibilitando um alinhamento mais rápido, de acordo com os preços internacionais. Mas este tema pertence ao campo das implicações práticas da aplicação de uma Teoria Alternativa da Moeda.

### Leitura Adicional Recomendada:

HUMPHREY, T. H.. The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolutions and Role in Policy Debates. [Economic Review. May/June 1974. **tb.** in CHRYSTAL, K. Alec (ed.). Monetarism I. London, Edward Elgar, 1990.] in COSTA, Fernando N.. Introdução e Tradução. Texto Didático de Economia Monetária. Campinas, IE-UNICAMP, jun/1992.

**Comentário:** É um *survey* da história do pensamento econômico, na tradição da Teoria Quantitativa da Moeda. Humphrey prefere seguir uma exposição cronológica por *escolas* do que por exame detalhado de cada *tema* relevante, para as diversas teorias monetárias, destacando as diferentes maneiras de pensá-lo.

FRIEDMAN, M. (Quantity Theory of Money). in EATWELL, J., MILGATE, M & NEWMAN, P. (ed.). The New Palgrave: Money. UK, Macmillan, 1990.

**Comentário:** Nessa obra enciclopédica de tradição secular, Friedman reapresenta a Teoria Quantitativa da Moeda – num verbete com cerca de 40 páginas – sob o ponto-de-vista *monetarista*.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Fundamentos da Escola Pós-keynesiana: A Teoria de uma Economia Monetária. in AMADEO, E. (org.). Ensaio sobre Economia Política Moderna: Teoria e História do Pensamento Econômico. RJ, Marco Zero, 1989, pp. 179-194.

**Comentário:** São apresentados os axiomas da economia monetária, que dão os fundamentos da macroeconomia pós-keynesiana: axioma da produção, da decisão, da inexistência de pré-conciliação, da irreversibilidade do tempo e da incerteza, das propriedades da moeda.

COSTA, F. N.. Por uma Teoria Alternativa da Moeda: a outra face (da teoria) da moeda. Campinas, Tese para Livre-Docência no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP, 1994.

**Comentário:** Tese inspiradora deste livro, com sua apresentação realizada por *escolas* – bancária, sueca e pós-keynesiana – e não por *temas*, como é feito aqui.

**Resumo:**

POSTULADOS DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA VERSUS  
POSTULADOS DA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA ATRAVÉS DA  
EQUAÇÃO DE TROCAS

1. A *Equação das Trocas* representa a natureza dual de todas as transações em que o valor total dos bens vendidos é igual à despesa monetária para sua aquisição, ou seja, a quantidade vendida ou o rendimento monetário dos vendedores é idêntica à quantidade comprada ou a quantia gasta pelos compradores.
2. Para essa *tautologia* ser considerada uma *explicação*, expressando uma relação de comportamento que permite previsões, a *identidade sem relação causal* deve ser sujeita a certas hipóteses levantadas tendo como referência os postulados da Teoria Quantitativa da Moeda ou de uma Teoria Alternativa da Moeda.
3. A mais conhecida variante da Equação de Trocas é a expressa por Irving Fisher (1911) -  $M \cdot V = P \cdot T$  - representa uma simples identidade contábil para uma economia monetária: relaciona o *fluxo circular da moeda* (lado esquerdo), numa dada economia, durante um específico período, ao *fluxo circular de bens* (lado direito).
4. Pode-se destacar as variáveis *nível geral de preços* e *preços relativos*:

$M^n \cdot V = P_1 \cdot \sum_i P_i / P_1 \cdot Q_i$  onde  $M^n$  é a oferta de moeda nominal;  $V$  é a velocidade de circulação da moeda;  $P_1$  é o nível geral de preços (preço absoluto ou monetário);  $P_i / P_1$  são os preços relativos em termos da moeda mercadoria (bem 1);  $Q_i$  é a quantidade de transações.

para que  $M^n$  determine unicamente  $P_1$  são necessários:

para que  $PQ$  (necessidades econômicas) determine  $M^n$  (quando esta está endógena e  $V$  está estável) são necessários:

POSTULADOS DA TQM:	POSTULADOS DA TAM:
<p><b>Postulado da Proporcionalidade:</b>  <math>P_1 = f(M_n^s) \Rightarrow V \text{ constante e } M^d / P_1 = Q \text{ dado} \Rightarrow</math> demanda por moeda transacional = <math>f(\text{padrão de gastos para atender necessidades básicas}) \times f(J)</math>: não se influencia pela taxa de juros</p>	<p><b>Postulado da Velocidade Variável:</b>  <math>M_n^s = k P Y</math> onde <math>k = f(\text{decisão do agente econômico em ativar moeda ociosa ou fazer inovações financeiras}) \Rightarrow</math> instabilidade de <math>V = f(\text{acomodação de } M_n^s \text{ às variações de } P Y) = f(J)</math></p>
<p><b>Postulado da Causalidade:</b>  <math>(+) M_n^s \Rightarrow (+) P_1</math> com <math>M_r^d = Q \text{ dada} \Rightarrow</math> quantidade real de moeda = quantidade em termos de volume de bens e serviços <math>\Rightarrow</math> efeito saldo real = <math>f(M_n^s &gt; M_r^d) =</math> oferta excedentária</p>	<p><b>Postulado da Validação:</b>  <math>(+) P_1 = f(\text{validação via } M_n^s) \Rightarrow</math> mark-up efetivo = <math>f(\text{decisão de gasto vs. preferência pela liquidez de outro agente}) \Rightarrow</math> variação de <math>P_1 \Rightarrow</math> variações em <math>M_r^d =</math> desmonetização ou remonetização</p>
<p><b>Postulado da Neutralidade da Moeda:</b>  <math>(+) M_n^s</math> não determina <math>(+) Q_i</math> a longo prazo; moeda não-neutra a curto prazo = <math>f(\text{ilusão monetária e/ou oferta monetária inesperada})</math></p>	<p><b>Postulado da Não-neutralidade da Moeda:</b> mecanismo de transmissão indireto: <math>(+) M_n^s \rightarrow (-) J_m \rightarrow (+) Q_i = f(\text{expectativas})</math> ou mecanismo de transmissão direto: diferimento de gastos = retenção de moeda inativa: <math>(-) M_n^s</math> ativa</p>
<p><b>Postulado da Exogeneidade da Oferta da Moeda:</b> variações da <math>M_n^s</math> X variações da <math>M_r^d = f(\text{fatores determinantes independentes})</math>: <math>M_n^s = f(\text{reserva de ouro, reserva cambial, autoridade monetária}) \times M_r^d = f(\text{taxa de inflação, renda permanente, rendimentos de outros ativos, capital humano, atributo da liquidez}) \Rightarrow</math> variação de <math>M_n^s</math> perturba equilíbrio pré-existente.</p>	<p><b>Postulado da Endogeneidade da Oferta da Moeda:</b> variações da <math>M_c^d \Rightarrow</math> variações da <math>M_c^s</math>: demanda de crédito efetiva oferta de crédito via contratação = <math>f(\text{risco do credor / risco do devedor}) \Rightarrow</math> não há oferta de moeda efetivamente em circulação sem haver demanda por moeda <math>\Rightarrow M_c^d</math> e <math>M_c^s</math> interdependentes = <math>f(\text{relação de débito e crédito})</math></p>
<p><b>Postulado de uma Teoria Monetária dos Preços:</b> <math>(+) M_n^s</math> não determina variações de <math>P_i / P_1</math> a longo prazo <math>\Rightarrow</math> somente determina variação no <math>P_1</math></p>	<p><b>Postulado de uma Teoria de Fixação de Preços:</b> variações de mark-up <math>\Rightarrow</math> dispersão de <math>P_i / P_1</math> (com preços rígidos para baixo) <math>\Rightarrow</math> variações do <math>P_1</math> se variações na <math>M_n^d</math> são sancionadas por variações na <math>M_n^s</math></p>



## Apêndice

### Controvérsias Monetárias do Século XIX

Para concluir este capítulo, é útil um breve esquema - baseado em Humphrey<sup>32</sup> - dos argumentos contra a Teoria Quantitativa da Moeda, usados nas controvérsias monetárias do século XIX.

A controvérsia "bulhionista" é a denominação convencional para as séries de debates a respeito da teoria e política monetária que tiveram lugar na Inglaterra, entre os anos 1797 e 1821, quando a convertibilidade em espécie das notas do Banco da Inglaterra foi suspensa. Até 1814, ocorreu uma fase de *inflação*. A partir de então, com falências bancárias e conseqüente destruição de notas bancárias, aconteceu *deflação*, agravada com o retorno à conversibilidade.

Os defensores da convertibilidade em ouro, que eram críticos do Banco da Inglaterra, ficaram conhecidos como "bulhionistas". Mas Laidler alerta que é perigoso aplicar este rótulo rigidamente. "A controvérsia 'metalista' foi uma série de debates a respeito de uma variedade de questões [sobre a pertinência da Teoria Quantitativa da Moeda], e estes debates envolveram um conjunto variável de participantes, cujos pontos de vista mudaram com a continuidade da controvérsia"<sup>33</sup>.

Embora a literatura da controvérsia consista amplamente de panfletos, revisões, cartas a jornais, discursos parlamentares e relatórios, ela contém contribuições básicas, para a teoria monetária. Por volta de 1790, os desenvolvimentos institucionais no sistema monetário britânico tinham corrido à frente do conhecimento sistemático sobre o que agora se chamaria a *Teoria da Moeda*. As dificuldades do período de suspensão da convertibilidade colocavam atenção sobre este fato. A análise desenvolvida durante o curso da *controvérsia metalista* teve de resolver problemas fundamentais, na teoria monetária, assim como enfrentar questões políticas contemporâneas. É porque lidou com a primeira dessas tarefas com sucesso que a controvérsia é de duradoura importância para os economistas teóricos da moeda, e não somente para historiadores do pensamento econômico e da economia. Interessam aqui principalmente esses aspectos teóricos.

Em síntese, dois argumentos podem ser identificados na *posição antibulhionista*:

**1) a rejeição de uma explanação monetária em favor de uma não monetária do distúrbio econômico.**

<sup>32</sup> HUMPHREY; op. cit. ;

<sup>33</sup>

a) os crescimentos nos preços do ouro e do câmbio externo eram devidos a um balanço de pagamento desfavorável, derivado de causas não-monetárias, notavelmente quebras de safras e pesados gastos militares externos.

b) a excessiva criação monetária não era a causa de saída de ouro e suspensão da convertibilidade.

c) a mera contração da emissão de notas não seria suficiente para permitir equilíbrio do balanço de pagamentos.

d) a redução das importações e encurtamento de gastos bélicos externos foram pré-requisitos essenciais para a restauração do padrão ouro.

**2) a impossibilidade de permanecer um excesso de oferta de moeda, que justifica a pressão de alta dos preços.**

a) exatamente o montante correto de moeda e crédito seria criado, se empréstimos bancários fossem feitos somente para propósitos produtivos (não especulativos).

c) emissões excessivas eram impossíveis, na medida em que as obrigações em notas do banco fossem lastreadas em papéis comerciais, i.e, fossem emitidas somente para financiar a produção e o comércio genuínos.

d) o critério *real bills* asseguraria que o volume de moeda circulante se adaptaria automaticamente às necessidades das transações: notas bancárias emitidas para financiar a produção de bens seriam extintas, quando os bens fossem comercializados, e os *real bills* retirados (empréstimos pagos), com as vendas realizadas.

Numa Teoria Alternativa da Moeda, mantém-se as noções contra a Teoria Quantitativa da Moeda de que:

**1) distúrbios econômicos que derivam de causas não-monetárias requerem curas não-monetárias.**

**2) o estoque de moeda é determinado por sua demanda e, portanto, não pode ter influência independente sobre gastos e preços.**

Historiadores do pensamento econômico afirmam que os debates sobre moeda e bancos, na Inglaterra, entre 1821 e 1844, estavam centrados na questão sobre se a política do Banco Central seria governada por *regras* [rules], posição da *Currency School*, ou por *política discricionária* [discretion], defendida pela *Banking School*. Esta última significava deixar ao discernimento, à prudência, à cautela, enfim, ao arbítrio do critério individual, a apreciação de cada determinada situação e a escolha da decisão por parte dos diretores do Banco.

Os analistas da *Banking School* inverteram a validade virtualmente de todas as proposições da Teoria Quantitativa da Moeda. **Variações na oferta de moeda ou do crédito não poderiam influenciar gastos e preços, por**

1) a nova moeda poderia simplesmente ser absorvida em *saldos ociosos*, portanto, sem entrar na corrente de gastos.

2) a oferta de moeda, determinada por *necessidades das transações*, nunca poderia exceder à demanda.

O primeiro ponto foi trazido na *discussão das reservas de ouro*. O impacto do fluxo de entrada ou saída de ouro seria absorvido pelos entesouramentos (ou desentesouramentos) sem afetar o montante efetivo de moeda em circulação, não tendo efeito, portanto, sobre a circulação monetária ou o volume de gastos.

O segundo ponto foi retirado da exposição da *Banking School* sobre a *doutrina real bills* e a *lei de refluxo*. Se notas fossem emitidas em excesso em relação às necessidades legítimas de capital de giro, o público não desejaria possuir o excesso de notas e deveria depositá-lo, usá-lo para reembolsar os empréstimos bancários, ou resgatá-lo em espécie. Em qualquer caso, o excesso de notas retornaria imediatamente para os bancos.

Em sua oposição à Teoria Quantitativa da Moeda, a *Banking School* sugeriu uma *teoria não-monetária do nível de preços*. Nela, **o nível geral de preços seria determinado pelos gastos, cujas fontes seriam as rendas (salários, aluguéis, lucros, etc.), e não pela quantidade da moeda**.

1) ligou a inflação a algum elemento não-monetário arbitrário no quadro institucional, p.ex., aumento autônomo na renda salarial, estrangulamento da produção, inelasticidades de ofertas particulares, rigidez administrada de preços, etc..

2) enfatizou o papel inflacionário da luta competitiva por aumento das participações relativas na renda nacional.

3) variações nas antecipações dos lucros também eram mencionadas frequentemente, enfatizando sua natureza não-monetária.

A *Banking School* também questionou a visão da teoria quantitativa, em que a moeda aparecia como uma variável *independente* ou *exógena*: **o estoque de moeda e crédito era uma variável dependente, endógena e determinada pela demanda - o efeito, não a causa das variações de preços**.

Contrariamente à alegação de que o canal de influência ocorria da moeda para os preços, a *Banking School* argumentou que **o canal de causação ocorria em direção oposta**. Isto é, quando preços, renda monetária total e demanda agregada fossem aumentados, a demanda por empréstimos cresceria e o sistema bancário acomodaria (ou não) o acréscimo na demanda de empréstimos, ofertando crédito adicional e meios circulantes. Na determinação do volume de moeda em estoque, o público não-bancário (tomador de empréstimos) teria o *papel ativo* - porque tomaria as decisões cruciais de gastos - e os bancos (ofertantes de moeda) assumiriam o *papel passivo de acomodação*.

Implícitas, na visão da *Banking School* de *moeda endógena*, estão três proposições anti-Teoria Quantitativa da Moeda:

1. **chamado *argumento causação reversa*: variações na atividade econômica precedem e causam variações na oferta de moeda.**
2. **a oferta do meio circulante não é independente da sua demanda.**
3. **banco central não controla ativamente a oferta de moeda mas, em vez disso, acomoda ou responde a variações antecedentes na demanda por moeda.**

Quanto ao *problema da moeda e seus substitutos*, as lições da *Banking School*, para a proposição do *Postulado da Endogeneidade* de uma Teoria Alternativa da Moeda, foram:

- 1) controlar a moeda não implica controle dos seus substitutos.
- 2) colocar ênfase sobre a estrutura total de crédito, e não somente sobre a oferta de moeda definida restritamente.
- 3) não tem sucesso a tentativa de traçar uma nítida e longa linha entre moeda e quase-moedas.
- 4) a pronta disponibilidade de depósitos bancários, títulos comerciais, e outras formas de instrumentos de crédito, que podem circular em lugar da moeda, frustra os esforços de controlar toda a superestrutura de crédito, via controle da base da nota bancária.
- 5) o volume de crédito que pode se criar sobre uma dada base monetária é amplo, variável, e imprevisível.
- 6) o volume total de crédito é independente do estoque monetário *strictu sensu*, assim como mais significativo quantitativamente.

Aparece, então, mais duas noções anti-Teoria Quantitativa da Moeda:

1. **a dificuldade de fazer uma inequívoca distinção entre moeda e quase-moedas.**
2. **a inefetividade da tentativa política de estabilizar preços via controle do estoque de moeda, em um sistema financeiro que pode produzir infinitos arranjos de substitutos de moeda.**

As visões contra-Teoria Quantitativa da Moeda da *Banking School* influenciaram fortemente suas posições sobre três importantes *questões políticas*.

**1) sobre a questão bancos liberados ou regulados:**

- a) defesa de mais transações livres e menos regulações nos bancos.
- b) a quantidade de moeda e crédito melhor se autogoverna através da força dos próprios interesses dos agentes econômicos.
- c) se a oferta de moeda é determinada pelas necessidades transacionais e é automaticamente regulada pelo *mecanismo de refluxo*, não há necessidade de intervenção sob forma de legislação governamental.

**2) sobre a questão de regras versus arbítrio no controle da oferta monetária:**

- a) a favor do julgamento discricionário dos banqueiros como opostos às regras do governo.
- b) os bancos não devem ser constrangidos por uma regra rígida, porque a quantidade ótima de moeda é atingida automaticamente se os próprios bancos regulam seus compromissos em notas e depósitos, respondendo às necessidades transacionais.

**3) sobre a questão da racionalidade da política monetária,** as tentativas de regular preços via controle monetário são fúteis e inúteis, pelas seguintes razões:

- a) a oferta de moeda (especialmente seu componente em moeda bancária) é uma variável endógena, não sujeita ao controle exógeno.
- b) mesmo que a estrita oferta monetária pudesse ser controlada, o total de moeda creditícia em circulação, de magnitude muito maior, que é intercambiável por moeda, não pode ser também controlada.
- c) propor regulação do nível de preços via controle da moeda e do crédito é inverter a ordem causal, pois são preços que determinam a quantidade de moeda e crédito, e não vice-versa.

## CAPÍTULO 2

### CONCEITO DE DINHEIRO

**“Uma razão para estudar economia é que você pode falar sobre dinheiro mesmo não tendo nenhum”**

#### 2.1. Introdução

Este é um capítulo de apresentação de conceitos básicos necessários para o entendimento das teorias monetárias. Normalmente, a introdução ao estudo da moeda constitui o primeiro capítulo de um livro-texto. Mas, aqui, nossa opção foi dar, inicialmente, uma visão panorâmica ao nosso leitor, desde o ponto-de-partida até onde queremos chegar. Os “marinheiros de primeira viagem”, no estudo de economia monetária e financeira, podem, perfeitamente, começarem sua leitura do livro por este capítulo e, ao final da jornada, ler o capítulo 1 sobre os *Postulados da Teoria Quantitativa da Moeda e de uma Teoria Alternativa da Moeda*.

Nosso objetivo será uma releitura da visão convencional a respeito de moeda. Apresentaremos, em primeiro lugar, as diferentes formas de moeda. Criticaremos a visão liberal (“numismática”) da história monetária. Conceitualmente, é relevante distinguir entre a *moeda* e o *dinheiro*. Mostraremos as funções básicas do dinheiro, para, em seguida, fazer uma distinção entre os tratamentos dados pelas matrizes teóricas fundamentais. Após termos focado esse *uso da moeda*, abordaremos a *fonte de moeda* através da análise de seu processo de criação e entrada na economia. Para ser uma crítica construtiva à visão convencional – sugerindo uma alternativa -, concluiremos o capítulo destacando a importância da moeda para os economistas pós-keynesianos e a polêmica existente entre eles sobre as propriedades da moeda.

#### 2.2. Formas da moeda

As diversas formas de moeda e o que determina o seu poder de compra - sua aceitabilidade mercantil - constituem um problema analítico, para a teoria monetária, e não simplesmente uma questão de “fatos históricos”.

Vários autores resumem a história monetária em função das *características essenciais* ou dos *requisitos físicos* da moeda-mercadoria:

1. *indestrutibilidade e inalterabilidade* (que evita falsificações);
2. *divisibilidade* (que permite múltiplos e submúltiplos);
3. *transferibilidade* (ao portador);
4. *facilidade de manuseio e transporte* (quando pequena quantidade corresponde a grande valor).

Essa visão liberal da história enxerga a moeda apenas como uma mercadoria a mais, escolhida segundo *critério de comodidade e/ou segurança* por um *sistema econômico auto-regulável*, sem a arbitrária intervenção estatal. Essa imagem idílica escamoteia a violência da história monetária. Basta dizer que a soberania do Estado nacional tem dois pilares básicos: o *poder militar*, dado pelo monopólio oficial da violência, e o *poder de gasto*, dado pelo monopólio da emissão da moeda.

Na realidade, o **dinheiro** sempre foi criado pela sociedade como um todo, dependendo tanto de *definição institucional* - a lei não é a do mercado, mas a do mais forte -, quanto de *aceitação mercantil* - o mercado decide. A **moeda** nacional ou oficial é *criação do Estado*, mas necessita da *aceitação da comunidade* para tornar-se **dinheiro**. O confronto entre o Estado e o mercado a respeito do que vai constituir o dinheiro, principalmente em circunstâncias de ameaças de hiperinflação, quando há fuga de capital ("apátrida") para a moeda estrangeira, é o mais eletrizante na história monetária.

Didaticamente, é mais simples resumir **as principais etapas da evolução histórica da moeda** de acordo com o predomínio de cada uma de suas *formas*:

1. **moeda-mercadoria**, escolhida por critério de se adaptar às necessidades gerais, o que não depende essencialmente de sua "raridade", como sugere a Teoria Quantitativa da Moeda;
2. **metais cunhados**, impostos pelo poder governamental, para cobrança de tributos;
3. **papel-moeda conversível** ou transformável em dinheiro de aceitação universal;
4. **moeda fiduciária**, dependente de confiança, de curso forçado e de poder liberatório garantido pelo aparelho jurídico, com circulação independente dos limites do lastro existente;
5. **moeda bancária escritural** (por corresponder a lançamentos contábeis de débitos e créditos) ou "*invisível*" (por não ter existência física).

Verifica-se, pois, a evolução das formas da moeda no sentido de sua *desmaterialização* - que praticamente se concluiu durante a Grande Depressão dos anos 30 deste século - com a progressiva percepção que a reconversão ao lastro - reservas bancárias - não era solicitada por todos clientes bancários ao mesmo tempo, simultânea à constituição de um sistema bancário com ação monetário-creditícia. Há, para isso, a necessidade da construção de um arcabouço institucional, que propicia o uso generalizado de cheques (ordens de transferência dos depósitos bancários), as câmaras de compensações, os redescontos em casos de iliquidez, etc.

O avanço na tecnologia da informação através da revolução computacional começa a alterar as formas como as trocas se realizam nas

estão sendo substituídos pelas mais variadas formas de moeda escritural, dentre elas os chamados “dinheiro de plástico” e “moeda eletrônica”.

Conhecida como *E-cash*, a **moeda eletrônica** pode se movimentar por canais múltiplos fora da rede estabelecida de bancos, cheques e cédulas controlados pelos bancos centrais. Esses canais permitem a transferência de valores de modo mais conveniente e a velocidade de circulação maior do que pelo sistema bancário.

Na aparência física, os cartões inteligentes ou *smart cards* são semelhantes a um cartão de crédito, mas possuem duas grandes diferenças: uma, tecnológica – neles está embutido um *chip* de computador que pode armazenar 500 vezes os dados de um cartão magnético -; outra, funcional – são cartões “pré-pagos”, ou seja, são “carregados” com dinheiro eletrônico comprado com moeda tradicional. Os *chip cards* permitem o armazenamento e o recarregamento de quantias fixas de dinheiro. Neste sentido, são *cartões de débito*, com os quais se faz compra simplesmente inserindo-os nas leitoras instaladas no comércio. Os comerciantes fazem o *download* (“descarregamento”) de suas leitoras nos computadores do sistema bancário e, *on line* (instantaneamente), suas contas bancárias são creditadas no valor correspondente.

Os agentes econômicos podem arquivar moeda eletrônica – por linha telefônica, via modem, desde o banco ou outros emissores -, no seu computador pessoal ou em uma “carteira eletrônica”, um dispositivo do tamanho da mão usado para armazenar e transmitir essa moeda. Se, por um lado, essa moeda eletrônica é mais conveniente e flexível, permitindo, p. ex., compras pela Internet, com custo menor e velocidade e privacidade maiores do que a moeda convencional, por outro, a expansão descontrolada dos sistemas de moeda eletrônica poderá minar os sistemas monetários controlados por bancos, bancos centrais e Estados nacionais. Sem supervisão e/ou fiscalização, o sistema apátrida de moeda eletrônica pode facilitar a fuga de capitais, a lavagem de “dinheiro sujo” (com origem criminal), a sonegação fiscal, a proliferação de fraudadores, e as invasões de *hackers*, para roubos instantâneos de riquezas eletrônicas.

Outra preocupação a respeito do descarte de moeda tradicional em favor de moeda eletrônica é de provocar a erosão da receita dos bancos centrais proveniente da emissão monetária, ou seja, da perda de *seigniorage*. A *seigniorage* geralmente é recolhida pelo governo do país. Numa circunstância de vigorar um sistema bi-monetário ou haver fuga da moeda nacional - quando o público detém parte de seu saldo em moeda estrangeira - o emissor dessa outra moeda (governo ou não) recolhe parte da *seigniorage*.



A **senhoriagem** é a receita que o governo recolhe em virtude do seu monopólio na emissão monetária, ou seja, em função do poder de compra da moeda que coloca em circulação num determinado período. Ela é medida pelo custo que teria se o financiamento ocorresse via colocação de títulos de dívida pública.

Devemos distinguir entre a senhoriagem e o imposto inflacionário.

O **imposto inflacionário** é a perda de poder aquisitivo sofrida pelos que detêm a moeda nacional, devido à taxa de inflação. Os agentes, para reterem o mesmo estoque real de moeda, precisariam, nesse caso, sacrificar seus gastos no valor equivalente ao do imposto inflacionário.

Por exemplo, o governo “arrecada” imposto inflacionário, durante um regime de alta inflação, quando faz contingenciamento na liberação das verbas públicas comprometidas com as despesas estabelecidas no Orçamento da União, só liberando-as ao final do prazo legal (o ano civil). Com despesas desindexadas, desprotegidas da corrosão inflacionária, enquanto as receitas tributárias têm correção monetária, ou seja, são protegidas de perda real - o chamado *efeito Olivera-Tanzi* -, ao final do ano, o governo pode até obter superávit fiscal. Apelidou-se esse fenômeno de derretimento dos gastos governamentais, expostos à inflação, de *efeito sorvete*.

O imposto inflacionário e a senhoriagem *não são a mesma coisa*, p. ex., quando a taxa de inflação é zero, *não há imposto inflacionário*, e se há maior demanda por emissão de moeda, devido ao crescimento real do produto, *há seigniorage*. Aumenta o poder de gasto do governo mesmo com a emissão monetária primária não visando acomodar a inflação.

Essa é uma das justificativas para a importância conceitual de se distinguir entre a moeda e o dinheiro.

Moeda	Dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Moeda é um ativo normalmente oferecido ou recebido pela compra ou venda.</li> <li>➤ Moeda é aquilo que o Estado recebe como pagamento de imposto.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dinheiro é o ativo monetário (criado pelas forças do mercado e/ou pelo poder do Estado) com aceitação <i>geral – legal e social</i> -, para desempenhar todas suas funções clássicas.</li> </ul>

Resumindo, em uma frase, a principal mensagem que queremos enviar: *“todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro”*. Um ativo com os atributos de liquidez que o propicia ser moeda atende uma condição necessária, mas não suficiente, para ser dinheiro. Uma moeda que não cumpre, simultaneamente, todas as três funções básicas que só o dinheiro cumpre, somente cumprindo uma ou duas, é denominada de *“dinheiro parcial”*.

Por isso, em regime de alta inflação, a tendência é de desaparecimento do dinheiro e de surgimento de várias moedas. A *moeda oficial* atua como meio de pagamento e, no máximo, como unidade de conta, a *moeda indexada* torna-se padrão contratual, assim como a *moeda estrangeira* passa a ser a reserva de valor preferida. Quando a “dolarização” atinge até o denominador comum das relações de troca, a ameaça de hiperinflação está presente. Isto porque os preços em moeda nacional passam a crescer em função da disparada da cotação da moeda estrangeira – a meta da fuga de capitais.

### 2.3. Funções do dinheiro

Vamos enumerar todas elas, porém alertando que as três primeiras são conhecidas como as “funções clássicas”, embutindo as demais.

São funções básicas do dinheiro:

1. de **intermediária de trocas** ou meio de circulação;
2. de **medida de valor** ou denominador comum das relações de troca ou então unidade de conta de contratos;
3. de **reserva de valor** ou poder de compra entesourado;
4. **liberatória** ou poder de saldar dívidas, liquidar débitos ou livrar de situação passiva;
5. de **padrão de pagamentos diferidos** ou promessa de pagamentos;
6. de **instrumento de poder econômico** que dá capacidade de comando das decisões.

Há distinção entre as matrizes fundamentais da teoria monetária a respeito de suas visões sobre as funções do dinheiro.

Segundo a abordagem da **teoria ricardiana**, não existe o conceito de *entesouramento* numa economia aberta, onde vigora um sistema de livre arbitragem internacional. Quando a quantidade de ouro supera a necessidade das trocas, o entesouramento do excesso do metal não resolve o problema do aumento dos preços das mercadorias e conseqüente queda de seu valor relativo (o *preço de mercado* do ouro). A solução, numa situação de ampla disseminação e interdependência do padrão-ouro entre os países, é fundir a moeda metálica cunhada e exportá-la enquanto ouro em barra (ou importar mercadorias dos países onde possui maior poder de compra). Inversamente, quando falta moeda na circulação, o aumento do valor relativo do ouro leva a obtê-lo via exportações de mercadorias. Em outras palavras, o livre fluxo de comércio exterior e de capitais leva a um movimento gravitacional em torno do equilíbrio; portanto, no *raciocínio ricardiano*, bastam as funções do dinheiro enquanto meio de circulação e unidade de conta.

Na **teoria marxista**, o *dinheiro em papel* é mero signo do ouro, assim como o *depósito bancário* é simplesmente um meio de substituir dinheiro (inclusive papel-moeda). Os *meios de pagamentos contemporâneos* (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista) liberam a circulação capitalista dos entraves impostos pela produção de equivalente geral: são, portanto, *signos de valor* referenciado ao do *dinheiro-mercadoria universal* (ouro). Têm a circulação regulada, em última instância, pelas necessidades do *dinheiro metálico*: se o Estado emite uma quantidade excessiva de papel-moeda em relação à quantidade de ouro (*equivalente geral*) que deveria representar, à semelhança da Teoria Quantitativa da Moeda, o papel-moeda se desvaloriza, e a alta de preços absorve o excedente emitido (cai sua quantidade *real*).

A teoria monetária marxista padece, portanto, de uma dualidade. Marx é anti-quantitativista, quando o padrão-monetário é *metalista*; mas é quantitativista, quando é *papelista*.

O **valor da moeda**, na abordagem da teoria monetária marxista:

- no **caso da moeda-mercadoria**, seu valor depende da quantidade de trabalho socialmente necessário empregado na sua produção, de acordo com a Teoria do Valor-trabalho.
- no **caso do papel-moeda**, seu valor é inversamente proporcional à quantidade emitida, como afirma a Teoria Quantitativa da Moeda.

Deve-se observar que o *valor do ouro*, dado na produção e na venda inicial, não oscila quando varia a quantidade de ouro em circulação, que é função das necessidades desta (dadas pelo nível de preços e o volume de transações, sendo inversamente proporcional à velocidade de circulação da moeda), o restante ficando entesourado. Mas não faz sentido *entesourar papel-moeda*, segundo a teoria monetária marxista, pois este não é uma mercadoria e, portanto, não possui substância para ser instrumento de entesouramento. Possui tão somente valor de face e não valor intrínseco em termos de trabalho objetivado; é um risco entesourá-lo, pois se desvaloriza arbitrariamente.

Também na **visão neo-walrasiana** da estrutura econômica, o dinheiro como reserva de valor é impensável. No modelo de equilíbrio geral walrasiano não se usa, conceitualmente, o dinheiro como reserva de valor: nesse mundo neoclássico, com mercados competitivos, informação perfeita acerca do futuro, e com um leiloeiro walrasiano que assegura o equilíbrio simultâneo e instantâneo em todo o período  $t$ , resulta totalmente irracional manter o dinheiro como reserva de valor, enquanto houver outros ativos financeiros que proporcionem uma rentabilidade positiva.

O defeito congênito das teorias monetárias originárias do modelo de equilíbrio geral walrasiano (p.ex., versão IS-LM da síntese keynesiano-neoclássica e monetarismo) é que a moeda é sempre uma adição não essencial à análise. Não se encontra papel para a moeda porque esse é um modelo de troca perfeito, como o escambo: o dinheiro exerce apenas sua função de unidade de conta (numerário), pois só seria reserva de valor caso

noção de equilíbrio requer pré-conciliação das escolhas, os agentes não diferem as decisões, nesse modelo.

A *lei dos mercados*, elaborada por Jean-Baptiste Say, constitui pilar básico de toda tradição neoclássica, que acredita numa economia *auto-regulável*.

A **lei de Say** estabelece que *a oferta cria sua própria demanda*, ou seja, o valor adicionado na produção cria a renda para a aquisição dos produtos gerados, de maneira tal que, com equilíbrio econômico, a soma dos valores de todas as mercadorias produzidas seria equivalente à soma dos valores de todas as mercadorias compradas.

Numa economia monetária e financeira, tal lei não se aplica. A *moeda* permite o adiamento das decisões de gastos; o *crédito* propicia o adiantamento de poder de compra. Neste sentido, não há uma determinação causal unilateral da renda (gerada na produção) para o gasto. Cabe, nessa economia, uma “anti-lei de Say”: o *princípio da demanda efetiva*.

Para o **princípio da demanda efetiva**, o que importa é que *não se decide o que se ganha, mas o que se gasta*, ou seja, as *decisões de gastos* (efetivadas através de recursos próprios e/ou de terceiros) são *determinantes da renda*, e não o contrário, como afirma a *lei de Say*.

Para a destruição da Lei de Say da igualdade entre a oferta total e a demanda total, segundo **Keynes**, basta a presença da moeda, em função da existência de incerteza, ou seja, de ignorância quanto ao futuro. A moeda é a instituição defensiva que permite o adiamento da escolha, é um meio de se adiar decisões; as quais, se adiadas, não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros. Keynes (1936, cap. 17) afirmou que as propriedades essenciais da moeda eram a elasticidade de produção nula ou insignificante (o ativo monetário não poderia reproduzir-se facilmente mediante o emprego de trabalho em resposta a um aumento da demanda por dinheiro) e uma elasticidade de substituição nula ou insignificante entre os ativos plenamente líquidos e os bens que podem reproduzir-se facilmente mediante o emprego de trabalho.

Na abordagem de Keynes, em contraste com a de **Friedman**, como os bens duráveis, que usam mão-de-obra na sua produção, não são líquidos (não têm mercados secundários organizados por *market-maker*) e não são substitutos para o dinheiro, a Lei de Say é inaplicável e o desemprego involuntário é possível. Desde que não é produzível pelo emprego de trabalho no setor privado (“moeda não cresce em árvores”, ou seja não pode ser plantado), quando aumenta a retenção do dinheiro, devido ao não-gasto, trabalhadores tornar-se-ão, involuntariamente, desempregados.

Retomaremos, mais adiante, a polêmica pós-keynesiana sobre as propriedades da moeda. Por ora, vejamos a criação e a entrada da moeda na economia.

## 2.4. Criação e entrada de moeda na economia

Em livros-texto, geralmente, há falta de realismo quanto à natureza do banco de crédito: parte-se da existência de uma moeda em tudo similar à moeda-mercadoria (ouro); os detentores dessa moeda, enquanto não o entesouram nem o gastam em consumo, "investem-no", ou, em outras palavras, "emprestam" suas "poupanças" ou "fornecem capital" a si próprios ou a outros. Visto dessa forma, o crédito é inteiramente independente da existência ou não de bancos. Pode ser compreendido sem qualquer referência aos mesmos: o público torna-se o verdadeiro mutuante ("prestamista final"); o banqueiro é o agente intermediário que realiza o empréstimo de fato por conta do público, coletando "poupança" de inúmeros pequenos mananciais, a fim de torná-la disponível para o investimento. O banco, nessa concepção, existe por mera divisão de trabalho que aumenta a produtividade sistêmica, nada acrescentando à massa de meios líquidos.

Assim, como disse Schumpeter, a *teoria dos fundos existentes de empréstimos* transforma os *depositantes* em *poupadores*, quando não poupam nem têm a intenção de fazê-lo. Atribui-lhes uma influência sobre a "oferta de crédito" que em absoluto não têm.

O momento de maior triunfo do professor de Economia Monetária, segundo James Tobin (keynesiano laureado pelo Prêmio Nobel de Economia), é o da exposição da múltipla criação de depósitos bancários pelo crédito bancário, quando critica a visão dos banqueiros de que eles não criam moeda, na medida em que a escala de seus ativos está limitada por seus passivos e, portanto, emprestam somente o dinheiro depositado. O professor aponta, então, a *falácia de composição*: quando um banco empresta, cria novos depósitos bancários. Isto é verdade para o sistema bancário como um todo, depende da aritmética de sucessivas rodadas de criação de depósitos, limitado o *multiplicador monetário* pela exigência do Banco Central de que os bancos comerciais façam depósitos compulsórios de parte dos depósitos à vista.

Tobin conclui a lição afirmando que não se deve estabelecer o crédito bancário sobre o *modelo dos fundos existentes*.

É mais correto dizer que *empréstimos criam depósitos*, isto é, o sistema bancário cria depósitos em seus atos de emprestar, em vez de afirmar - como os banqueiros - que os bancos emprestam somente os depósitos entregues à sua guarda, isto é, a teoria dos *empréstimos por conta dos outros*.

Na realidade, enquanto os depositantes prosseguem gastando (pagando em cheque) como se tivessem conservado o dinheiro em seu poder, da mesma forma, os mutuários gastam "o mesmo dinheiro e ao mesmo tempo". Os bancos dão empréstimos e conseguem, então, novas reservas emprestáveis.

Uma piada ilustra com humor as diferenças entre a visão microeconômica dos banqueiros e a ótica macroeconômica dos economistas. Dois balonistas, em vôo, perderam-se. Próximo de algo que parecia um *campus* universitário, baixaram das alturas para indagar onde estavam a um

dentro de um balão. Um dos balonistas comenta com o outro: - Aposto que é professor de Economia: a informação é perfeita, mas é completamente inútil... Para confirmar, perguntou ao professor. Este responde afirmativamente e retruca: - Garanto que vocês são banqueiros! - Mas como você adivinhou? - Porque vocês têm um excelente ponto de vista, mas não sabem onde estão!

O **multiplicador monetário** é um fenômeno peculiar ao dinheiro e sem analogia no mundo das mercadorias: um *depósito*, embora legalmente apenas um direito sobre moeda de curso legal, atende limites muito mais amplos que os da própria *moeda* correspondente. Quando o *tomador gasta seu crédito*, não há garantia que o dinheiro permanece no *banco prestador*: se vai ou não permanecer no *sistema bancário* não depende do meio pelo qual o empréstimo foi inicialmente realizado, mas depende sim se a corrente de transações iniciada pelo *tomador* encontrou ou depositantes que fizeram novos depósitos no mesmo valor que o novo empréstimo ou aplicadores que desejaram adquirir outros ativos financeiros. O fenômeno é que os empréstimos multiplicam os depósitos.

#### FORMULAÇÃO DO MECANISMO DE CRIAÇÃO DE MOEDA PELOS BANCOS COMERCIAIS:

##### (a) MOEDA MANUAL:

- **PME (papel-moeda emitido) – EBACEN (encaixe do banco central) = PMC (papel-moeda em circulação)**
- **PMC (papel-moeda em circulação) – EBC (encaixe dos bancos comerciais) = PMPP (papel-moeda em poder do público)**

##### (b) MOEDA ESCRITURAL:

- **DV (depósitos à vista nos bancos comerciais)**

##### (c) MEIOS DE PAGAMENTO:

- **MP = agregado monetário M1 = (a) + (b) = PMPP + DV**

##### (d) BASE MONETÁRIA:

- **BM = PMC (papel-moeda em circulação) + RB (reservas bancárias voluntárias e compulsórias) = PMPP + EBC + D<sub>BC-BACEN</sub> (depósitos dos bancos comerciais no banco central)**

##### (e) MULTIPLICADOR MONETÁRIO:

- **$k = (c) / (d) = MP / BM$**

- **multiplicador monetário: quociente *ex-post* entre os saldos de fim de período dos meios de pagamento e da base monetária:  $k = MP / BM \Rightarrow$**

$$k = \frac{\text{PMPP} + \text{DV}}{\text{PMC} + \text{RB}} = \frac{1}{\text{PMPP} / \text{MP} + [\text{EBC} + \text{RB}] / \text{MP}} \quad \text{onde: EBC = encaixe banc. e RB = reserva banc.}$$

Por essa fórmula, fica explícito que os meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista) dependem de:

1. o estoque da base monetária;
2. a razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento (ou sua contrapartida: razão papel-moeda em poder do público / depósitos);
3. a razão reservas bancárias / meios de pagamento.

Dessa forma, há as seguintes relações de causa-efeito:

- *aumento na razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento => redução do multiplicador, porque os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais produzem um valor menor de depósitos, por causa da conversão de depósitos à vista em papel-moeda.*
- *aumento na razão reservas / meios de pagamento => redução do multiplicador, porque há queda do montante de novos empréstimos que o sistema bancário pode conceder a partir de um depósito inicial, devido à redução dos novos depósitos subsequentes feitos pelo público.*

Deduz-se também que, embora o banco central tenha grande influência sobre a oferta de moeda, *não possui o controle monetário completo*. Pode até ter controle razoavelmente efetivo sobre o estoque da base monetária, através de operações de *open market* e de exigências de reservas bancárias, mas terá grande risco de perda de controle se a taxa de câmbio for fixa e/ou se houver movimentação livre de capital. Ele tem um controle diminuto sobre o multiplicador monetário. O banco central determina os depósitos compulsórios e a taxa de redesconto, influenciando indiretamente sobre o nível de reservas bancárias, porém não pode controlar diretamente a razão reservas / depósitos, que depende da administração de passivos (submetida às inovações financeiras), realizada pelos bancos, e tem controle ainda menor sobre a razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento, que depende de comportamento flexível do público não-bancário.

A explicação esquemática convencional mostra que alteração dos meios de pagamentos depende ou de mudança na base monetária (emissão primária pelo banco central de "moeda de alto poder de expansão" em função de seu passivo monetário) ou de mudança no multiplicador monetário.

Em última análise, o **multiplicador monetário** depende de *relações de comportamentos* dos bancos e do público não-bancário: da preferência do público quanto ao tipo de moeda para uso generalizado (moeda *manual* ou

*confiança* neste é fator determinante do montante de reservas que os bancos fazem voluntariamente. Deve-se criticar o *automatismo do modelo tradicional de multiplicador*, em que não cabem incerteza e problemas conjunturais.

A interação entre esses dois grupos de agentes econômicos - *bancos credores e clientes investidores* ou tomadores de crédito - se dá sob supervisão da *autoridade monetária*, que decide a exigência de reserva bancária compulsória. Os empréstimos - que criam depósitos - são contratados por *decisões de mutuantes e mutuários*, reavaliadas a cada conjuntura.

Os empréstimos são decididos não só em função do *spread bancário* (diferencial entre a taxa de juros de aplicação e a taxa de juros de captação) como também da *expectativa do credor* a respeito do *grau de fragilidade financeira do devedor* e das *garantias oferecidas*. Os banqueiros comparam também as *receitas de operações de crédito* com as alternativas de *rendas e lucros com títulos e valores mobiliários*, para tomarem a decisão.

As autoridades monetárias possuem poder limitado de controle dos oligopólios bancários, quando estes encontram-se em conluio com seus clientes para criarem **inovações financeiras**, ou seja, produtos financeiros novos não contemplados por regulamentações. As "quase-moedas" surgidas, com custo e tempo desprezíveis para conversão de "receptoras de juros" em "transferíveis por cheques", não estão submetidas às exigências de reservas. Com a *administração dos passivos*, os bancos tornam-se mais capazes de acomodar variações na demanda por crédito com uso menos freqüente da assistência financeira de liquidez propiciada pelo banco central, que os "pune" com o custo e a fiscalização.

A análise convencional da oferta monetária busca o sentido do **processo de criação ou destruição dos meios de pagamentos** (papel moeda em poder do público e depósitos à vista) sem discutir o seu *caráter endógeno*. Considera simplesmente que:

- há **criação**, quando o setor bancário compra haveres não-monetários do público não-bancário, pagando-os com haveres monetários (moeda manual e/ou escritural);
- inversamente, há **destruição**, quando vende haveres não-monetários, recebendo em troca moeda.

Por exemplo, uma operação de mercado aberto (*open market*) de venda de títulos de dívida pública destrói meios de pagamento. Inversamente, o resgate desses títulos propicia criação de meios de pagamento.



Há três fontes principais de **entradas de moeda na economia**:

1. a primeira está nos **empréstimos de capital de giro**, que multiplicam os depósitos na rede bancária. Diferentemente dos governos, os *banqueiros não podem criar, isoladamente, meios de pagamento para financiar seus próprios gastos*: a relação débito-crédito entre o sistema bancário e seus clientes "cria" moeda (depósitos à vista) como um *passivo*, igualado no lado *ativo* do balanço contábil consolidado.
2. a segunda depende diretamente dos **instrumentos de política monetária**, inclusive a *emissão monetária* para cobertura de déficit do orçamento geral da União não amparado pela colocação de títulos de dívida pública (**política fiscal**):
  - operações de *open market* com compra ou venda de títulos da dívida pública;
  - empréstimos de *assistência financeira de liquidez* do banco central aos bancos comerciais (operação conhecida como "redesconto");
  - exigências de *depósitos compulsórios* dos bancos no banco central.
3. a terceira é devido ao **impacto monetário do balanço de pagamentos**, ou seja, depende do regime cambial e do fluxo externo líquido. O superávit do balanço de pagamentos leva a uma variação positiva do estoque de moeda estrangeira (*reservas internacionais*) que é convertida em moeda nacional; o banco central "compra", então, mais dólares do que "vende". Assim, através da variação da taxa de câmbio e da taxa de juros, a **política cambial** e a **política de juros** influenciam esta relação entre reservas e base monetária.

As **operações de câmbio** são transações nas quais o banco central compra ou vende ativos em moeda estrangeira. As operações ocorrem numa *taxa de câmbio fixa* ou *flexível*, que pode ser controlada, quando não há *flutuação limpa*, que se dá com a ausência de intervenção do banco central no mercado cambial. Quando a taxa de câmbio é estabilizada por intervenções da autoridade monetária, a oferta de moeda torna-se *endógena*. Nesse caso, a operação cambial envolve a troca de moeda estrangeira por moeda nacional a uma anunciada cotação, dependendo da disponibilidade das reservas internacionais. Essas operações de câmbio, numa economia aberta, têm resultado direto sobre o montante da base monetária: a compra de ativos estrangeiros é um fator *expansionista* da base monetária, e a venda, um fator *contracionista*.

A **operação de esterilização** é uma manobra padrão, através do uso de uma operação de *open market*, para compensar o impacto monetário de outras políticas.

O seguinte quadro esquemático mostra como as operações de esterilização podem compensar efeitos monetários indesejados: **OBM**,

## ORÇAMENTO MONETÁRIO DA AUTORIDADE MONETÁRIA

Aplicações	Recursos
<b>OC</b> (operações cambiais em função das variações das reservas internacionais, devidos aos saldos líquidos do balanço de pagamentos)	<b>OTN</b> (operações com Tesouro Nacional via compra ou venda de títulos de dívida pública e/ou operações de mercado aberto)
<b>OBC</b> (operações com bancos comerciais via empréstimos de liquidez)	<b>OBM</b> (operações com base monetária via depósitos compulsórios)

### 2.5. Importância da moeda para os pós-keynesianos

Desde a publicação dos livros seminais de Paul Davidson - *Money and The Real World*<sup>34</sup> - e de Hyman P. Minsky - *John Maynard Keynes*<sup>35</sup> -, nos anos 70, tem se desenvolvido uma literatura "pós-keynesiana", cujos principais autores têm na *Journal of Post Keynesian Economics* o escoadouro de suas idéias.

A releitura pós-keynesiana da obra de Keynes resgata sua busca de novos caminhos teóricos, após a publicação do *Tratado sobre a Moeda*. A teoria que Keynes desejava lidaria, em contraste com a Teoria Quantitativa da Moeda, com uma economia em que a moeda desempenha um papel próprio e afeta motivações e decisões. Estabelece, então, o conceito de *economia monetária*, com a *não-neutralidade da moeda*. Numa economia monetária, variáveis monetárias afetam não apenas a forma das decisões, mas sua própria natureza.

Pode-se sumarizar os argumentos, que se encontram em vários escritos de Davidson<sup>36</sup>, a respeito de *por que importa o dinheiro*. O dinheiro, para Keynes, é aquilo cuja entrega possui o poder de saldar os contratos de dívida e sancionar os contratos de preços, e em cuja forma se mantém um acervo de poder geral de compra. Davidson conclui desse conceito que "a existência de contratos em termos monetários é essencial para o fenômeno do dinheiro, e que só poderá desenvolver-se 'uma teoria monetária séria' se se toma explicitamente em conta este fato"<sup>37</sup>.

Desempenham papéis fundamentais a instituição do *dinheiro* e suas instituições de mercado relacionadas com *contratos monetários* para:

- i) a entrega e os pagamentos *imediatos* [**spot contracts** ou contratos à vista];

<sup>34</sup> DAVIDSON, Paul. *Money and The Real World*. New York-Toronto, John Wiley & Sons, 1972.

<sup>35</sup> MINSKY, Hyman. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.

<sup>36</sup> DAVIDSON, Paul. in DAVIDSON, L. (ed.). *The Collected Writings of Paul Davidson* [CWPD]. Volume 1. London, Macmillan, 1990. cap. 7, 13, 17 e 26; **tb.** op. cit. (orig. 1972); cap. 9.

<sup>37</sup>

ii) a entrega e os pagamentos *futuros* [**forward contracts** ou contratos a prazo].

O tempo econômico impede que tudo ocorra de imediato. A produção requer tempo e, portanto, numa economia orientada para o mercado, a maioria das transações produtivas, ao longo de uma cadeia não integrada de empresas, implicam contratos a prazo. Por exemplo, a realização de contratos trabalhistas e de fornecimento de matérias primas é necessária para o ciclo de produção não sofrer descontinuidade. O financiamento de tais compromissos de custos de produção futuros requer que os empresários disponham de dinheiro para cumprir estas obrigações, em uma ou mais datas futuras, *antes* que o produto seja vendido e entregue, recebendo então o pagamento e liquidando a posição.

A existência de contratos monetários, para a entrega do negociado e o pagamento no futuro, é fundamental para os conceitos de liquidez e de dinheiro. A idéia de que a inflação é um fenômeno monetário só tem sentido lógico numa economia onde os contratos nominais de longo prazo (particularmente os contratos trabalhistas) são fundamentais para a organização das atividades produtivas. A coordenação sob forma contratual dos fluxos de produção com as posições de estoques ocorre ou para a realização de pagamentos e entregas de imediato (*spot*), de modo que só podem vender-se acervos pré-existentes, ou para pagamentos e entregas numa data futura específica, de maneira que poderão realizar-se também algumas transações com bens e serviços que ainda não se produziram.

O pressuposto pela Teoria Quantitativa da Moeda é que o produto real não é influenciado pela oferta de moeda, pelo menos no longo prazo, porque os níveis de tal renda se determinam fora do sistema de preços relativos de mercado, o qual só funciona para alocar um total dado de bens ou dotações (correntes e futuras). Porém, no mundo real, como no sistema analítico de Keynes, os preços presentes e o pagamento no instante inicial coexistem com os preços futuros e as obrigações de pagamentos monetários futuros, por bens que ainda não se produziram.

Em virtude da produção requerer tempo, os empresários estabelecem **contratos a prazo**, cuja duração supera o período de gestação da produção, de maneira que possam ter certa segurança dos limites monetários da "posição" que tomam quando iniciam um fluxo de produção. A contratação a prazo pode ser considerada a maneira pela qual os empresários tratam de manter os controles sobre salários e preços, porque tais controles de custos e de venda são fundamentais, inclusive para a obtenção de financiamento.

A necessidade de reter liquidez é relacionada com a detenção de capacidade de saldar dívidas contratuais. "Os mercados relacionados com o tempo, e os contratos de pagamentos monetários para cumprimento futuro são a essência de uma economia monetária, já que são básicos para o conceito de liquidez. A liquidez, num contexto temporal, dados a unidade salarial monetária e o nível de preços resultante, é a coluna vertebral da revolução keynesiana.

Os problemas da liquidez e o financiamento são características distintivas da tomada de decisões empresariais rotineiras numa economia monetária" <sup>38</sup>.

A **detenção de liquidez** implica a capacidade de dispor dos meios necessários para cumprir todas as obrigações contratuais em seu vencimento.

Dado que o dinheiro, de fato, é a única instituição que liberará os compromissos contratuais (por definição legal de seu *poder liberatório*), para que qualquer outra reserva de valor, além do dinheiro, seja líquida, ela deverá ser vendável por dinheiro, num *mercado instantâneo*. Os *ativos líquidos* são bens negociados em mercados bem organizados e permanentes, o que depende das práticas e instituições sociais da economia.

O fator mais importante dos mercados bem organizados é a instituição de um *regulador de mercado* [**market maker**]. A sua função é ordenar os mercados, ao servir de comprador ou vendedor residual, com o objetivo de estabilizar as cotações. Assim, contraporia as flutuações aleatórias do mercado mediante a utilização de estoques consideráveis do bem em questão e de dinheiro (ou outros ativos líquidos). A ordem, ou seja, a rigidez dos preços instantâneos ao longo do tempo, se mantém mediante as demandas de reserva aos *reguladores do mercado*.

Desse modo, parecem assegurados a continuidade e a ordem de tais *mercados instantâneos*, desde que o banco central – *market maker* por excelência - atue como prestamista em última instância e a comunidade continue usando o "dinheiro" do sistema para denominar suas obrigações contratuais. As decisões e atividades dos bancos centrais proporcionam, em última instância, a liquidez de qualquer economia monetária que recorra à instituição da contratação a prazo em termos monetários, para a organização de suas atividades produtivas.

Os **ativos plenamente líquidos** são o dinheiro - ou seja, o que libera as obrigações contratuais, por definição institucional - e qualquer ativo que possa ser convertido em dinheiro num mercado instantâneo onde o *regulador de mercado* "garanta" um preço estável. Assim, numa economia creditícia, o banco central, ou uma instituição *reguladora de mercado* com acesso rápido e direto ao banco central, cria os *ativos plenamente líquidos*. Diferentemente de Friedman, que insiste num conjunto muito mais amplo de ativos, para os pós-keynesianos, só os *ativos financeiros* negociados em mercados instantâneos bem organizados são bons substitutos do dinheiro.

Davidson faz uma crítica tanto à equação de demanda por dinheiro de Friedman, quanto ao uso do *princípio de escassez*, para a definição de ativos plenamente líquidos. "É óbvio que, no mundo real, os bens de capital e os bens de consumo duráveis não se trocam em mercados instantâneos bem organizados e que não tem surgido nenhum *regulador de mercado* que organize tais mercados. Em consequência, tais bens reprodutíveis não podem satisfazer as demandas de liquidez" <sup>39</sup>.

## 2.6. Polêmica sobre as propriedades da Moeda

As **propriedades essenciais do dinheiro e outros ativos que possuem o atributo de liquidez em alto grau** são, segundo Keynes - na *Teoria Geral*, capítulo 17:

- a *elasticidade de produção* nula ou insignificante - ou seja, não se pode reproduzir o ativo, mediante o emprego de trabalho, em resposta a um incremento da sua demanda;
- a *elasticidade de substituição* nula ou insignificante entre os ativos líquidos e os bens que podem reproduzir-se mediante o emprego de trabalho.

A análise pós-keynesiana argumenta que, se a demanda se desvia dos bens produzíveis para o dinheiro, como não se pode empregar trabalho para produzir mais dinheiro, surge a possibilidade de *desemprego involuntário*.

Vimos que Davidson explica que os bens mercantis não se conservam normalmente como reservas de valores para propósitos de liquidez porque não possuem as características que estimulam o desenvolvimento de mercados instantâneos de ativos, bem organizados, para seu intercâmbio. Portanto, tais *ativos não líquidos* nunca são bons substitutos para o dinheiro. Entretanto, outros *ativos líquidos* que possuem uma elasticidade de produção nula ou insignificante - tais como os ativos financeiros e as divisas - podem ser bons substitutos do dinheiro. Isto permite que débitos privados (como depósitos à vista em bancos comerciais) possam se tornar moeda. As autoridades monetárias, enquanto *market-makers* (ou emprestadores em última instância), os garantem.

Os pós-keynesianos reconhecem um grau de endogenia da oferta monetária através da criação de *substitutos da moeda*. "Na teoria monetária pós-keynesiana, a moeda legal é o conceito básico, mas o conjunto de ativos monetários é maior que apenas o valor do estoque de moeda legal emitida. Agentes privados podem criar moeda se contarem com o apoio institucional de um *market-maker* perfeito, ou quase-moedas. Há, assim, um componente endógeno na criação de moeda em uma economia moderna" <sup>40</sup>.

No entanto, o autor citado adverte que esta endogeneidade não é ilimitada. Depende de que a autoridade monetária esteja de acordo em garantir a retaguarda da criação de substitutos da moeda. Os limites da atuação do banco central têm em conta, de um lado, as necessidades de moeda pela atividade econômica, e, por outro, as variações no estoque de moeda não serem completamente arbitrárias.

Neste ponto, há **uma discordância de análise entre pós-keynesianos**. Diz respeito à possibilidade de controle *direto* da quantidade de moeda pelos bancos centrais.

<sup>40</sup>

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Moeda, Produção e Acumulação: uma Perspectiva Pós

- uma corrente (a de Kaldor, Moore, etc.) – chamada de *horizontalista* - não acredita em controle monetário geral e prega o uso de política de juros e/ou de crédito seletivo.
- outra corrente (a de Davidson, Minsky, etc.) – dita *fundamentalista* - ainda não abandonou totalmente uma visão tradicional de política monetária.

O *argumento de autoridade* utilizado para justificar esta última é baseado numa interpretação ortodoxa do que disse Keynes a respeito das propriedades da moeda <sup>41</sup>. Deduz-se dela, indevidamente, uma pregação a favor da limitação da quantidade de moeda, ou seja, da necessidade (e possibilidade) da manutenção da oferta monetária inelástica.

O argumento é construído como se o *princípio da escassez* do ativo monetário definisse o seu valor. "É porque se espera que o poder de compra do meio circulante seja estável que ele se torna tão poderosa reserva de valor. Em outras palavras, é da sua relação com contratos que o meio circulante deriva seu atributo de liquidez. É para garantir este atributo que Keynes preconiza serem negligíveis as duas elasticidades, de produção e de substituição. Um objeto cuja quantidade esteja sujeita a variações bruscas não estaria a salvo de excessos de oferta ou de demanda que afetam os outros ativos. A percepção de que os riscos de perda de poder de compra da moeda pudessem ser elevados destruiriam sua função de unidade de contratos, forçando os agentes a buscar alternativas menos eficazes para a coordenação de atividades, como ocorre sob inflação elevada. O preço da preservação do atributo de liquidez, e com ele do sistema contratual sobre o qual se erige a atividade capitalista, é a necessidade de limitação da variação do meio circulante e o desemprego, quando a demanda se volta para ativos monetários" <sup>42</sup>.

A Teoria Quantitativa da Moeda ainda influencia essa interpretação.

1. por achar que a estabilidade do poder de compra do meio circulante depende do controle de sua quantidade. Uma Teoria Alternativa da Moeda inverte essa lógica, afirmando que essa estabilidade do poder de compra da moeda é consequência do controle dos preços básicos - p. ex., através de política de rendas, de juros, cambial e fiscal.
2. por fazer analogia entre resultados de "excesso" ou de "escassez" que afetam os preços de outros ativos mercantis e o caso do ativo plenamente líquido por definição institucional. No caso desse ativo monetário (papel-moeda fiduciário ou moeda-bancária), que não é moeda-mercadoria, não é o *princípio de escassez* no mercado que define sua liquidez, mas o poder liberatório, definido legalmente.

<sup>41</sup>

COSTA, Fernando Nogueira da. (Im)propriedades da Moeda. *Revista de Economia Política*. Vol.

As recomendações de política econômica de Keynes contrastam com as dos teóricos quantitativistas. Em virtude do papel do dinheiro no sistema ser a conexão de valor ao longo do tempo, é vital seu valor se manter estável. Porém, isto implica que *outros preços devem permanecer estáveis*, em particular, segundo a visão keynesiana tradicional, o preço da mão de obra. Tal estabilidade reduziria também o risco dos contratos de repartição da incerteza e da existência dos mercados onde os negociam. Desse sistema contratual estável depende a coordenação entre os agentes econômicos.

Davidson usa, no mesmo plano conceitual, as idéias de demanda efetiva, grau de endogeneidade e da não-neutralidade da moeda, derivada de sua retenção ociosa. "Estas propriedades peculiares da elasticidade não significam que a quantidade de moeda seja inalterável. Numa economia de moeda-bancária, a oferta monetária pode variar de forma *exógena* (por condução das operações de mercado aberto) ou *endógena*, já que os bancos respondem a um aumento da demanda por moeda, provocado por motivos financeiros [*finance*], inclusive a necessidade de pagar contas nominais maiores, se aumenta a taxa de salário nominal contratual. Entretanto, numa economia onde a liquidez se associa com estas propriedades peculiares, um aumento da demanda por moeda por motivos precaucionais ou especulativos em desfavor das transações planejadas reduzirá o emprego, sendo dadas todas as demais circunstâncias, apesar que um aumento exógeno da oferta de moeda não terá um efeito direto no gasto de bens reprodutíveis por via dos ajustes de carteira" <sup>43</sup>.

Kregel sugere também uma ênfase diferente daquela que é dada pela Teoria Quantitativa da Moeda ao papel do dinheiro na análise econômica. "Ainda que o dinheiro seja o menos *incerto* dos elos que ligam o presente ao futuro desconhecido, não se infere daí que as variações da quantidade de moeda ou das variáveis 'monetárias' terão um efeito direto nas avaliações do futuro por parte dos poupadores e investidores ou em suas reações ante a incerteza. As reações do comportamento frente à incerteza são inteiramente independentes de que o dinheiro seja o elo mais seguro entre o presente e o futuro e das razões pelas quais se necessita deste elo" <sup>44</sup>. Em outras palavras, não é a expectativa de excesso da quantidade de moeda que leva à perda de sua função de unidade contratual.

Numa economia monetária, *o dinheiro não é neutro*. Nela, a determinação da demanda efetiva é necessária para determinar se o gasto corrente superará ou será menor que a produção corrente, se as expectativas serão satisfeitas ou insatisfeitas, e se a produção e o emprego se ajustarão às novas expectativas. "A existência de ativos líquidos, que em uma situação de incerteza oferecem como retorno a segurança, faz com que seja possível ao indivíduo abster-se do consumo sem investir. (...) **É a incerteza que cerca decisões cruciais, como as de investimento em ativos de capital real, que abre o espaço da não-neutralidade da moeda no longo período**" <sup>45</sup>.

<sup>43</sup> DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 235.

<sup>44</sup> KREGEL, J. A.. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. Journal

O adiamento dessas decisões de gasto - aplicações em ativos duráveis - tem como contrapartida aplicações em outros ativos (monetários ou financeiros). Isto significa que **não há uma "hierarquia conceitual" entre a teoria da preferência pela liquidez e o princípio da demanda efetiva, na explicação de Keynes do nível do emprego. Não se trata de uma relação de causa-e-efeito, mas sim de simultaneidade de ações: diferir gastos e reter liquidez.**

Entretanto, alguns intérpretes colocam todo o peso da teoria do desemprego de Keynes sobre a existência da *armadilha da liquidez*. Ao mesmo tempo, se mostra como esta armadilha desempenharia um papel decisivo numa teoria que postule uma função estável da demanda por moeda (preferência pela liquidez constante) e recorre às variações exógenas da quantidade de moeda para influenciar a economia. Entretanto, quando as variações monetárias são endógenas e a preferência pela liquidez, baseada nas expectativas, é volátil, a *armadilha da liquidez* tem uma importância secundária.

Isto é tema para outro capítulo. Será desenvolvido no capítulo 4 - *Taxa de Juros e Preferência pela Liquidez*.

### **Leitura Adicional Recomendada:**

KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). Cap. 17 (As Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro).

**Comentário:** Na releitura dessa obra clássica, proposta pelos pós-keynesianos *fundamentalistas*, esse capítulo ganha ênfase, porque nele está a unificação da teoria do investimento enquanto escolha de formas alternativas de retenção de riqueza. Ativos reais oferecem rendimentos que compensam sua pouca liquidez, contrapondo-se com ativos financeiros e monetários, em que graus elevados de liquidez compensam rendimento inferior. Na medida que os primeiros são produzíveis com mão-de-obra e os últimos não, a seleção desses ativos afeta o emprego.

TOBIN, James. Commercial Banks as Creators of "Money". Essays on Economics. Vol. I: Macroeconomics. Amsterdam, North-Holland, 1971 (original de 1963). Cap. 16.

**Comentário:** Tobin critica a "falácia da composição" da *visão dos banqueiros* ao afirmarem que fazem "empréstimos por conta de terceiros". Mostra que, para o sistema bancário como um todo, o controle quantitativo do Banco Central determinaria o montante de reservas não-emprestáveis, mas a eventual necessidade suplementar depende das circunstâncias econômicas confrontadas pelos bancos comerciais. Assim, empréstimos e depósitos à vista expandem-se menos que o estimado pelo multiplicador, em função da variação da taxa de juros operada pelo *open-market*; além disso, as preferências dos



depositantes importam, semelhantemente ao regime de reserva bancária fracionária.

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988. Cap. 1 (The Differences between Commodity, Fiat and Credit Money).

**Comentário:** O fundador da chamada corrente *horizontalista* dos pós-keynesianos apresenta sua mensagem central: os membros da profissão estão operando com uma paradigma basicamente incorreto a respeito de como o moderno sistema bancário opera. Esse paradigma padrão pode ter sido relevante para um mundo com moeda mercadoria ou fiduciária, mas não é aplicável ao atual mundo de moeda creditícia.

WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. Cap. 1 (The Endogenous Approach to Money) e Cap. 2 (Money and Institutional Evolution).

**Comentário:** Este pós-keynesiano da corrente *fundamentalista* apresenta, no primeiro capítulo, as origens da moeda, a concepção pós-keynesiana da moeda, discute quais ativos constituem moeda e a relação entre liquidez, moeda e gasto. No segundo, mostra a evolução institucional da moeda através de diversos estudos de casos.

MAYER, Martin. Part I: Understanding Money. The bankers: the next generation. NY, Truman Talley Books / Dutton, 1997. pp. 37-182.

**Comentário:** Mayer reescreveu e atualizou seu best-seller de 20 anos atrás. Na primeira parte, busca o entendimento da natureza da moeda contemporânea, numa era do computador, enfocando inclusive cartões de crédito, ATMs, *smart cards* e a internet.

COSTA, F. N.. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bial-Educ, 1992. Ensaio 1 (Relação Gasto-Liquidez: As Três Tríades).

**Comentário:** A terceira tríade apresentada, juntando às clássicas *Duas Tríades* de Hicks (a relação entre as três funções básicas do dinheiro e os três motivos keynesianos para a demanda por moeda), refere-se aos três atributos encontráveis nos ativos, apontados por Keynes: a capacidade do ativo prover um certo fluxo monetário (**q**), a existência de um custo de manutenção do ativo em carteira (**c**), a liquidez do ativo (**l**). Analisa a especificidade do ativo monetário. Contrapõe o *princípio da liquidez* ao *princípio da escassez*, de origem quantitativista. Sugere a distinção entre a liquidez *monetária* e a *financeira*; a liquidez *potencial* e a *efetiva*.

**Resumo:**

1. Discutiu-se o conceito de dinheiro, apresentando as formas da moeda, as funções do dinheiro, a criação e a entrada de moeda na economia.
2. As formas da moeda são as seguintes: moeda-mercadoria; metal-cunhado; papel-moeda conversível; moeda fiduciária (não-conversível); moeda bancária (escritural ou “invisível”).
3. A moeda é distinta do dinheiro: **moeda** é um ativo comumente oferecido ou recebido pela compra ou venda ou, então, aquilo que o Estado recebe como pagamento de imposto; **dinheiro** é o ativo monetário (criado pelas forças de mercado e/ou pelo poder do Estado) com aceitação geral – legal e social -, para desempenhar todas as suas funções.
4. As funções básicas do dinheiro são: meio de circulação, medida de valor, reserva de valor, poder liberatório de contratos, padrão de pagamento diferido e instrumento de poder econômico.
5. As principais entradas de moeda na economia são via empréstimos que multiplicam depósitos, uso de instrumentos de política monetária e o impacto monetário do balanço de pagamentos.
6. A importância da moeda, para os pós-keynesianos, é por que a detenção suficiente de liquidez implica a capacidade de dispor dos meios necessários para cumprir todas as obrigações contratuais em seu vencimento.
7. Uma polêmica entre autores pós-keynesianos surgiu devido a uma interpretação quantitativista do que disse Keynes a respeito das propriedades da moeda. Os *fundamentalistas* deduziram delas, indevidamente, uma pregação a favor da limitação da quantidade de moeda, ou seja, da necessidade (e possibilidade) da manutenção da oferta monetária inelástica.

## **PARTE II**

### **DEMANDA POR DINHEIRO E PREFERÊNCIA POR LIQUIDEZ**

## CAPÍTULO 3

### DEMANDA POR DINHEIRO: ESTABILIDADE OU INSTABILIDADE

**“Um economista é aquele sujeito que sabe o preço de tudo,  
mas não sabe o valor de nada”.**

#### 3.1. Introdução

Nos livros-texto de economia monetária, é comum distinguir entre um "*modelo clássico*" e um "*modelo keynesiano*". O **modelo clássico** é caracterizado por *uma função velocidade de circulação da moeda estável*, com demanda por encaixes dependente (a) das transações, (b) da duração dos períodos de pagamento e (c) dos padrões de gasto. O **modelo keynesiano** é caracterizado pela ênfase sobre *os motivos transacional, precaucional, especulativo e finance para demandar dinheiro*, conduzindo à abordagem de *portfolio*.

O mais influente tratamento moderno, no *mainstream*, da demanda por dinheiro foi a rerepresentação da Teoria Quantitativa da Moeda, realizada por Friedman, como uma teoria da demanda por moeda, cuja função seria estável. Esta hipótese, testada em vários trabalhos econométricos com resultados inconclusivos, colocou-se como oposição à visão, associada a Keynes, que elasticidade da demanda por dinheiro em relação à taxa de juros é extremamente elevada, e à visão relacionada, fundada no *Radcliffe Report* (com participação de Kaldor), que a velocidade de circulação da moeda é instável.

A **idéia básica**, em debate, é que não adianta insistir em um controle direto da oferta de moeda se sua contrapartida – a demanda por moeda – apresentar um comportamento instável. Discute-se a possibilidade de determinar uma oferta monetária que não atenda a uma demanda inflacionária, ou seja, só sancione a demanda por moeda “normal”: a ocorrida em período sem inflação.

Vamos mostrar, brevemente, o tratamento dado à demanda por moeda, tanto no modelo "clássico", quanto no modelo "keynesiano". Referente ao primeiro, apresentaremos a diferença do enfoque da velocidade de circulação da moeda na Equação de Trocas de Fisher e de Cambridge em relação ao dado pela teoria da demanda por moeda estável, elaborada por Friedman. Quanto ao segundo, recuperaremos os motivos da demanda por saldos de caixa – transacional, precaucional, especulativo e *finance* (este geralmente não destacado pelos “manuais”) -, segundo a visão original de Keynes. Após, comentaremos a tentativa de síntese keynesiano-neoclássica, elaborada por keynesianos tradicionais como Baumol e Tobin, respectivamente, através da teoria da demanda por moeda para fins transacionais e da teoria da seleção da carteira de ativos. Por fim, destacaremos a distinção entre a demanda por

### 3.2. Questão da estabilidade da demanda por moeda

Economistas ortodoxos lidam com "meias-verdades", cuja raiz está no "mito da moeda", que define o que é ou não é *moeda*; e quem emite ou não *passivo monetário*. Muitas vezes não sabem qual moeda realmente é aceita como dinheiro, mas mesmo assim propõem meta para seu crescimento.

Devido às contínuas inovações financeiras, há problema na definição de qual moeda tem aceitação geral – social e legal -, em cada momento, como dinheiro. Principalmente em regime de alta inflação, a emissão de títulos de dívida pública com alto grau de liquidez, garantidos pelo governo, dá a eles um caráter de lastro de “quase-moeda” difícil de distinguir da moeda oficial propriamente dita. Com a automação dos bancos, estes vinculam as contas correntes aos fundos mútuos de investimento, de maneira que os clientes somente mantêm um saldo mínimo como depósitos à vista, que estão sujeitos aos depósitos compulsórios no banco central. Nesse caso, o custo de conversão de aplicações receptoras de juros para depósitos transferíveis por cheques é desprezível.

Com isso, há problemas empíricos na determinação e definição das variáveis explicativas da demanda por moeda. Mesmo teoricamente não é um assunto resolvido. Como há dificuldade de mensuração da *riqueza individual*, para especificar a função que a relaciona com os saldos monetários, é comum a utilização do nível de *renda corrente* como *proxy*. Quanto ao uso da taxa de juros nominal ou da taxa de inflação como a variável mais importante para explicar a demanda por moeda, isto depende do contexto: se é inflacionário ou não. Quando ambas variáveis são colocadas como determinantes simultâneas da equação da demanda por moeda, surge o problema econométrico de *multicolinearidade*, pois elas se movem na mesma direção. Outras preocupações são: em decisão *ex-ante*, o que importa é a taxa de inflação esperada e não a observada *ex-post*; não se tem certeza a respeito de qual taxa de juros é a mais correta como determinante da demanda por moeda, se a *de referência* ou a *de mercado*; se a *de curto prazo* ou a *de longo prazo*.

Portanto, os estudos econométricos sobre o comportamento das estimativas das elasticidades da demanda por moeda em relação às variáveis que a explicam, e a aplicação de testes de causalidade entre as variáveis, não conseguem dar uma palavra final nas controvérsias sobre a demanda por moeda. Aliás, sabe-se que "nenhuma controvérsia importante na teoria econômica foi resolvida através do teste ou da mensuração empírica" <sup>46</sup>. As controvérsias se resolvem não porque uma das teorias é falsificada, mas porque a outra comanda maior poder de convencimento. Controvérsias se resolvem retoricamente. Daí a importância de uma Teoria Alternativa da Moeda.

Mesmo a proposição quantitativista de uma *teoria monetária dos preços* apresenta o *problema da defasagem*: o efeito retardado do crescimento monetário sobre a inflação. Para Friedman, inclusive em seu último livro - *Money Mischief*<sup>47</sup> -, a *defasagem não é nem uniforme*. “O efeito sobre os preços, como sobre a renda e a produção, é distribuído ao longo do tempo, mas chega cerca de 12 a 18 meses mais tarde, de modo que a demora total entre uma alteração no crescimento monetário e uma alteração na taxa da inflação atinge, em média, algo em torno de 2 anos. (...) A curto prazo, que pode ter a duração de 3 a 10 anos, as alterações monetárias afetam primordialmente a produção. Ao longo de décadas, por outro lado, a taxa de crescimento monetário afeta primordialmente os preços” (pp. 54/5).

Dessa forma, a base temporal para o teste da previsão desse impacto inflacionário da emissão monetária só pode ser arbitrária. O que se pode dizer sobre a capacidade de previsão de uma teoria que, quando é testada, aponta uma relação entre duas variáveis (oferta de moeda e nível geral de preços) “longa e variável”?

Não é nosso objetivo testar com econometria algumas proposições básicas encontradas na Teoria Quantitativa da Moeda, como a exogeneidade da oferta da moeda ao sistema e a estabilidade da demanda por encaixe real de moeda. Vamos tentar convencer os leitores a respeito da validade dos postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda com base em uma argumentação lógica.

A **questão-chave** é: para que fazer o controle da oferta da moeda, quando se desconhece a demanda por moeda? Como saber *ex-ante* quanto os agentes econômicos querem de moeda em circulação ativa?

O controle monetário (da quantidade de moeda ofertada) só seria um instrumento útil, para a política econômica, se tivesse uma influência previsível sobre o nível de preços ou de renda. Isso dependeria de um comportamento estável ou regular dos demandantes da moeda. Não adianta controlar a oferta de moeda se sua demanda tiver um comportamento cujos resultados são incertos e aleatórios. É isso, justamente, o que ocorre numa época de inovações financeiras e/ou de inflação alta. O comportamento torna-se volátil, flutuando entre aplicações financeiras e conversões monetárias. O descontrole monetário deriva da causalidade unidirecional do nível de preços para a demanda por moeda e daí para a oferta de moeda.

Mas o *mainstream* dos economistas considera essencial analisar o comportamento das variáveis que compõem a demanda por moeda: se esta for perfeitamente elástica em relação à taxa de juros ou perfeitamente juros-inelástica, terá resultados opostos com relação às políticas fiscal e monetária. Antes de apresentarmos a função demanda por moeda estabelecida por Friedman, vamos verificar o tratamento neoclássico da velocidade de circulação da moeda.

### 3.3. Velocidade de circulação da moeda na Equação de Trocas.

A **velocidade de circulação da moeda** é a medida do número de vezes que uma unidade monetária muda de possuidor, em determinado período.

$V = PT / M^s$  é a relação de um *fluxo* de pagamento com o *estoque* de moeda que o efetiva.

$V = Y / M^s$  representa a *velocidade-renda* (ou *transações*), utilizando-se da renda nacional como *proxy* da riqueza líquida. Se  $V = Y / M^s > 1$ , isto significa que  $M^s$  circula mais que uma vez, para validar as transações.

A velocidade média ponderada de cada unidade monetária depende do *tempo de retenção da moeda recebida*, relacionado com as formas da moeda e os circuitos - de produção, consumo e financeiro - em que circula. Se a velocidade  $V$  é *baixa*, a retenção monetária é *alta*. Uma maior velocidade  $V^d$  de transferência bancária, representadas por maiores *retiradas* [saídas] e *recolhimentos* [entradas], no sistema bancário, significa que está ocorrendo queda dos saldos ociosos e aumento das aplicações financeiras, devido a uma maior taxa de juros. Uma maior velocidade  $V^c$  de pagamentos com papel-moeda em poder do público (*nº de transferências das notas/ano*) em função, por exemplo, da elevação da inflação (diminuindo o valor da moeda) significa que a reserva monetária ( $M^d$  *ociosa*) está menor e que a rotação da moeda tornou-se mais rápida. Se  $V^d > V^c$ , logo, um aumento na relação  $DV / PMPP$  provoca aumento da velocidade de circulação da moeda  $V$ .

O **postulado da proporcionalidade** da Teoria Quantitativa da Moeda exige que a velocidade de circulação da moeda seja virtualmente estável a curto prazo, determinada por:

- (a) os hábitos comunitários de posse da moeda referentes a recebimentos e desembolsos (frequência, durabilidade e sincronização de pagamentos);
- (b) fatores institucionais e tecnológicos.

A Equação das Trocas, apresentada por Fisher, em 1911, e a de Cambridge são aritmeticamente equivalentes uma a outra ( $M = k.P.Y$ , onde  $k = 1 / V$ ), mas pousam sobre noções fundamentalmente diferentes do papel da moeda na economia. A de Fisher vê a moeda somente como um meio de troca continuamente "em movimento" - constantemente mudando de mãos de comprador para vendedor. A Equação de Trocas de Cambridge vê a moeda como um domicílio temporário do poder de compra (um ativo) formado em parte por um saldo de caixa "ocioso" (o dinheiro que não circula tem velocidade zero). Essa *abordagem de saldo de caixa* inclui, além dos ativos usados, primariamente, para efetuar trocas - meios de pagamentos -, depósitos não transferíveis por cheques e possivelmente outros ativos líquidos.

### 3.4. Teoria da demanda por moeda estável, em Friedman

A *versão saldo de caixa* da Equação de Trocas, apresentada por Cambridge, focalizando a demanda por dinheiro e a *volição* (ato pelo qual a vontade determina a velocidade) mais do que aspectos mecânicos (acidentais e arbitrários) do fluxo circular da moeda, pode ser vista como o ponto de partida da abordagem keynesiana da demanda por dinheiro, das modernas teorias de portfólio para tratar da demanda por moeda, e da reinterpretação da Teoria Quantitativa da Moeda feita por Friedman.

Esta **reformulação monetarista** enfatizou dois novos aspectos:

- (a) a Teoria Quantitativa da Moeda foi reinterpretada como uma teoria da demanda por moeda, não constituindo então, diretamente, uma teoria da determinação do nível de preços e da renda nominal;
- (b) a essência da Teoria Quantitativa da Moeda passou ser a existência de uma relação funcional estável entre a velocidade da moeda (ou sua contrapartida, a quantidade de saldo real demandado) e um número de variáveis independentes que a determina.

A primeira reformulação de Friedman foi destinada a rebater muitas das críticas keynesianas:

- (a) negando que a Teoria Quantitativa da Moeda era uma teoria de determinação da renda, Friedman buscou desembaraçá-la da crítica keynesiana de que ela assumia o pleno emprego;
- (b) enunciando a Teoria Quantitativa da Moeda como uma função demanda por moeda capaz de ser empiricamente testada, Friedman tentou contrariar a afirmação keynesiana que a teoria era uma mera tautologia.

Diferentemente dos teóricos quantitativistas clássicos, os monetaristas não interpretam a quantidade de saldos reais demandada quase como uma constante numérica. Na versão de Friedman, a demanda por moeda está considerada dentro de uma ampla abordagem sobre a demanda por ativos, na tradição da versão de Cambridge. Seu tratamento é análogo ao realizado pelo *mainstream*, num tema fundamental da macroeconomia: como as famílias dividem a renda entre consumo e poupança, numa escolha intertemporal, ou seja, considerando como suas decisões presentes vão afetar as futuras oportunidades. No caso da demanda por moeda, a restrição orçamentária é a *riqueza*, e não a *renda*.

Sendo a limitação orçamentária do agente econômico o *nível de riqueza*, este é dado pela soma do total de seus ativos. A carteira de ativos de um agente constitui-se de: moeda que tem valor nominal fixo **M** e produz rendimentos não pecuniários; ativos de renda fixa **A<sub>f</sub>** que rendem **r<sub>f</sub>**; ativos de renda variável **A<sub>v</sub>** que rendem **r<sub>v</sub>**; e ativos como bens físicos **A<sub>b</sub>** e capital humano **A<sub>h</sub>** (capacidade pessoal de ganho) que produzem rendimentos que



portanto, constitui um ativo alternativo a outros tipos de ativos, nominais ou físicos.

Em condições normais (sem instabilidade inflacionária), Friedman enxerga a **demanda por moeda** como uma *função estável* de várias variáveis:  $M^d = f(Y_p, r_f, r_v, r_i, P, h, u)$ , tais como:

1. o nível de renda **Y**, que é uma estimativa aproximada do nível de riqueza (cuja proxy *renda permanente* é a média ponderada das rendas passadas, correntes e esperadas);
2. a taxa esperada de rendimentos alternativos resultantes de ativos de renda fixa **Af**, ativos de renda variável **Av**, e ativos como bens físicos **Ab** e capital humano **Ah** (o custo oportunidade da posse de moeda);
3. a taxa de inflação antecipada **P** (o custo de depreciação dos saldos de caixa pelo nível de preços);
4. a razão **h** entre a renda proveniente da riqueza não-humana e a renda obtida da riqueza humana (expressa o valor atual da renda futura gerada pelo capital humano);
5. a variável **u** que capta as mudanças nos gostos, preferências, progresso tecnológico, bem como outros fatores aleatórios (inclusive o atributo de liquidez do ativo monetário).

Essa é a *forma funcional agregada* da demanda por moeda, onde a taxa de juros não é vista como importante determinante *direta*: há baixa elasticidade-juros da demanda por moeda por motivo transacional. Pode-se rerepresentar de *forma reduzida* a equação da demanda por moeda *em termos reais*, em período não-inflacionário ( $r_i = 0$ ), considerando não significativa a variável **h** que mede a proporção entre as riquezas não-humana e humana, sendo **Yp** a renda permanente e **r** o custo de oportunidade em reter moeda face à renda fixa e à renda variável ou frente à taxa de juros média em torno da qual essas rendas se movem:  $M / P = f(Y_p, r)$ .

**O quanto se mantém de saldo de caixa** depende de:

1. a **utilidade da moeda**: separar o ato da compra do ato da venda e ser reserva para emergência futura;
2. os **custos**: *de oportunidade na perda de juros*, face à incerteza quanto ao rendimento de ativos alternativos, e *de alteração do valor real do saldo de caixa*, frente à taxa de inflação.

O ponto seguinte, após mostrar as condições para a estabilidade da demanda por encaixe real de moeda, é como fazer a reconciliação da oferta monetária - considerada *exógena* ao mercado - com essa demanda. Historicamente, o compromisso de conversão aos meios de pagamento era uma limitação quantitativa: as condições físicas da produção do lastro monetário tinham papel importante. Segundo Friedman, atualmente, a oferta da moeda é aquela que as autoridades monetárias quiserem.

Sob o ponto-de-vista monetarista, as **decisões das autoridades monetárias** dependem de:

1. as *necessidades burocráticas*;
2. as *crenças e os valores pessoais* dos encarregados;
3. os *acontecimentos correntes ou presumidos* na economia;
4. as *pressões políticas* às quais estão sujeitas; etc.

De acordo com os princípios básicos da teoria monetária de Friedman, é essencial distinguir entre:

- a quantidade *nominal* de moeda: determinado pelo banco central;
- a quantidade *real* de moeda: o público determina o total de bens e serviços que a quantidade *nominal* irá comprar, através de sua demanda de moeda.

Friedman observa que o que realmente importa é o *poder aquisitivo* dos encaixes monetários possuídos (saldos de caixa *reais*) - aquilo que os saldos *nominais* irão de fato poder comprar.

Outra distinção crucial é entre as alternativas abertas ao *indivíduo* (gastar mais saldos do que recebe de renda) e à *comunidade como um todo* (limitada apenas à transferência de saldos). São frustradas todas as tentativas de expansão econômica com base em uma política monetária “frouxa” de “dinheiro barato” por só provocar a alta do valor nominal da *dada* oferta de bens e serviços.

O aumento da oferta de moeda não possui a capacidade de provocar a ampliação da capacidade produtiva, a alteração dos gostos e preferências, ou a substituição de produtos. Permanece o mesmo fluxo real de bens e serviços que havia antes da expansão monetária.

Finalmente, numa crítica ao *princípio da demanda efetiva*, para Friedman, a teoria monetária tem de fazer distinção entre o *ex ante* - *gastos excedem receita* – e o *ex post* - *têm de ser iguais*. As tentativas individuais de redução dos saldos extras de caixa (que vão além do encaixe real desejado) só provoca elevação dos preços e, em consequência, da renda nominal.

### 3.4. Motivos da demanda por moeda em Keynes

A versão clássica dos motivos da demanda por dinheiro apresenta a moeda somente como *instrumento de trocas*, neutra, não atingindo a taxa de juros e o emprego. A versão keynesiana enfatiza a moeda como *reserva de valor*, tanto para fins transacionais futuros, como para fins precaucionais e oportunidades especulativas. A moeda é *não-neutra*, pois, retida em função das expectativas incertas acerca das variações futuras na taxa de juros, afeta o emprego, a curto prazo.

Um aumento na velocidade-renda da moeda - a menor proporção de renda que o público deseja conservar em forma de moeda - pode ser sintoma de uma redução na *preferência pela liquidez*, assunto normalmente apresentado como substancialmente idêntico ao que tem sido estudado sob a designação de *demanda por moeda*. Todavia, não é a mesma coisa, uma vez que é em relação ao seu saldo acumulado de riqueza líquida (*estoque*) e não em relação à sua renda (*fluxo*) que o indivíduo pode exercer sua escolha entre a liquidez e a iliquidez. Ao se assumir que a demanda por moeda em seu conjunto (e não somente uma parte dos encaixes líquidos do público) tenha determinada relação com a renda não se leva em conta o papel desempenhado pela taxa de juros.

A demanda agregada da moeda do indivíduo é apresentada por Keynes, no capítulo 15 da *Teoria Geral*, como uma decisão única, para a qual concorrem vários motivos diferentes, a respeito de um fundo único, sem compartimentos estanques e sem separação nítida (nem mesmo mentalmente).

A falta de sincronismo entre pagamentos e recebimentos justifica a retenção de saldos monetários para fins transacionais. O **motivo transação** pode subdividir-se em motivo *renda* e motivo *negócios*.

O **motivo renda** refere-se a conservar recursos líquidos para garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda. Dependerá de:

- (a) o montante de renda;
- (b) a duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso.

O conceito de velocidade-renda da moeda é estritamente apropriado apenas a este contexto.

O **motivo negócios** refere-se aos recursos líquidos que são conservados para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas (compras) e o do recebimento do produto das vendas (realização). Dependerá de:

- (a) o valor da produção corrente (e do rendimento corrente);

(b) o número de intermediários através dos quais passa essa produção.

O **motivo transacional** não inclui a demanda por dinheiro para realização de operações discricionárias (que se exercem à *discrição* - com prudência e reserva - de modo arbitrário), como realização de investimentos empresariais ou compra de duráveis por consumidores, mas apenas aquelas ligadas à reprodução das atividades rotineiras e repetitivas dos agentes econômicos. É ligado à idéia de gastos rotineiros para girar a renda corrente. Constitui uma retenção temporária de moeda, entrando de maneira *passiva* em circulação *ativa*, devido às decisões de gastos programadas ou aos compromissos contratuais pré-estabelecidos.

Enquanto o **motivo-transação** (relacionado à repetição e rotina) se liga às despesas *ordinárias* e *certas*, o **motivo-precaução** (saldos ociosos para imprevistos) relaciona-se com despesas *extraordinárias* e *incertas*.

O **motivo precaucional** para demanda por moeda é tanto para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras ou aplicações vantajosas quanto para conservar um ativo de valor fixo em termos monetários com a finalidade de honrar uma obrigação estipulada em dinheiro. O **motivo precaucional** é o que mais corresponde à idéia de que a moeda é um ativo seguro, com o qual se pode atravessar um futuro incerto e nebuloso, até que as perspectivas e escolhas se tornem mais definidas.

Tanto o **motivo precaucional** quanto o **motivo especulativo** se definem por causa da incerteza quanto ao futuro. Referem-se a uma decisão voluntária de retenção de moeda *ociosa* ou *inativa*.

- **motivo precaucional** ocorre quando há expectativa que a taxa de juros mudará, mas não se aponta em que sentido.
- **motivo especulativo** surge quando há expectativa que a taxa de juros provavelmente mudará em uma determinada direção.

Portanto, "a demanda especulativa por dinheiro ocorre quando se tem 'pistas' sobre o futuro, ou seja, quando se tem expectativas definidas (não necessariamente corretas pois é impossível saber *a priori*) sobre o futuro" <sup>48</sup>. Trata-se de uma demanda de dinheiro para "espera". Quando há expectativa de aumento futuro da taxa de juros (ou queda do valor dos títulos prefixados existentes no mercado secundário), é melhor esperar que isto ocorra para só então se fazer aplicações.

A força desses três tipos de motivos dependerá, em parte, do custo e da segurança dos métodos para obter dinheiro em caso de necessidade, por meio de alguma forma de empréstimo temporário, p.ex., saques a descoberto.

O que Keynes mostra é que não é irracional manter ativos monetários para satisfazer oportunidades lucrativas, quando há razões para acreditar em

mudança a seu favor no preço dos títulos ou na taxa de juros. Pelo **motivo precaucional-especulativo** a moeda é retida como um *ativo* com retorno em função de seu atributo de liquidez. Possui a capacidade de permitir ao seu detentor reestruturar imediatamente se *portfólio*, quando suas expectativas se confirmarem ou a incerteza diminuir.

O uso de saldos ativos de caixa foi denominado de **circulação industrial** por Keynes, em seu *Tratado da Moeda* (1930), opondo-se ao uso da porção da oferta de moeda que envolve o negócio de distribuição de títulos ou reservas de valor, a **circulação financeira**. Na *Teoria Geral* (1936), a moeda retida para *circulação financeira* está associada aos *motivos precaucional e especulativo*, enquanto a dita em *circulação industrial* “ativa” associa-se ao motivo *transaccional*.

Em 1937, Keynes destacou a retenção de dinheiro por motivo de uma *despesa discricionária planejada* - o **motivo finance** -, p.ex., entre o planejamento de um investimento e a execução (ou realização). No planejamento de um *gasto discricionário*, como o investimento, o agente econômico tende a reter, *anteriormente ao dispêndio efetivo*, certa quantidade de dinheiro como fundo de reserva e/ou depreciação que lhe permita, seja realizar parte de seus gastos autonomamente (*autofinanciamento interno*), seja conseguir recursos de terceiros em melhores termos (*financiamento externo à empresa*).

Em *antecipação* a gastos discricionários, há demanda adicional por saldos inativos que, se não acomodada, poderá pressionar a disponibilidade de dinheiro para atender aos outros três motivos. O **motivo finance** é um meio-termo entre a **demanda transaccional** (demanda de saldos ativos para serem dispendidos), relacionada com plano definido de dispêndio, e a **demanda precaucional-especulativa** (demanda de dinheiro para ser retido ocioso), representada sob forma de saldos inativos.

Em síntese, podemos apresentar o seguinte quadro:

Motivos da Demanda por Moeda	Para Despesas
Transaccional	Ordinárias
Precaucional	Incertas
Especulativo	Diferidas
<i>Finance</i>	Extraordinárias

### 3.5. Teorias da demanda por saldos monetários e da seleção da carteira de ativos

Numa proposição de síntese keynesiano-neoclássica, Baumol (1952) e Tobin (1956) apresentaram, independentemente, duas teorias da demanda por saldos monetários.

Baumol tentou avançar em relação à versão original de Keynes, para justificativa da demanda por moeda com fins transacionais. Alegou que, ao contrário do que afirma Keynes - literalmente, no capítulo 15 da *Teoria Geral* -, ele teria separado a demanda por moeda em compartimentos estanques e com separação nítida. Os saldos *ativos*, em circulação por razões transacionais, seriam determinados somente em função da *renda*. Os saldos *inativos*, retidos com fins precaucionais ou especulativos, estariam aguardando alguma variação na *taxa de juros*. Com a contínua estabilidade da taxa de juros, deixa de haver razão para essa retenção ociosa.

Como a *moeda ociosa* não recebe juros, envolvendo custos de oportunidade proporcionais à taxa de juros “perdidas”, a administração de carteira de ativos mais vantajosa busca manter saldos monetários mínimos, para cobrir estritamente as necessidades transacionais certas.

Baumol acaba abstraindo as retenções de moeda por motivações precaucionais e especulativas e submetendo a parcela restante de saldos de caixa a um montante que sofre influência da taxa de juros.

Os agentes econômicos racionais *minimizariam* os custos de oportunidade, relacionados à manutenção de saldos de ativos monetários sem rentabilidade, para *maximizarem* as aplicações financeiras viáveis.

Tobin adverte que existe um *custo de conversão* entre ativos financeiros e ativos monetários. Portanto, são os rendimentos *líquidos* – resultantes da diferença entre os juros recebidos e os custos de transação – que devem ser maximizados. Mas, concluí também que a quantidade de moeda demandada para transações é inversamente relacionada à taxa de juros recebida pela alternativa de adquirir títulos financeiros. Na composição ótima de uma carteira de ativos, há uma combinação de moeda e títulos financeiros, pois eles não são mutuamente excludentes.

Em sua teoria da seleção da carteira de ativos, Tobin (1958) mostra a preferência pela liquidez como um comportamento em relação ao *risco*. Apesar de Keynes destacar o conceito de *incerteza* em sua análise, os keynesianos tradicionais transformam-na em *risco probabilístico*. Os agentes econômicos selecionariam seus portfólios como se tivessem certeza sobre o futuro.

Para Tobin, a principal determinante da preferência pela liquidez não é a expectativa incerta, mas a distribuição de probabilidade dos riscos estimados com a perda ou o ganho de capital. Quanto mais concentrada for a distribuição, maior será a probabilidade de ocorrer o valor médio esperado dos ganhos de capital e menor será o risco inerente à carteira. Assim, a proporção

esperado e o risco. Diminui a aversão ao risco do investidor em proporção ao aumento do retorno da carteira.

Na teoria da seleção de carteira, elaborada por Tobin, abstrai-se outros ativos que não sejam nem monetários nem financeiros. Numa carteira de ativos sem risco, a totalidade deles está sob *forma monetária*; portanto, não oferece rendimentos, somente liquidez e segurança. No outro extremo de seleção de carteira, quando a totalidade dos ativos está sob *forma de títulos financeiros*, que pagam juros e estão sujeitos a flutuações de preços, atinge-se o ponto máximo de risco. Cada agente econômico, sujeito à restrição orçamentária, dada pelo nível de riqueza individual, busca escolher uma combinação de ativos que, de maneira probabilística, maximiza o retorno e minimiza o risco. Intuitivamente, faz uma diversificação de riscos, ou seja, “não coloca todos os ovos numa mesma cesta”.

Deduz-se desse modelo teórico, elaborado por Tobin, que toda a manutenção de saldos monetários em caixa depende do nível de riqueza e reage inversamente à taxa de juros.

Nos modelos estocásticos, quando se sabe qual é a probabilidade de ocorrência de um evento, reduz-se seu resultado a uma certeza equivalente. Nesse caso, não há incerteza. Para economistas pós-keynesianos, incerteza não é a mesma coisa que risco, pois refere-se às possibilidades não quantificáveis probabilisticamente de processos cujos resultados futuros, não predeterminados, são múltiplos. O mundo econômico sob inovações é não estacionário, possui um “espaço amostral” que varia ao longo do tempo e impossibilita cálculo de probabilidades. Não há sentido em leis de probabilidade quando há um experimento crucial, isto é, um evento que altera as condições iniciais de maneira irreversível. Comportamentos divergentes, devido a previsões que não coincidem, resultam num futuro incerto, cujas probabilidades não podem ser medidas.

Portanto, os pós-keynesianos discordam da tentativa de Tobin mostrar a preferência pela liquidez como comportamento relacionado a risco. Mas não só criticam a substituição do conceito de *incerteza* por *risco calculável*. Destacam também a diferença conceitual entre a *demanda por moeda* e a *preferência pela liquidez*.

### 3.6. Preferência pela liquidez segundo pós-keynesianos

Para Keynes, uma taxa de juros elevada – um prêmio mais alto para abandonar a liquidez –, é o sintoma de maior preferência pela liquidez monetária. No entanto, há um determinado montante de demanda de moeda que permanece inalterado por maior que seja a taxa de juros: trata-se da parcela retida para transações. No extremo oposto da função, estabelece-se a *armadilha da liquidez*, num segmento perfeitamente elástico em relação à taxa de juros, onde os que possuem ativos monetários são unânimes quanto à expectativa de que a taxa de juros já se encontra tão baixa que não seria

Randall Wray faz uma distinção entre *liquidez* e *moeda*, e entre *preferência por liquidez* e *demanda por dinheiro*<sup>49</sup>.

Um **ativo líquido** é aquele (normalmente com maturidade de curto prazo) que pode ser rapidamente convertido em meio de troca (ativo monetário) com pequena perda de valor.

A **liquidez** é um dos atributos da moeda, e o montante de liquidez, nas formas alternativas de moeda, varia. Pode ser medido pelo prêmio requerido para induzir alguém a trocar um ativo líquido por um ativo com menos liquidez. Um crescimento na *preferência pela liquidez* implica no aumento deste prêmio.

**Preferência pela liquidez** não é o mesmo que **demanda por moeda**. Um acréscimo na preferência pela liquidez pode até ser associado com uma queda na demanda por moeda e, conseqüentemente, na oferta de moeda. A demanda por moeda, nesse caso, está relacionada com a demanda por *finance* para gasto de investimento.

Esta função de meio de pagamento diferido, no *mercado de crédito*, é tão importante quanto à função de segurança que oferece, num mundo de incerteza. Se se concentra somente sobre a preferência pela liquidez, só se enfoca a função da moeda como instituição defensiva.

Em suma, Wray usa o termo *demanda por moeda* "para indicar uma disposição para emitir débito, ou uma disposição para expandir a capacidade orçamentária de gastar em bens, serviços ou ativos. Esta definição claramente distingue demanda por moeda e preferência pela liquidez"<sup>50</sup>.

Na medida em que a **demanda por dinheiro** é definida como uma disposição a emitir débitos, para financiar gastos, é ligada primariamente a *fluxos* de gastos. Assim definida, não impacta *diretamente* taxas de juros.

Entretanto, um acréscimo na demanda por moeda que é atendido por expansão dos saldos bancários, desde que os bancos providenciem crédito, afetará *estoques*. Neste caso, demanda por moeda pode, *indiretamente*, afetar taxas de juros.

<sup>49</sup>

WRAY, L. RANDALL. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money



A **preferência por liquidez** é definida como um desejo de trocar itens ilíquidos dos balanços por itens mais líquidos, ou mesmo para diminuir o tamanho de um balanço através de pagamento de débito. É, então, relacionada a *estoques* e influencia *diretamente* taxas de juros.

Se a preferência pela liquidez é estabelecida como "uma teoria do desejo de possuir ativos de curto prazo face aos de longo prazo", então é mais consistente com a análise de uma *economia de mercado de capitais* do que propriamente com a de uma *economia de endividamento*. "Numa economia com instituições financeiras desenvolvidas, com seguro de depósitos, e com um banco central que está disposto a entrar como um prestador em última instância, acúmulo de dinheiro em caixa ou moeda estritamente definida são relativamente desimportantes. Além disso, linhas de crédito ou facilidades de saques a descoberto [*overdrafts*] podem satisfazer o motivo *finance* sem requisição de reserva de dinheiro em caixa. Portanto, a noção de Keynes que a taxa de juros é determinada por oferta e demanda de estoques de dinheiro [*hoards*] não se aplica estritamente em nossa economia"

<sup>51</sup>

Os bancos tipicamente fornecem *finance* de curto prazo às firmas, o qual não é renovado quando o projeto de investimento é completado ou os títulos de longo prazo estão com taxas convidativas. O fluxo de gastos de investimento gera um montante equivalente de "poupanças" (aplicações financeiras) - recebidas primariamente como depósitos bancários das unidades superavitárias -, gerando *funding*, para o alongamento do perfil da dívida inicial de curto prazo. Esse circuito de financiamento será exposto em outro capítulo.

A conclusão de Wray é que a preferência por liquidez que determina taxas de juros (*de mercado*), e não a demanda por moeda, interdependente com a oferta de moeda. Portanto, **"a teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da endogeneidade da moeda"** <sup>52</sup>.

Esta posição, sugerida por Wray, que deve ser assumida por uma Teoria Alternativa da Moeda. Nela, os postulados da *não-neutralidade* - fundamentado em parte pela teoria da preferência pela liquidez - e da *endogeneidade da moeda* estariam no mesmo plano conceitual, sem nenhuma hierarquia em termos de importância explicativa.

**Leitura adicional recomendada:**

FRIEDMAN, M. A Teoria Quantitativa da Moeda: uma Reafirmação. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos da economia 2. SP, Atica, 1997. pp. 234-253.

**Comentário:** Tradução do texto clássico de Friedman (1956), em que reapresenta a teoria quantitativa como uma teoria da demanda por moeda.

FRIEDMAN, M. Episódios da História Monetária. RJ, Record, 1994. Cap. 2 (O Mistério da Moeda).

**Comentário:** Didaticamente, nesse livro publicado em 1992, Friedman reafirma suas posições, defendidas desde os anos 50; condensa toda sua obra.

TRICHES, Divanildo. Demanda por moeda no Brasil e a causalidade entre variáveis monetárias e a taxa de inflação: 1972/87. RJ, 16<sup>o</sup> Prêmio BNDES, 1992. Cap. 2 (Revisão das teorias sobre a demanda por moeda).

**Comentário:** É um survey que aborda as correntes teóricas ortodoxas da demanda por moeda e faz uma revisão de estudos empíricos.

BAUMOL, William J.. A transaction demands for cash: an inventory theoretic approach. Quarterly Journal of Economics. Nov. 1952. Republicado em SHAPIRO (ed.). Análise macroeconômica: leituras selecionadas. São Paulo, Atlas, 1978.

TOBIN, James. The interest-elasticity of transactions demand for cash. Review of Economics and Statistics. p. 241-7. Ago. 1956. Republicado em Essays in Economics. Vol. I: Macroeconomics. Amsterdam: North-Holland, 1971.

TOBIN, James. Liquidity preference as behavior towards risk. Review of Economics Studies. Edinburgh, 25 (67): 65-86, 1958. Republicado em Essays in Economics. Vol. I: Macroeconomics. Amsterdam: North-Holland, 1971.

**Comentário:** Os três artigos citados são seminais da síntese keynesiano-neoclássica.

**Resumo:**

1. A abordagem keynesiana distingue-se da abordagem monetarista a respeito do grau de estabilidade da demanda por moeda.
2. A idéia básica discutida é a de que não adianta insistir em um controle direto da oferta de moeda se a sua contrapartida – a demanda por moeda – apresentar um comportamento instável.
3. A função demanda por moeda, segundo Friedman, é :  $M^d = f ( P, Y, rf, rv, ri, h, u )$ ; onde:  $M^d$  depende de: nível de preços  $P$ , nível de renda  $Y$ , renda fixa  $rf$ , renda variável  $rv$ , taxa esperada de inflação  $ri$ , razão  $h$  entre a renda proveniente da riqueza não-humana e da renda obtida da riqueza humana, e variável  $u$  que capta as mudanças nos gostos, preferências, progresso tecnológico, bem como outros fatores aleatórios.
4. O quanto se mantém de saldo de caixa, na abordagem monetarista, depende de sua **utilidade** – separar o ato da compra do ato da venda e ser uma reserva para emergência futura – e de **custos: de oportunidade**, em termos da perda de juros, e *de alteração do valor real do saldo de caixa*, devido à inflação.
5. O objetivo da política monetária, de acordo com Friedman, é a conciliação exata de dois fenômenos independentes um do outro: a oferta e a demanda por moeda. De acordo com a ótica monetarista, a oferta de moeda, no passado, sofreu a limitação física da conversão no lastro-ouro, mas é, no presente, aquela que as autoridades monetárias quiserem.
6. Os motivos para a demanda por moeda, segundo Keynes, são o *transaccional*, para despesas ordinárias; o *precaucional*, para despesas incertas; o *especulativo*, para despesas diferidas; e o *finance*, para despesas extraordinárias.
7. Baumol acaba abstraindo as retenções de moeda por motivações precaucionais e especulativas e submetendo a parcela restante de saldos de caixa a um montante que sofre influência da taxa de juros. Também na *teoria de portfólio*, elaborada por Tobin, toda a manutenção de saldos monetários em caixa reage inversamente à taxa de juros, ou seja, cada agente econômico, sujeito à restrição orçamentária, dada pelo nível de riqueza individual, busca escolher uma combinação de ativos monetários e financeiros que, de maneira probabilística, maximiza o retorno e minimiza o risco.
8. A demanda por dinheiro, definida por pós-keynesianos como uma disposição a emitir débitos, para financiar gastos, é ligada primariamente aos *fluxos* de gastos e interdependente com a oferta de moeda, não impactando *diretamente* as taxas de juros; é a preferência por liquidez que determina a taxa de juros de mercado, e não a demanda por moeda.

## CAPÍTULO 4

### TAXA DE JUROS E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

**“Uma razão para estudar economia é que, quando você estiver desempregado, pelo menos saberá explicar por que”**

#### 4.1. Introdução

Convencionalmente, a *microeconomia* é o ramo da ciência econômica que estuda as relações entre unidades específicas, priorizando a análise pormenorizada do comportamento dessas unidades. A *macroeconomia* é o ramo que estuda os aspectos globais de uma economia, especialmente seu nível geral de produção e renda, e as inter-relações entre seus diferentes setores. Os economistas costumam dizer que “a macroeconomia estuda a floresta, enquanto a microeconomia estuda as árvores”.

Os pós-keynesianos assumem a metodologia de que a *microeconomia* trata das decisões (*ex-ante*) dos agentes econômicos e a *macroeconomia* da resultante (*ex-post*) da pluralidade dessas decisões. A *economia monetária da produção* é apresentada como aquela em que a moeda não é neutra, afetando as motivações e decisões dos agentes econômicos. Os “fundamentalistas” (aqueles que abusam do “argumento da autoridade” e não têm o mesmo espírito crítico em relação a Keynes que têm em relação aos discordantes de Keynes) enfatizam o conceito *microeconômico* de preferência pela liquidez como decisivo na explicação da taxa de juros e do nível geral da atividade (e do emprego).

Assim, parece que a microeconomia reina absoluta, sem contestação, tanto na corrente hegemônica (*mainstream*), quanto nessa corrente alternativa do pensamento econômico.

Para as teorias econômicas de equilíbrio geral, o *individualismo metodológico* é uma referência. Ele representa a realidade social como o resultado das ações de atores individuais. Entretanto, todas as derivações neowalrasianas (com postulados de maximização e *market-clearing* para alcançar o equilíbrio) apenas aparentemente partem dos indivíduos como entes atomísticos dotados de fatores subjetivos e objetivos para, subseqüentemente, deduzir a totalidade do sistema em equilíbrio produzida pelas ações desses indivíduos. Na verdade, os indivíduos em vez de serem vistos exercendo de fato a liberdade de escolher entre uma multiplicidade de cursos alternativos de ação, são mostrados como agentes maximizadores escolhendo uma única ação: a “melhor possível”, que leva ao equilíbrio “ótimo” do sistema.

Num modelo de equilíbrio geral, o mercado e a concorrência dispensam a intervenção reguladora de qualquer outra instituição. A compatibilização entre os planos dos agentes individuais se dá através do processo de troca - um comércio em que se estabelecem os preços relativos, não afetados pelo

entrada da moeda em circulação, a qual apenas determina o nível geral de preços. Os agregados macroeconômicos - produção e emprego - são explicados por uma aplicação da teoria de preços relativos.

No que se refere ao *individualismo metodológico*, Keynes, diferentemente de alguns seus intérpretes, admite tanto o *princípio do atomismo* - os agentes tomam algumas decisões independentemente da resultante agregada -, quanto o *princípio da unidade orgânica*. O *organicismo* da macroeconomia monetária representa melhor a interação entre os agentes. No entanto, para explicar contextos passíveis de análise por meio de processos indutivos, Keynes utiliza um universo mais restrito como base para a inferência, ou seja, alguma hipótese atomista típica da microeconomia.

Mas Keynes não se propõe a fundamentar a ordem social exclusivamente nos *comportamentos individuais* - elaborando uma "macroeconomia dos comportamentos". O *comportamento coletivo convencional* é a manifestação da ordem sob condições de incerteza. A convenção, entretanto, não é capaz de resolver o problema da coordenação, em situações de extrema incerteza - p. ex., a de uma "armadilha da liquidez". Nestes casos, resta ao governo intervir. Daí o surgimento de *instâncias supra-individuais*, p. ex., o Estado, o banco central e o sistema bancário, para regular - direta ou indiretamente - os comportamentos individuais. Vamos exemplificar isso com a determinação exógena da taxa de juros.

O "absolutismo" atual da microeconomia está começando a provocar focos de revolta. Há uma reação contra a insistente busca de "microfundamentos da macroeconomia". O problema é que, se a microeconomia se matematizou, a macro virou micro... e a moeda virou um fenômeno puramente real! Via um "microfundamento pós-keynesiano" - a preferência pela liquidez de cada agente - a moeda passou a ser vista como a causa do desemprego! A excessiva ênfase na teoria da preferência pela liquidez - colocando-a em plano de análise hierarquicamente superior - acabou por levar alguns pós-keynesianos "fundamentalistas" a jogar o *princípio da demanda efetiva* - a primazia das decisões de gastos - no limbo.

O **objetivo** deste capítulo é analisar o dilema provocado pela dicotomia *subjetivismo* e *objetivismo*: ou parte-se dos indivíduos e de suas ações e termina-se recorrendo a alguma entidade supra-individual para dar cabo do sistema, ou parte-se do sistema como um todo sem considerar o indivíduo como sujeito de suas ações. Para ilustrar tal questão, vai ser analisado o uso (e abuso) do conceito *microeconômico* de preferência pela liquidez pelos pós-keynesianos "fundamentalistas": tanto como explicação para o nível dos juros quanto para o nível do emprego.

## 4.2. Teorias da taxa de juros

### 4.2.1. Teorias clássicas

Embora tenha sido Locke o fundador do argumento da "lei das duas taxas de juros" - a *monetária* e a *natural* -, Thornton utilizou-a, em seu *Enquiry into*

a *doutrina dos real bills*. Inspirou a Wicksell e Hayek para fazerem da igualdade entre as duas taxas de juros a condição de equilíbrio monetário e da neutralização da moeda. Wicksell pode ser visto como sendo o principal transmissor da influência de Thornton sobre a análise monetária contemporânea. Através dele, chegou a Keynes. Henry Thornton foi vítima do sucesso de David Ricardo, mais popular pedagogicamente.

Na **teoria ricardiana**, os juros constituem o pagamento de um prêmio pela possibilidade de se dispor de capital que proporciona lucro.

A *taxa de juros*, portanto, é um fenômeno subordinado e determinado pela *taxa de lucro*.

David Ricardo distingue duas taxas de juros:

1 **taxa de juros natural**: é relacionada à taxa de lucro, sendo um *fenômeno real*, porque depende das condições técnicas de produção e do nível de salário real.

2 **taxa de juros de mercado**: é resultante do confronto entre a oferta e demanda de moeda; logo, trata-se de um *fenômeno monetário*.

A *taxa de juros natural* é o centro gravitacional em volta do qual oscila e tende, a longo prazo, a *taxa de juros de mercado*.

Na **teoria marxista**, os juros são parte da mais-valia extraída na produção capitalista.

A taxa de juros é gerada na circulação pela quantidade de moeda-mercadoria equivalente geral. Trata-se de um *fenômeno monetário*. Recordamos que, em Marx, a quantidade de moeda mercadoria em circulação constitui uma grandeza *endógena*, que atende à necessidade da economia, ditada pelo nível de preços e pelo volume de transações, e inversamente proporcional à velocidade de circulação da moeda.

#### 4.2.2. Teoria neoclássica

Na **teoria neoclássica dos fundos de empréstimos**, os juros constituem uma compensação pela “espera” (abstenção do consumo) ao deixar de dispor de dinheiro no presente. A renúncia de parte do consumo presente (*poupança*) ocorre para se adquirir condições de aumentar o consumo futuro (*investimento*). A taxa de juros, portanto, é determinada conjuntamente pela poupança (*oferta de fundos*) e pelo investimento (*demanda de fundos*).

A poupança e o investimento, ambos agregados, se equilibram por meio da taxa de juros. Predomina a Lei de Say, pois não importa se a renda é poupada ou gasta: o que é produzido é vendido, se não para o consumo, então para o investimento.

Na **teoria dos fundos de empréstimos**, a taxa de juros é um *fenômeno real*, porque:

- a **oferta de poupança** é função da parcimônia e/ou do desejo de consumo futuro;
- a **demanda de capital** é motivada pela ganância ou pela adoção de inovação tecnológica, para aumentar a produtividade.

As *fontes e usos de fundos* são fundamentais para essa teoria; daí a designação de Teoria dos Fundos de Empréstimos. Formalmente, a seguinte equação representaria suas idéias:  $S + M = I + H$ . Contempla que a poupança (**S**) pode ser carregada tanto para o investimento (**I**) quanto para o entesouramento (**H**), e o investimento (**I**) pode ser financiado, quer pelo desentesouramento (**- H**), quer por dinheiro novo (**M**) ou pela poupança (**S**). Assim, o investimento pode, de fato, ser *financiado*, mas a escola neoclássica propôs que *variações de preços*, provocadas pelo desequilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada, seriam o resultado do fato de o financiamento envolver desentesouramento (**- H**) ou dinheiro novo (**M**), que estariam ausentes, se o investimento (**I**) fosse financiado, estritamente, pela "poupança propriamente dita" (**S**). Tais *variações de preços* causariam o que os neoclássicos chamavam de **poupança forçada**.

A **doutrina da poupança forçada** constitui o seguinte conjunto de idéias: um *crescimento exógeno da quantidade de moeda* que flua inicialmente aos investidores, ou àqueles que os emprestam, provoca queda da taxa de juros, o que, imediatamente, aumenta a proporção dos gastos em investimento, para um nível superior ao da disponibilidade da poupança (voluntária). Mas, como isto implica numa elevação da demanda agregada acima da oferta agregada, representa um aumento no nível geral de preços, provocando uma queda dos salários reais e, conseqüentemente, do consumo. Para os seguidores dessa doutrina, o resultado final seria, involuntariamente, uma "poupança forçada", transferida para os responsáveis pela inflação. O aumento necessariamente correspondente de *poupança* é extraído dos trabalhadores ou dos titulares de renda fixa, através do movimento inflacionário dos preços que a expansão monetária engendra.

O **questionamento de Keynes à Teoria dos Fundos de Empréstimos** é feito com duas perguntas:

- como o juros é um *fenômeno não monetário*, se é pagamento devido a empréstimo?
- por que a *poupança é antecedente ao investimento*, se este é financiado por crédito e multiplica a renda, cuja parte não consumida é a poupança?

Na própria resposta, está a idéia de que a oferta de fundos (*poupança*) e a demanda de fundos (*investimento*) não são independentes.

Vale, inicialmente, fazer uma distinção entre a Teoria dos Fundos de Empréstimos e a Teoria da Preferência pela Liquidez:

<b>Teoria Neoclássica Dos Fundos de Empréstimos</b>	<b>Teoria Keynesiana da Preferência pela Liquidez</b>
<b>Juros é um prêmio pela renúncia ao consumo imediato.</b>	<b>Juros é um prêmio pela renúncia à liquidez.</b>

Quando se renuncia à liquidez, abre-se mão da possibilidade de realizar o gasto ou a aplicação, em outro momento, com o surgimento de melhor oportunidade. Predomina a expectativa de que a compensação pela maior espera – p. ex., a futura taxa de juros - não vale a pena da perda do rendimento da atual.

Mas também a teoria dos juros elaborada por Keynes não ficou isenta de críticas. Elas vão desde a sátira de Robertson - “a taxa de juros é o que é pela expectativa de que ela seja diferente; se não há expectativa de que ela seja diferente, não há nada que nos diga por que ela é o que é” – até a tentativa de superação de sua teoria da preferência pela liquidez por parte da corrente pós-keynesiana chamada de “horizontalista”. Curiosamente, os proponentes de uma *exogeneidade* da taxa de juros formulam uma crítica a Keynes similar, metodologicamente, à crítica de Keynes aos neoclássicos. Da mesma forma que Keynes aponta que não há geração de poupança *a posteriori* sem ocorrer previamente um investimento, esses pós-keynesianos dizem que não há expansão de oferta de moeda creditícia sem haver uma demanda de crédito.

<b>Crítica de Keynes</b>	<b>Crítica a Keynes</b>
<b>Interdependência da poupança e do investimento.</b>	<b>Interdependência da oferta e da demanda por moeda.</b>

A crítica de Hicks refere-se à ambigüidade do efeito dos juros no investimento. Keynes comprometeu-se com a visão de que o vínculo entre a moeda e o investimento é a taxa de juros. Analisa, de um lado, o efeito dos juros no investimento, e, de outro, o efeito da oferta de moeda sobre os juros. Há uma ambigüidade, pois a taxa de juros pode ser a do *mercado de crédito* ou a do *mercado de capitais*. A taxa de juros, na *Teoria Geral*, teoricamente, é uma taxa pela qual pode-se levantar um empréstimo de longo prazo, mas, na prática, é suposta ser a taxa de juros em títulos da dívida pública de longo prazo. Ocorre, porém, que os homens de negócios não parecem ser muito influenciados por esta última taxa de juros, nas suas decisões de investimento.



*de mercado de capitais*. "Esse foi o principal motivo que fez toda essa parte do livro de Keynes entrar em eclipse e foi a principal causa do keynesianismo ter se tornado fiscalismo"<sup>53</sup>.

Esse lado monetário dos ensinamentos de Keynes não pode ser ressuscitado exatamente na forma que ele lhe deu. Isto só pode acontecer sob uma forma que coloque menos ênfase na taxa de juros de longo prazo. Outros aspectos do sistema financeiro - outras taxas de juros e outras condições de empréstimos - devem ser levados em conta como possíveis vínculos. Para se lidar com a tendência a um *desemprego permanente*, é preciso que todo o nível de investimento seja elevado por um período de vários anos. Se a política monetária quiser ter esse efeito permanente, toda a gama de taxas de juros (e termos de empréstimos) terá que ser rebaixada e ser mantida assim não somente a curto prazo.

Por que o *motivo especulação*, para a manutenção de moeda, era tão importante para Keynes? Segundo Hicks, porque constituía um grave obstáculo para a política de provocar uma queda de longa duração na taxa de juros de longo prazo. O governo poderia tentar forçar a elevação do preço dos títulos de longo prazo, mas, enquanto os aplicadores se recusassem acreditar num preço mais alto, eles iriam reter dinheiro esperando o preço cair (e o juro subir), a curto prazo, para adquirirem títulos. Só então liberariam a *liquidez represada*, para os bancos repassarem-na sob forma de empréstimos.

A **armadilha de liquidez** é causada por um acréscimo na demanda especulativa por encaixes monetários desde que a taxa de juros tenha caído a níveis inéditos. Os investidores sentiriam, crescentemente, que as futuras taxas de juros só poderiam ser elevadas. A *demanda por moeda torna-se infinitamente elástica aos juros* em algum piso positivo do nível das taxas de juros de longo prazo.

Uma *armadilha de liquidez* ou *preferência pela liquidez absoluta* implicaria numa profunda depressão, com queda da taxa de investimento, devido à expectativa de que a taxa de juros de longo prazo iria subir. Há, aí, outra ambigüidade na teoria de Keynes: o investimento depende da taxa de juros a longo prazo ou esta que depende da expectativa de retorno de aplicação em ativo real?

Para Moore, "um problema com a exposição de Keynes da *armadilha de liquidez* é que obviamente não pode se aplicar às taxas de curto prazo, onde perdas de capital não ocorrem se as taxas futuras sobem. (...) sua teoria da preferência por liquidez deve se referir somente às taxas de juros de longo prazo"<sup>54</sup>.

Realmente, é difícil a separação entre teorias de curto prazo e de longo prazo. Os economistas podem meramente tentar categorizar implicações de curto prazo e de longo prazo do comportamento presente. Eles costumam

<sup>53</sup> HICKS, John. *A crise na economia keynesiana*. São Paulo, Vértice, 1987 [orig. 1974]; p. 31.

<sup>54</sup>

dizer: "no longo prazo, nos ainda estaremos no curto prazo", ou "o longo prazo é o somatório de curtos períodos sucessivos", ou "no longo prazo, todos nos estaremos mortos"...

#### Crítica de Moore à Circularidade de Idéias em Keynes

$M^s$  é a oferta de moeda dada (*exógena*);

$J = f(M^d)$ , onde  $J$  é a taxa de juros e  $M^d$  é a demanda por moeda;

$M^d = f(Y)$ , onde  $Y$  é a renda;

$Y = f(I)$ , onde  $I$  é o investimento;

$I = f(J)$ , função que completa a circularidade, ou seja,  $J = f(J)$ .

#### 4.2.4. Teoria da taxa de juros exógena

Para Moore, diferentemente dos pós-keynesianos *fundamentalistas*, a **determinação da taxa de juros como um fenômeno monetário puramente exógeno, numa economia de moeda creditícia, é a chave lógica central da não-neutralidade da moeda**. As forças reais da produtividade e da parcimônia determinam o limite (um tanto flexível) superior ou inferior de uma substancial faixa na qual as taxas de juros podem ser variadas (exogenamente) pelos bancos centrais. Dentro dessa faixa, as autoridades monetárias influenciam as taxas de juros nominais de curto prazo domésticas, fixando (exogenamente) o preço da oferta marginal de liquidez para o sistema bancário.

A **exogeneidade** significa, simplesmente, que o banco central escolhe sua taxa de juros nominal de empréstimos aos bancos. As *taxas básicas de referência* são *uma variável política exógena* e não *um fenômeno de mercado*.

A *banda de juros* constitui uma *faixa de arbítrio* da autoridade monetária, dependente do contexto histórico e do local. A faixa na qual os bancos centrais nacionais administram as taxas nominais de curto prazo domésticas pode diferir, amplamente, ao longo do tempo e entre diferentes países.

No entanto, o poder do banco central de manipular juros não é ilimitado. No extremo superior da escala, está circunscrito pelas forças reais dos fundamentos do *funding* e da produtividade (*teto* do custo do financiamento em relação ao *piso* do lucro esperado), ou seja, pelo risco de provocar uma recessão (ou um aumento do déficit público) com uma taxa de juros muito elevada. No extremo inferior, uma taxa de juros muito baixa pode provocar a fuga de capitais do mercado financeiro. Dentro desses limites, a *taxa de juros de mercado* ficaria indeterminada em função do livre jogo de expectativas incertas a curto prazo. A autoridade monetária pode sinalizar a *taxa de juros de referência*, para ancorar a opinião errática do mercado. Portanto, a partir do

conflito entre as forças de mercado endógenas e as reações das autoridades monetárias resultará a *taxa de juros de mercado*.

Além da própria *taxa de juros de mercado*, a autoridades monetárias têm outras referências para fixar a sua taxa de juros.

Os **parâmetros** que os bancos centrais consideram para a fixação das *taxas de juros nominais de referência* são:

1. as técnicas da política monetária;
2. as esperadas taxas da inflação doméstica e da externa;
3. a sensibilidade do comportamento econômico às variações das taxas de juros;
4. o tamanho e a abertura da economia;
5. a extensão no qual o banco central está disposto a sustentar as reservas cambiais externas e permitir às taxas de câmbio flutuarem;
6. o grau de mobilidade do capital;
7. a disposição do governo para regular e impor controles sobre a economia;
8. a extensão na qual a política é coordenada entre países.

Em economias abertas, com mobilidade perfeita do capital, ou seja, onde não há controle discricionário, o ponto central dessa faixa pode ser esperado aproximar-se, em média, da *taxa de juros nominais correntemente vigente no mercado financeiro internacional*. Essa gravitação ocorre devido à arbitragem entre diferenciais de juros, nos vários mercados.

Desde que as *taxas de juros de curto prazo* são exogenamente administradas pelos bancos centrais, as *taxas de longo prazo* refletirão as expectativas coletivas dos participantes dos mercados de capitais sobre as futuras taxas de juros de curto prazo que o banco central estabelecerá. Os agentes econômicos poderiam basear-se, razoavelmente, na experiência presente, para estabelecerem suas *expectativas de eventos futuros*. Mas suas decisões de investir e aplicar, envolvendo a aquisição de ativos financeiros e reais de longa-duração, exigem, necessariamente, pensar no futuro. Portanto, a magnitude do retorno *ex ante* (*esperado*) mais do que o retorno *ex post* (*experimentado*) que é relevante para ditar seus comportamentos.

Vimos que a taxa de juros, num modelo keynesiano de portfólio, é determinada no *mercado de capitais*. Porém, ao contrário desse modelo, na abordagem da endogeneidade da oferta de moeda, as curvas de oferta e demanda por moeda creditícia são *interdependentes*. Esta moeda creditícia é criada a partir de uma relação contábil de débito-e-crédito, dependente de contrato estabelecido entre dois agentes - o "demandante" (devedor) e o "ofertante" (credor) - a partir de uma *dada* taxa de juros de referência.

oferta e demanda de moeda, para um *mercado de crédito*, análoga à da determinação keynesiana da taxa de juros de equilíbrio, no mercado de capitais. Um acréscimo na demanda relativamente à oferta monetária não se transforma automaticamente num acréscimo na taxa de juros.

Alguns dos pós-keynesianos que adotaram a abordagem da endogeneidade da moeda - Kaldor, Moore, Rousseas - substituíram a *teoria da preferência por liquidez* por uma *teoria da taxa de juros por markup* .

A **teoria da taxa de juros por *markup***, essencialmente, toma o comportamento do banco central como o determinante da taxa de desconto, que referencia então a taxa de empréstimo de liquidez ou qualquer outra taxa de juros do mercado de *atacado* (interbancário), que é o maior componente dos custos operacionais. Dado esse custo dos fundos no *atacado*, os bancos adicionam um *markup*, para estabelecer a *taxa de juros de empréstimos* (e um *markdown* para a *taxa de juros para captação*), no varejo. A curva de oferta de moeda é (*ex-post*) *horizontal*, nesta dada taxa de juros.

#### 4.2.5. Teoria da preferência pela liquidez reconciliada com a abordagem da moeda endógena

Wray, pelo contrário, argumenta que a curva de oferta de moeda não é *horizontal*, mesmo se todos depósitos criados retornarem ao sistema bancário, porque os bancos, individualmente, estão preocupados com seus crescentes *graus de exposição*, ou seja, as relações de alavancagem entre o patrimônio líquido e as operações de crédito. Cada banco teria sua preferência pela liquidez.

Mesmo que os bancos não sejam estritamente restritos pela quantidade de moeda, suas disposições para fazerem empréstimos devem ser uma função de suas disposições de assumirem posições ilíquidas, nos ativos.

A **disposição bancária de fazer empréstimos**, certamente, é afetada por:

1. o estado de expectativas a longo prazo, face à lucratividade;
2. as posições de balanços dos bancos;
3. as preferências de *portfolios* do público;
4. as políticas do banco central.

Para fugir da crítica de que a oferta e a demanda por moeda, na medida que são interdependentes, não determinam a taxa de juros, Wray faz, como já foi visto, distinção entre *demanda por dinheiro* e *preferência por liquidez*: um acréscimo desta pode estar associado com uma queda na demanda por *finance* para gasto. De acordo com sua visão, é a preferência pela liquidez dos “ofertantes” de moeda (depositantes ou aplicadores financeiros e – com *spread* - bancos) que, fundamentalmente, afeta a taxa de juros de mercado.

Demanda por dinheiro	Preferência por liquidez
<b>Significa uma disposição a imobilizar-se, emitindo débitos para financiar fluxos de gastos; logo, não impacta diretamente a taxa de juros.</b>	<b>Significa um desejo de trocar ativos ilíquidos dos portfólios por mais líquidos, ou pagar débito; relacionada a estoques (saldos), influencia diretamente a taxa de juros.</b>

A preferência por liquidez, , e não a demanda por moeda, determina *diretamente* as taxas de juros. Observa-se, entretanto, que um acréscimo na demanda por moeda que é atendido por expansão dos balanços bancários, desde que os bancos providenciem crédito, afetará *estoques* (saldos monetários). Neste caso, demanda por moeda pode, *indiretamente*, afetar taxas de juros.

A preferência por liquidez pode ser **medida** como:

- a taxa de juros diferencial requerida para induzir unidades superavitárias a trocar depósitos bancários por títulos de longo prazo;
- a taxa de juros diferencial requerida para induzir bancos a adquirir títulos de longo prazo com base em uma emissão de passivos de mais curtos prazos.

Esta medida da preferência por liquidez tenderia a cair à proporção que as expectativas de lucro crescessem. A redução na estimativa do *risco do credor* implicaria em menores taxas de juros. Portanto, um acréscimo no gasto, por si, não necessariamente necessita ter algum impacto sobre as taxas de juros se os bancos estão dispostos a acomodar a demanda de crédito através

da expansão de seus balanços, assumindo mais posições ilíquidas sem cobrar mais por isso.

Esta engenhosa solução para o impasse entre pós-keynesianos “fundamentalistas” e “horizontalistas”, entretanto, omite os motivos precaucional e especulativo, para a demanda por moeda. Eles, por levarem à retenção de saldos monetários ociosos, na verdade, constituem a própria preferência pela liquidez.

Os antigos keynesianos, que tentaram uma aliança com o neoclassicismo, também não deram importância a essas outras motivações para retenção de moeda (por razões precaucionais e especulativas), mas, ao contrário de Wray, ignoraram o “quarto motivo para demanda por moeda” (por *finance*). Com seu reducionismo característico, “simplificaram” tudo isso, igualando demanda por moeda e preferência pela liquidez e afirmando que aquela (por motivo transacional) é influenciada pela taxa de juros...

Mas a teoria de preferência pela liquidez não peca somente como teoria da taxa de juros. É também problemática enquanto base para explicação do desemprego, principalmente o de longo prazo.

#### 4.3. Preferência pela liquidez versus desemprego permanente

O excesso de moeda provoca inflação, para um monetarista; a escassez de moeda em circulação ativa causa desemprego, para um pós-keynesiano “fundamentalista”. Esta parece ser a principal lei - derivada da lei da oferta e da procura - que pegou mentes assumidamente heterodoxas, no campo pós-keynesiano.

Uma corrente entre os pós-keynesianos - a *fundamentalista* - tende a considerar as variações de emprego ligadas às alterações da preferência pela liquidez dos agentes econômicos como **a própria essência da teoria do subemprego**, elaborada por Keynes. No entanto, Grellet critica essa versão, colocando a questão: *a moeda é a origem do desemprego?*<sup>55</sup>.

A crítica é que a demanda especulativa por moeda não pode ser, por definição, senão *temporária*. No capítulo 15, as variações de emprego estão ligadas às variações temporárias da preferência pela liquidez dos agentes, de modo tal que a “armadilha de liquidez”, quando emerge, opõe-se à baixa da taxa de juros e bloqueia o investimento. Esta hipótese não explica o desemprego permanente a médio ou longo prazos. Em outras palavras, argumento à base da *armadilha da liquidez* não justifica o desemprego *a longo prazo*.

Grellet alerta que a *Teoria Geral* contém, pelo menos, mais duas explicações para o subemprego. No capítulo 3 da *Teoria Geral*, o subemprego aparece como possível porque o lucro máximo antecipado, que impulsiona as

diversas decisões de investimento, pode resultar num multiplicador com o nível final de emprego inferior ao do desejável pleno emprego. O lucro que os investidores esperam obter não tem nenhuma razão para ser associado a um nível de produção de pleno emprego. Nesta explicação do *impulso* [**animal spirits**], para a decisão de gastos, não há necessidade de apelar aos fatores monetários.

Outra explicação do subemprego está exposta no capítulo 17 da *Teoria Geral* e apegase à própria natureza da moeda. A detenção de um ativo depende da comparação dos benefícios e dos custos ligados a esta posse. A idéia de Keynes é que as taxas de juros próprias dos diversos ativos devem, no mínimo, se alinhar à da moeda. Se a expectativa é delas se situarem abaixo do prêmio de liquidez do ativo monetário, é necessário, para atingir o pleno emprego, provocar a baixa da taxa de juros própria da moeda.

Isso supõe uma moeda de origem exógena, condição irrealista com relação à *prática bancária* - com criação endógena de moeda através de inovações financeiras. A exogeneidade da moeda é também inconsistente com o *princípio da demanda efetiva* - em que o gasto não é restrito nem pelo fluxo de renda recebida e não consumida, nem pelo próprio estoque líquido de riqueza. Há a possibilidade de recorrer a recursos de terceiros, através de empréstimos que criam, endogenamente (na relação sistema bancário - clientes), moeda

Essa hipótese é irrealista tanto dentro do regime do padrão-ouro, quanto no sistema monetário moderno. No primeiro caso, a taxa de juros própria do ouro não pode ser considerada como independente das taxas de juros próprias dos outros ativos, pois as diferenças entre estas que justificam os movimentos internacionais de ouro. No sistema de crédito, as autoridades monetárias são incapazes de fixar uma taxa de juros em termos do poder de compra da moeda, ou seja, uma taxa de juros real *ex-ante*. Mas, como foi dito, a hipótese de uma oferta de moeda exógena contradiz igualmente o princípio da demanda efetiva, exposto por Keynes, no capítulo 3 da *Teoria Geral*. Com efeito, se o estoque de moeda for *dado*, pode acontecer de não haver moeda - ou crédito - suficiente para financiar a realização dos projetos de investimento, que atendem ao ponto da demanda efetiva realizadora de renda.

Portanto, segundo Grellet, a moeda não deve ser vista como um ativo cuja rigidez da oferta constitui um limite à baixa das taxas de juros próprias de outros ativos. Segundo este último argumento, se estas se tornassem inferiores à taxa de juros própria da moeda, os agentes converteriam seus ativos não monetários em moeda.

A **explicação possível para o desemprego a longo prazo** leva ao abandono da explicação em termos de déficit temporário da *demand* agregada (tal como está nos capítulos 15 e 17 da *Teoria Geral*), para adoção de uma explicação em termos de carência de *oferta* estrutural de empregos (sugerida no capítulo 3), devido às diminutas expansões da capacidade produtiva e da contratação da mão de obra disponível.

Explicar o desemprego numa economia onde a demanda *não se dirige sistematicamente* a “bens não reprodutíveis” com a mobilização de mão de obra (como a moeda e os títulos) é a proposta do Capítulo 3 da *Teoria Geral* de Keynes. Assim, mesmo que a moeda não seja *retida*, não é de se supor que numa economia na qual as decisões de investir são tomadas, individualmente, de maneira descentralizada, numa pluralidade de iniciativas particulares, possa se alcançar, sistematicamente, o pleno emprego da força de trabalho existente. Em tal economia, o desemprego não depende do alojamento monetário individual (em “reserva ociosa”), mas, simplesmente, dos impulsos (*animal spirits*) de gastar dos empreendedores.

Até alguns autores simpáticos ao pensamento de Keynes questionam sua tentativa de fundamentar a teoria do equilíbrio com desemprego no longo prazo sobre a liquidez e o *animal spirits*, esta concepção do “impulso inato à ação”, que, *em si*, não teria qualquer conteúdo explicativo. Para Dow & Dow, “a noção de que ‘*animal spirits*’ governa decisões de investimento pode ser vista como sendo central na teoria da demanda agregada de Keynes e, ao mesmo tempo, como sendo seu ponto mais frágil”<sup>56</sup>.

Variações nas expectativas de longo prazo podem ocorrer autonomamente. Se a teoria de Keynes não pode nem explicar nem prever essas variações, então ela aparece carente de um elemento crucial. Somar **outras explicações dos determinantes do investimento**, fornecidas por Kalecki (capacidade de autofinanciamento e/ou princípio do risco crescente, expectativa de lucro, nível de utilização da capacidade produtiva, etc.) e Schumpeter (inovação tecnológica), daria maior consistência à análise das decisões de gastos. Entre tais explicações, a preferência pela liquidez não teria espaço garantido.

O debate dessa questão de *teoria pura* é pré-requisito para uma *aplicação teórica*, na interpretação de um caso datado e localizado historicamente. No caso, vejamos a polêmica sobre desemprego é *temporário* ou *permanente*. O aumento do desemprego, é visto, por alguns analistas do mercado de trabalho, como resultado de uma política de juros *de curto prazo* recessiva. Por essa explicação, aumenta-se o “prêmio para renunciar à liquidez” e o desemprego, que, teoricamente, seria causado pela preferência pela liquidez, ... cresce?! Dessa forma, sem o princípio da demanda efetiva e a “relativização” do atributo de liquidez, incluindo preferência por ativos líquidos substitutos da moeda e recebedores de juros, *a la* Hicks, a *teoria da preferência pela liquidez* não lastreia uma boa explicação, para o desemprego.



Enfatizando o *princípio da demanda efetiva*, o argumento de outros analistas seria que o aumento do desemprego é antes de tudo fruto de mudanças na estrutura das empresas e do investimento em tecnologia direcionado pela informática e automação. A reengenharia significa uma ruptura radical com o passado; postos de trabalho são reformulados ou somem. O corte de gastos com mão-de-obra tem *efeitos microeconômicos* extraordinários sobre a produtividade e *resultados macroeconômicos* desastrosos sobre o desemprego. O chamado *desemprego tecnológico* está relacionado a impulsos de gastos poupadores de mão-de-obra, e não à preferência pela liquidez...

#### 4.4. Preferência pela liquidez: fenômeno microeconômico

O estatuto micro ou macroeconômico da preferência pela liquidez está ambíguo na *Teoria Geral*, segundo Léonard & Norel. “A equação do equilíbrio monetário em Keynes não tem sentido senão ao custo de uma partição da economia em dois sub-conjuntos, o ‘público’, de um lado, e o sistema monetário, de outro. A função deste último consiste então em tornar compatíveis a existência microeconômica dos encaixes especulativos e a impossibilidade macroeconômica de uma demanda de liquidez. Esta construção conduz a propor a exogeneidade da taxa de juros, de um lado, e a mostrar o caráter arbitrário de um decréscimo da preferência pela liquidez [via elevação do prêmio para renúncia à liquidez], quando a crise engendra uma alta da incerteza, de outro lado”<sup>57</sup>.

A **primeira dificuldade**, portanto, reside na identificação das condições de inserção da preferência pela liquidez (conceito argumentado em bases microeconômicas no Capítulo 13) num esquema analítico de natureza assumidamente macroeconômica. A **segunda dificuldade** é postular uma curva da preferência pela liquidez declinante com relação à taxa de juros. A **resolução dessas duas dificuldades** conduz Léonard & Norel a interpretarem a *Teoria Geral* como uma tentativa aparentemente paradoxal destinada a definir uma “macroeconomia de comportamentos”.

O sistema monetário (banco central e sistema bancário), confrontado com a preferência do “público” pela liquidez representada pela moeda, aparece como o elemento essencial na constituição desta “macroeconomia dos comportamentos” (ou microfundamentada).

Uma **propriedade fundamental da moeda bancária**, em tal (macro)economia, é que ela não é “entesourável”, em nível sistêmico. Sai do circuito gastos-renda (ou não entra) quando não há demanda por ela, isto é, quando cai a demanda por crédito, devido à insuficiência de decisões de gastos com a *dada* taxa de juros.

Num dado instante, a moeda bancária - os haveres monetários, excetuando o papel-moeda em poder do público, são compostos de depósitos à vista -, qualquer que seja seu detentor, está sempre em circulação, no sistema bancário. Assim, a moeda bancária não permanece alojada ociosamente (fora a exigência de reservas compulsórias), numa economia monetária de produção. Isto resulta em que, ao contrário do que anuncia explicitamente Keynes ao final do Capítulo XIII, preferência pela liquidez (*strictu sensu*, preferência por moeda) e entesouramento não são similares, salvo se se confundir economia monetária de produção com economia puramente de troca de mercadorias através de uma moeda-mercadoria, sem sistema bancário.

A **questão polêmica**, então, é: como as preferências individuais pela liquidez, determinantes da formação de encaixes ociosos ao *nível microeconômico*, podem ser conciliadas com a inexistência de uma reserva voluntária ociosa (não remunerada), persistentemente, ao *nível macroeconômico* (sistêmico)?

A conservação da moeda sob forma líquida não é nada mais do que a detenção de direitos de crédito sobre o sistema monetário. Os passivos bancários que materializam esses direitos de crédito são, direta ou indiretamente, “ativados” pelo sistema que os possui. Transitando pelo sistema bancário, a emissão de títulos de dívida pelas empresas e pelo setor público é, por definição, composta de títulos integralmente subscritos, seja diretamente pelo público não-bancário, seja pela intermediação do próprio setor bancário.

Isso não significa que toda demanda por lançar títulos de débitos (e obter crédito) é *automática e plenamente* atendida, mas sim que para toda oferta contratada efetivamente (*ex-post*) houve uma demanda de crédito (ou disposição de assumir débito), devido a uma decisão de gasto *ex-ante*.

O sistema bancário tem, permanentemente, um passivo monetário “lastreando” seus ativos, seja em *circulação industrial*, nas carteiras de empréstimos contratados para atender à demanda por *finance* (gastos extraordinários) e por motivo *transacional* (capital de giro para gastos rotineiros), seja em *circulação financeira*, nas carteiras de títulos adquiridos como contrapartida dos encaixes “ociosos” individuais por motivo *precaucional* (expectativa de mudança da taxa de juros) ou *especulativo* (expectativa de que a taxa de juros mudará num determinado sentido). A demanda por liquidez com fins especulativos não encontra sua razão de ser senão na necessidade de um encaixe disponível, *temporariamente*, para fins de *arbitragem* moeda-títulos: aguardando diferenciais de juros entre títulos<sup>58</sup>.

58

Alguns analistas do mercado financeiro precisam o conceito, definindo *arbitragem* como busca

Portanto, Léonard & Norel demonstram:

1. que a demanda por liquidez para fins especulativos não é em si e imediatamente um problema, dentro de uma lógica de circuito monetário: o encaixe ocioso é, ao nível sistêmico, havendo demanda de crédito, reinjetado no fluxo de gastos pelo jogo da intermediação financeira.
2. que a função macroeconômica do sistema monetário é assumir o risco constituído por uma demanda insistente de encaixes especulativos.

Numa crise de “armadilha de liquidez”, no entanto, a alta da demanda por encaixe especulativo torna-se um risco crescentemente inaceitável, para os bancos. Com a economia nessa fase crítica, as perspectivas de lucros são pessimistas, devido à depressão profunda. Os empresários não ficam motivados a tomarem empréstimos. Os bancos, então, acumulam reservas acima de suas necessidades, devido a uma falta de tomadores de crédito, à resistência em refinarciar, ou mesmo ao desejo *convencional* de manter liquidez.

Essa “inundação” de liquidez sem remuneração arrisca afogar o diferencial entre juros *recebidos* e juros *pagos*, razão de ser do lucro bancário. O estado depressivo da economia não permite tornar as reservas disponíveis, levantadas por empréstimos, resultando a criação ampliada de depósitos. A solução, apresentada por Keynes, para sair desse círculo vicioso, é tornar a criação e o uso da moeda uma *necessidade* (provocada pela política fiscal) e não uma mera *vontade*. **A moeda não deve ser apenas potencialmente ofertada, mas gasta.**

A lição keynesiana fica, para ser aplicada também em condições normais, quando há *heterogeneidade* entre as preferências pela liquidez dos diversos agentes econômicos. A preferência pela liquidez *absoluta* é uma exceção.

As dúvidas fundamentais a respeito da **aplicabilidade da teoria da preferência pela liquidez**, na análise macroeconômica, são:

- se a moeda (*strictu sensu*: depósitos à vista) em um sistema monetário contemporâneo (banco central e sistema bancário, e não em bancos individuais), é “*entesourável*”?
- se a moeda bancária – não considerando a exigência de reservas compulsórias e os encaixes temporários, rituais de passagem entre seleções de carteiras de ativos - permanece alojada, ociosa e persistentemente, nas condições normais de uma economia monetária contemporânea?
- se o “dinheiro comprado” (captação paga) pelos bancos pode permanecer não remunerado?

**Leitura adicional recomendada:**

KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). Cap. 3 (O princípio da demanda efetiva), 13 (A teoria geral da taxa de juros), 14 (A teoria clássica da taxa de juros), 15 (Os incentivos empresariais e psicológicos para a liquidez) e 17 (As propriedades essenciais dos juros e do dinheiro).

**Comentário:** São os capítulos da obra clássica de Keynes que contêm as diversas versões da teoria do desemprego keynesiana, além da sua teoria dos juros.

KEYNES, John Maynard. in SZMRECSÁNYI, T. (ed.). Keynes. SP, Ática, 1978. Cap. 10 (A teoria da taxa de juros) e 11 (A teoria geral do emprego).

**Comentário:** Nesses artigos, publicados originalmente em 1937, Keynes indicou os pontos exatos de divergência entre a sua teoria da taxa de juros, exposta na *Teoria Geral*, e o que considerava como sendo a teoria ortodoxa a respeito, e respondeu aos críticos de sua teoria do desemprego.

ROUSSEAS, Stephen. Post Keynesian Monetary Economics. Michigan, Macmillan, 1986. Cap. 3 (The Demand for Money and the Rate of Interest).

**Comentário:** Rousseas faz, talvez, a exposição mais didática da teoria da taxa de juros por *mark-up*.

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988. Cap. 10 (Interest Rates: a Real or Monetary Phenomenon?); 11 (Interest Rates: an Exogenous Policy Variable).

WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. Cap. 6 (Endogenous Money and Interest Rates).

MOORE; KNODELL; WRAY. The exogeneity of short-term interest rates: a reply to Wray. A comment. Other reply. Journal of Economics Issues. XXIX, nº 1: 258-282. march/1995.

**Comentário:** Esses são os textos fundamentais, na polêmica pós-keynesiana a respeito da possibilidade de reconciliação da abordagem da endogeneidade da oferta de moeda (e exogeneidade da taxa de juros) e da teoria da preferência pela liquidez.

**Resumo:**

1. Foram apresentadas as seguintes teorias da taxa de juros: a dos fundos de empréstimos, a da preferência pela liquidez, e a da exogeneidade dos juros.
2. Segundo a Teoria Neoclássica dos Fundos de Empréstimos, os juros constituem um prêmio pela renúncia ao *consumo imediato*; para a Teoria Keynesiana da Preferência pela Liquidez, os juros são um prêmio pela renúncia à *liquidez*.
3. A crítica de Keynes à Teoria dos Fundos de Empréstimos refere-se à interdependência entre a poupança e o investimento; a crítica a Keynes, feita por alguns pós-keynesianos, refere-se à interdependência entre a oferta e a demanda por moeda.
4. Outros pós-keynesianos fazem distinção entre a demanda por moeda e a preferência pela liquidez: a **demanda por moeda** seria uma disposição por imobilizar-se, emitindo débitos para financiar *fluxos* de gastos, não impactando *diretamente* a taxa de juros; a **preferência pela liquidez** seria um desejo de ou trocar ativos ilíquidos dos portfólios por outros mais líquidos, ou pagar débito – relacionada a *estoques* (saldos), influencia *diretamente* a taxa de juros.
5. A corrente *fundamentalista* entre os pós-keynesianos tende a considerar as variações de emprego ligadas às alterações da preferência pela liquidez dos agentes econômicos como a própria essência da teoria do subemprego, elaborada por Keynes; no entanto, mesmo que a moeda não seja *retida*, não é de se supor que uma economia, cujas decisões de investir são tomadas, individualmente, de maneira descentralizada, numa pluralidade de iniciativas particulares, possa alcançar, sistematicamente, o pleno emprego da força de trabalho existente; em tal economia, o desemprego não depende do alojamento monetário individual (em “reserva ociosa”), mas, simplesmente, dos impulsos (*animal spirits*) de gastar dos empreendedores.
6. Uma propriedade fundamental da moeda bancária, em tal (macro)economia, é que ela não é “entesourável”, a nível sistêmico; sai do circuito gastos-renda (ou não entra) quando não há demanda por ela, isto é, quando cai a demanda por crédito, devido à insuficiência de decisões de gastos com a dada taxa de juros.
7. A **questão polêmica**, então, é: como as preferências individuais pela liquidez, determinantes da formação de encaixes ociosos ao *nível microeconômico*, podem ser conciliadas com a inexistência de uma reserva monetária voluntária ociosa (não remunerada), persistentemente, ao *nível macroeconômico* (sistêmico)?

## **PARTE III**

### **OFERTA DE MOEDA**

## CAPÍTULO 5

### DETERMINAÇÃO DA OFERTA MONETÁRIA: EXOGENEIDADE OU ENDOGENEIDADE

*“Economia é a penosa elaboração do óbvio”.*

#### 5.1. Introdução

Há uma vasta literatura pós-keynesiana que contribui para a construção do *Postulado da Endogeneidade* de uma possível Teoria Alternativa da Moeda. Serão citadas resenhas dela, no final do capítulo. O que será feito, ao longo dele, para não ser repetitivo, é um breve sumário dos principais argumentos.

Inicialmente, vamos expor os argumentos a favor e contra uma concepção de oferta monetária *exógena*. Posteriormente, restringiremos ao debate entre pós-keynesianos, destacando as defesas de diferença de grau, na abordagem da *endogeneidade* da oferta de moeda: *parcial* ou *absoluta*.

#### 5.2. Debate entre *Exogenistas* e *Endogenistas*

Na *abordagem endógena da moeda*, a entrada do dinheiro na economia ocorre na medida da necessidade do processo econômico.

Numa economia mercantil descentralizada e não-coordenada, **a oferta de moeda é endógena**, quando é criada pelas forças do mercado, de acordo com as necessidades econômicas, expressas pela demanda por moeda.

Em contraste, a *teoria ortodoxa* tem como referência um modelo de troca que leva a um equilíbrio geral, ao qual a moeda é acrescentada como uma *variável exógena*. Ela é, então, vista como um simples numerário intermediário que aumenta a eficiência das trocas face ao escambo direto.

Segundo Keynes, para a destruição da Lei de Say da igualdade entre a oferta total de bens e a demanda agregada, basta a presença da moeda, em função da existência de incerteza, ou seja, de ignorância quanto ao futuro. A moeda é a instituição defensiva que permite o adiamento da escolha: é um meio de se adiar decisões; se adiadas, não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros. Dessa forma, os planos dos agentes econômicos podem ser incompatíveis. Não se alcança a situação idealizada do *equilíbrio*, em que os agentes têm confirmadas suas expectativas, revelando a consistência de cada indivíduo com seu contexto, tanto com seus recursos quanto com outros agentes.

Para um monetarista, **a oferta de moeda é exógena**, ou seja, é aquela que as autoridades monetárias quiserem.

Assim, o banco central *pode e deve* estabelecer metas para os agregados monetários e *pode e deve* atingi-las. Somente a falta de "fibra moral" de seus dirigentes impede que isso aconteça dessa maneira.

Na teoria macroeconômica convencional, uma variável cujo nível seja fixado pelo governo como uma implementação de política econômica, é representada analiticamente como uma *variável exógena*. É uma variável não determinada com o modelo. No caso, este só explica o comportamento do setor privado no mercado.

Neste modo de construção teórica, **endogeneidade** e **exogeneidade** são *objetos de definição*, pela abrangência do modelo - economia *fechada* ou *aberta*, com ou sem intervenção do Estado, etc.. Trata-se de um *arbitrio metodológico*.

A definição de *exogeneidade* relevante para a estimação estatística é que uma variável na regressão é estatisticamente *exógena* somente se é dependente de *variáveis explicativas não observáveis*. Portanto, se a oferta de moeda é para ser tomada como uma *variável estatisticamente exógena*, deve ser demonstrado que ela não responde à demanda por moeda, ou seja, oferta e demanda são *independentes*.

Como vimos no capítulo 2, uma visão liberal da história monetária enxerga a moeda apenas como uma mercadoria a mais, escolhida segundo critério de comodidade e/ou segurança por um sistema econômico auto-regulável, sem a arbitrária intervenção estatal. Paradoxalmente, a **moeda-mercadoria** é vista pela grande maioria dos autores (inclusive "endogenistas" como Kaldor e Moore) como tendo uma *oferta exógena*. Isto porque, historicamente, os metais cunhados são impostos pelo poder governamental, para cobrança de tributos e/ou *senhoriagem*.

A oferta de **moeda-metálica** é considerada *exógena*, pois sua entrada em circulação dependeria da mineração (descoberta de minas) e/ou de saldos superavitários no comércio exterior, num caso de um país não produtor de ouro ou prata. Haveria um lastro "físico" que limitaria a oferta dessa moeda.

Na **abordagem da exogeneidade da oferta de moeda**, desdenha-se o conceito de *entesouramento* e de *desentesouramento*, segundo critério de atender às necessidades da circulação, expressas pelas variações de preços, do volume das transações e da velocidade de circulação da moeda.

Sem o conceito de *incerteza*, as diversas formas de moeda estão sempre em circulação ativa. Se em excesso, segundo a Teoria Quantitativa da Moeda, desvalorizarão.

Na **abordagem da moeda endógena**, a entrada da moeda em circulação ativa depende das necessidades transacionais e não de sua oferta potencial. O valor da moeda-mercadoria não depende de sua "escassez", numa concepção anti-quantitativista, seja marxista (explicado pela teoria do valor-trabalho). seja keynesiana (explicado pela teoria dos preços e não da moeda).



Na *abordagem da moeda exógena*, a **moeda fiduciária**, emitida pelo Estado, principalmente em função do pagamento de seus gastos, é considerada uma variável *exógena* ao modelo de uma economia de mercado. Mesmo a **moeda creditícia bancária**, em função da exigência legal de reserva, tem sua oferta determinada de maneira *exógena*. Historicamente, o compromisso de converter em espécie a moeda emitida pelo governo ou pelos bancos significava que as condições físicas da produção tinham um papel limitador.

*Exogeneidade* no sentido de *controle* significa que o banco central tem capacidade de determinar o estoque nominal inclusive da moeda bancária. Especificamente, o banco central define as reservas compulsórias - e daí a base monetária -, possibilitando controlar o processo de expansão da oferta de moeda bancária, através do *multiplicador monetário*. Analogamente ao caso da moeda mercadoria, seu valor seria determinado por sua "raridade".

De acordo com a Teoria Alternativa da Moeda, a **teoria da endogeneidade da moeda** é *válida* também para a interpretação do período histórico do "padrão-ouro".

Há discordância entre os pós-keynesianos quanto à endogeneidade da oferta de moeda em todas suas formas: moeda mercadoria, fiduciária e creditícia. Moore, p. ex., argumenta que "muito da teoria macroeconômica do *mainstream* é apropriada para um mundo de moeda mercadoria ou fiduciária mais do que para um mundo de moeda creditícia"<sup>59</sup>.

Essa validade da endogeneidade pode ser defendida com o conceito de *entesouramento*, usado por Marx, para a crítica da teoria ricardiana *bulhionista*. Mas Wray argumenta também que **não só a moeda foi endógena no passado, como também que não podia ser exógena. A moeda mercadoria, atuando somente como instrumento de troca, não era consistente com a lógica da economia capitalista**. A restrição de reservas não controlava a criação do crédito, que sempre foi essencial para a acumulação de capital. A experiência histórica mostra que somente durante uma crise, eventualmente, o sistema capitalista reverte para a moeda mercadoria - e esta crise pode ser resolvida por ação acomodatória por parte do banco central na oferta de moeda fiduciária. A alternativa é uma deflação de débitos que destrói o valor do capital acumulado.

Num sistema capitalista, débitos privadamente produzidos envolvem a criação de moeda, mas a moeda é usada para saldar débitos, o que a destrói. Então, "moeda é endogenamente criada à medida que ativos são produzidos e financiados, e é endogenamente destruída logo que as posições são liquidadas"<sup>60</sup>.

<sup>59</sup> MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press, 1988. p. IX.

<sup>60</sup>

Segundo Wray, há uma relação entre a moeda creditícia e a lógica do capitalismo, desde seus primórdios<sup>61</sup>. A moeda existiu como unidade de conta desde o desenvolvimento da propriedade privada.

**A moeda creditícia foi a primeira forma de moeda, criada como unidade de conta.**

Os mercados foram desenvolvidos mais tarde, o que conduziu ao uso da moeda como meio de troca. Em vários casos, a moeda mercadoria cunhada pelo governo e a moeda creditícia emitida privadamente existiram lado-a-lado, em sociedades pré-capitalistas. A moeda fiduciária foi, para a maior parte das nações, uma inovação do moderno capitalismo.

A lógica do capitalismo requer que a moeda creditícia seja a forma "normal" de moeda e que a moeda mercadoria seja um caso aberrante. O propósito social do crédito é providenciar poder de compra para o capitalista. Então, ele pode comprar os bens e serviços necessitados hoje para produzir os bens e serviços que serão vendidos amanhã. Se estas vendas se realizarem com os preços esperados, o capitalista obtém dinheiro suficiente para pagar seu débito e retirar da circulação moeda creditícia.

Entretanto, a lógica do sistema capitalista também requer que o poder de compra não seja meramente estendido a qualquer um que deseja crédito. Idealmente, o crédito seria fornecido a capitalistas que iriam acrescentar capacidade produtiva e aumentar a produção daqueles bens que poderiam ser vendidos com preços suficientes para cobrir despesas e dar lucros para sustentar a acumulação de capital. Porém, não há mecanismo num sistema capitalista para garantir **a priori** esse resultado.

Os refinanciamentos normalmente são assegurados somente àqueles que periodicamente (de acordo com o estipulado pelos contratos de crédito) os reembolsam. O pagamento do crédito obtido, sob a ameaça de seu racionamento, obriga uma orientação da produção estritamente para aceitação do mercado. O banqueiro atua como juiz no julgamento de quem merece crédito. Mas não há garantia que o racionamento do crédito necessariamente gerará o volume necessário de crédito e o colocará nas mãos corretas. Falências e quebras bancárias ocasionais são um resultado esperado da motivação privada do sistema capitalista.

A lógica do sistema capitalista requer que não possa ser constrangido pela produção de moeda mercadoria. O crédito funciona normalmente como moeda. Uma corrida à moeda mercadoria – caso vigorasse o padrão ouro – causaria repúdio dos débitos e destruiria o valor dos ativos acumulados pelos capitalistas.

**Num funcionamento normal da economia capitalista, cada vez mais moeda toma a forma de crédito.** O primeiro passo para um sistema bancário seguro requer um sistema de reservas apoiado pelo banco central, que sustenta a criação *endógena* de moeda creditícia.

Nessa *abordagem da endogeneidade da oferta de moeda*, a *função liberatória do dinheiro*, ou o poder de saldar dívidas, liquidar débitos ou livrar-se de situação passiva, é ressaltada. Assim, a acumulação de dinheiro transforma-se num meio através do qual os agentes econômicos se previnem de um futuro incerto, para o qual assumiram certos compromissos, ao receberem créditos. Os rendimentos são incertos, mas os débitos são líquidos e certos. Se não saldarem essas dívidas, são levados à bancarrota ou excluídos do jogo econômico pela decretação de falência.

Há, na literatura pós-keynesiana, pelo menos **seis argumentos para criticar a noção de oferta de moeda exógena**:

1. a moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito, administrados por bancos, ou de vendas a prazo, efetuadas pelo público não-bancário; não se pode ter uma oferta *independentemente* da demanda de crédito.
2. os empréstimos - que criam depósitos - são contratados por decisões de mutuantes e mutuários: deve-se criticar o *automatismo* do modelo tradicional de multiplicador, em que não cabem incerteza e problemas conjunturais, e sua *causalidade*, em que os depósitos à vista são um múltiplo das reservas - na verdade, estas são uma fração daqueles.
3. os bancos centrais, normalmente, por razões políticas (evitar as pressões derivadas de um quadro recessivo) e financeiras (evitar a instabilidade causada por um risco sistêmico), preferem *acomodar* as necessidades dos bancos comerciais;
4. desde que os bancos centrais tentem controlar o estoque de moeda, eles só podem fazer isto, *indiretamente*, através do nível da taxa de juros;
5. o controle absoluto da quantidade da moeda poderia ocorrer somente ao custo da *ruptura* do mercado financeiro;
6. com a *administração dos passivos e/ou inovação financeira*, na relação com seus clientes, os bancos tornam-se mais capazes de *acomodar* as variações na demanda por crédito, com uso menos freqüente da assistência financeira de liquidez propiciada pelo banco central, que os "pune" com o custo e a fiscalização.

### **5.3. Debate sobre endogeneidade da oferta de moeda entre pós-keynesianos**

Embora um núcleo de idéias comuns possa ser distinguido, as várias versões pós-keynesianas das teorias de oferta de moeda endógena têm *diferenças* com respeito a:

1. o período de tempo da análise: é a oferta de moeda endógena no curto ou

2. o grau da endogeneidade: parcial ou absoluta?
3. os fatores que são mais importantes na determinação do grau de endogeneidade: os objetivos políticos e técnicas operacionais do banco central ou as práticas bancárias?
4. a natureza e a direção da causalidade entre atividade econômica, demanda por crédito, empréstimo bancário, nível de preço, e oferta de moeda.

Para a maioria dos economistas pós-keynesianos (Davidson, Minsky, Chick, Dow, Rousseas, Wray, Arestis, Carvalho, etc.), assim como para alguns institucionalistas (p.ex., Niggle, Carter), com as (importantes) exceções dos "horizontalistas", tais como Kaldor e Moore, a oferta de moeda é vista como somente *parcialmente endógena*. A elasticidade do crédito (e moeda) com respeito à taxa de juros não é nem perfeitamente elástica (*horizontal* na representação gráfica) nem perfeitamente inelástica (*vertical* no gráfico), situando-se entre elas (a curva de oferta de moeda deve ser desenhada com uma *inclinação positiva* proporcional à taxa de juros) – ver o próximo tópico.

Aqueles que aceitam esta última posição rejeitam tanto a *tese ortodoxa*, que considera a oferta de moeda plenamente controlada pelo banco central e independente de sua demanda, quanto a *posição extrema*, que considera a oferta de moeda plenamente determinada por sua demanda. De acordo com esses autores, as Autoridades Monetárias possuem alguma capacidade de controlar os agregados monetários. Entretanto, para desempenhar suas tarefas institucionais, tendem a acomodar a oferta de moeda baseada na demanda por ela, evitando largas flutuações nas taxas de juros. Grandes flutuações aumentariam a instabilidade financeira e romperiam a eficiência dos mercados. Além disso, induziriam formas de *inovação financeira*, reduzindo os controles das autoridades monetárias sobre esses mercados, enquanto a produção e o emprego cairiam dramaticamente.

O uso de flutuações moderadas de taxas de juros por *propósitos políticos* é reconhecido por esses autores. Isto torna possível descrever a oferta de moeda como uma função crescente da taxa de juros, cuja elasticidade será elevada, mas não necessariamente infinita. Em qualquer taxa, a oferta de moeda é endógena num grau pronunciado, mas sem ser perfeitamente endógena. A demanda de moeda cria a oferta, em maior ou menor extensão, mas nunca inteiramente sua própria oferta. O grau pelo qual a oferta de moeda é positivamente inclinada depende da política discricionária do banco central. Dependendo do risco do credor, o *spread* bancário pode variar. Se os *mark-up* dos bancos são flexíveis, então não faz sentido representar uma curva de oferta de moeda como horizontal.

Para alguns desses autores ("fundamentalistas"), uma oferta de moeda **horizontal** pode ser aceita como uma descrição polarizada do funcionamento do sistema financeiro ou um simplificado estratagema analítico para ser contraposto à similar noção simplista da oferta de moeda **vertical**. Portanto, "verticalistas" e "horizontalistas" seriam extremistas polarizados, sendo estes últimos os radicais da defesa da endogeneidade da moeda.

As posições entre pós-keynesianos “horizontalistas” e “fundamentalistas” se radicalizaram a partir do ataque de Moore. "Keynes foi forçado a adotar argumentos inconvincentes e metafóricos a respeito da exogeneidade das taxas próprias de retorno da moeda por sua falha em enfatizar, na *Teoria Geral*, a crucial diferença entre uma moeda mercadoria e uma moeda creditícia. (...) erro fundamental de Keynes foi sua disposição a aceitar que 'a quantidade de moeda é determinada pela ação do banco central'. Suas famosas propriedades da moeda claramente podem referir-se somente à moeda mercadoria ou fiduciária. Elasticidades de produção e substituição zero pelo setor privado obviamente não se aplica à moeda creditícia" <sup>62</sup>.

Tivesse Keynes incorporado, na *Teoria Geral*, seus antigos *insights* do *Tratado sobre a Moeda*, que o banco central fixa a taxa de juros mais do que a quantidade de oferta de moeda, então, na opinião de Moore, a oferta de moeda creditícia tornar-se-ia endogenamente dirigida pelo crédito e determinada pela demanda. Ele seria bem capaz de sustentar sua principal conclusão, que as taxas de juros são um fenômeno monetário e não real, e que o retorno sobre a moeda é exógeno, mais a "regra do alojamento", de maneira muito mais fácil, simples e persuasiva.

Porque Keynes, na *Teoria Geral*, sustentou-se sobre a hipótese que o estoque de moeda era exogenamente fixado pelas autoridades monetárias, sua original teoria da preferência pela liquidez para a determinação das taxas de juros, infelizmente, para Moore, aparece *indeterminada*. Isto porque, de acordo com sua própria lógica, a demanda por moeda e, conseqüentemente, o nível das taxas de juros variariam com o nível da renda, e então as variações da taxa de juros tornariam a afetar o gasto em investimento, o que conduziria a posteriores variações na renda e na taxa de juros. Keynes caiu numa circularidade de idéias.

De acordo com a **posição "horizontalista"**, principalmente desenvolvida por Moore, a *oferta de moeda*, em amplo sentido, é não somente *derivada do crédito* mas também *plenamente determinada por sua demanda*. Isto é devido à hipótese que, para bancos individuais, a quantidade efetiva de oferta de crédito é uma variável não-discricionária, ao mesmo tempo que as autoridades monetárias estão destinadas a acomodar plenamente a oferta de base monetária baseada em sua demanda.

Moore sublinha também a importância do "saque a descoberto" garantido pelos bancos a seus clientes como uma prova do caráter não-discricionário desta variável. Nos sistemas financeiros modernos, os bancos não podem modificar, por sua própria iniciativa, o volume de crédito a pagar. Este está submetido às decisões unilaterais dos tomadores de empréstimos (dentro de um limite pré-estabelecido), devido à existência do saque a descoberto, p. ex., sob forma de "cheques especiais".

O nível exato do crédito não pode depender de uma escolha arbitrária do setor bancário, baseado num acréscimo do custo marginal de empréstimo, desde que bancos são "formadores de preços" (*price setters*) e "tomadores de quantidade" (*quantity takers*), na relação com seus clientes. Isto é, no *mercado a varejo e atacadista*, mas não no *mercado interbancário* e na relação com o banco central.

O banco central, por outro lado, não tem o poder de reduzir, direta e isoladamente, a base monetária. Pode somente elevá-la, para suportar uma expansão da intermediação bancária. Esta assimetria é explicada pelo fato de que, em períodos de expansão, quando o banco central pode desejar restringir a base monetária, bancos comerciais alocam mais dos rendimentos de suas carteiras de ativos ao crédito para clientes, colocando dificuldades à restrição de suas reservas. A venda de títulos de dívida pelo banco central e/ou a exigência de maiores depósitos compulsórios – instrumentos de uma política monetária contracionista – podem fracassar por provocarem a ida dos bancos ao redesconto em busca da assistência financeira de liquidez. Como consequência, a política pretendida de restrição de depósitos através do controle das reservas pode não ocorrer.

De acordo com esta posição, então, a endogeneidade da moeda depende tanto do caráter não-discricionário (após a fixação dos juros e do compromisso de crédito) do volume exato dos empréstimos bancários concedidos, quanto da capacidade do banco central fixar somente a taxa de juros. O banco central é incapaz de alcançar meta pré-estabelecida (*ex-ante*) para a base monetária. Analiticamente, isto significa que a oferta de moeda efetiva se adequa à sua demanda, ou seja, é infinitamente elástica à taxa de juros. Na representação gráfica, a tendência *horizontal* da oferta monetária caracterizaria a *endogeneidade*.

A outra corrente pós-keynesiana, diferentemente, argumenta que **a curva de oferta de moeda não é horizontal**, mesmo se todos depósitos criados retornem ao sistema bancário. porque bancos estão preocupados com

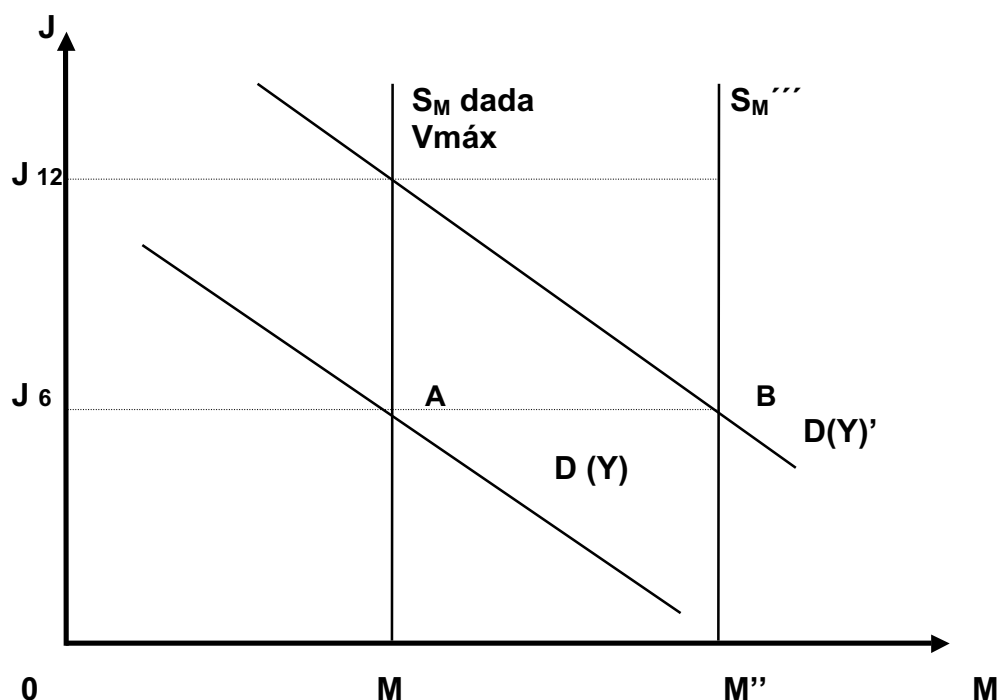
Mesmo que os bancos não sejam estritamente restritos pela quantidade de moeda, suas disposições para fazer empréstimos devem ser uma função de suas disposições de assumirem posições ilíquidas, nos ativos. Esta disposição certamente será afetada pelo estado de expectativas a longo prazo, face à lucratividade. Porém, será também afetada pelas posições de balanços dos bancos, pelas preferências de portfólios do público, e pelas políticas do banco central.

A posição de Wray é de que "a teoria da preferência pela liquidez não é simplesmente um expediente 'falho', adotado numa crítica à *teoria dos fundos de empréstimos*. É uma parte necessária da teoria geral de Keynes. A teoria da preferência pela liquidez é firmemente ligada às teorias keynesianas da demanda efetiva, da relação entre a eficiência marginal do capital e o investimento, e do motivo *finance*. **A teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da moeda endógena.** Realmente, a teoria da preferência pela liquidez fica forte com a abordagem da moeda endógena, justo como a abordagem da endogeneidade da moeda fica forte com a teoria geral de Keynes"<sup>63</sup>.

Tendo como exemplo esta postura conciliatória, no último tópico (após vermos as representações gráficas da oferta de moeda), se defenderá a posição moderada de que - mesmo que este debate pareça ser um diálogo de surdos - é possível não *segregar*, mas sim *agregar* idéias complementares dessas duas correntes da Escola Pós-keynesiana.

### 5.3. Representações gráficas da oferta de moeda

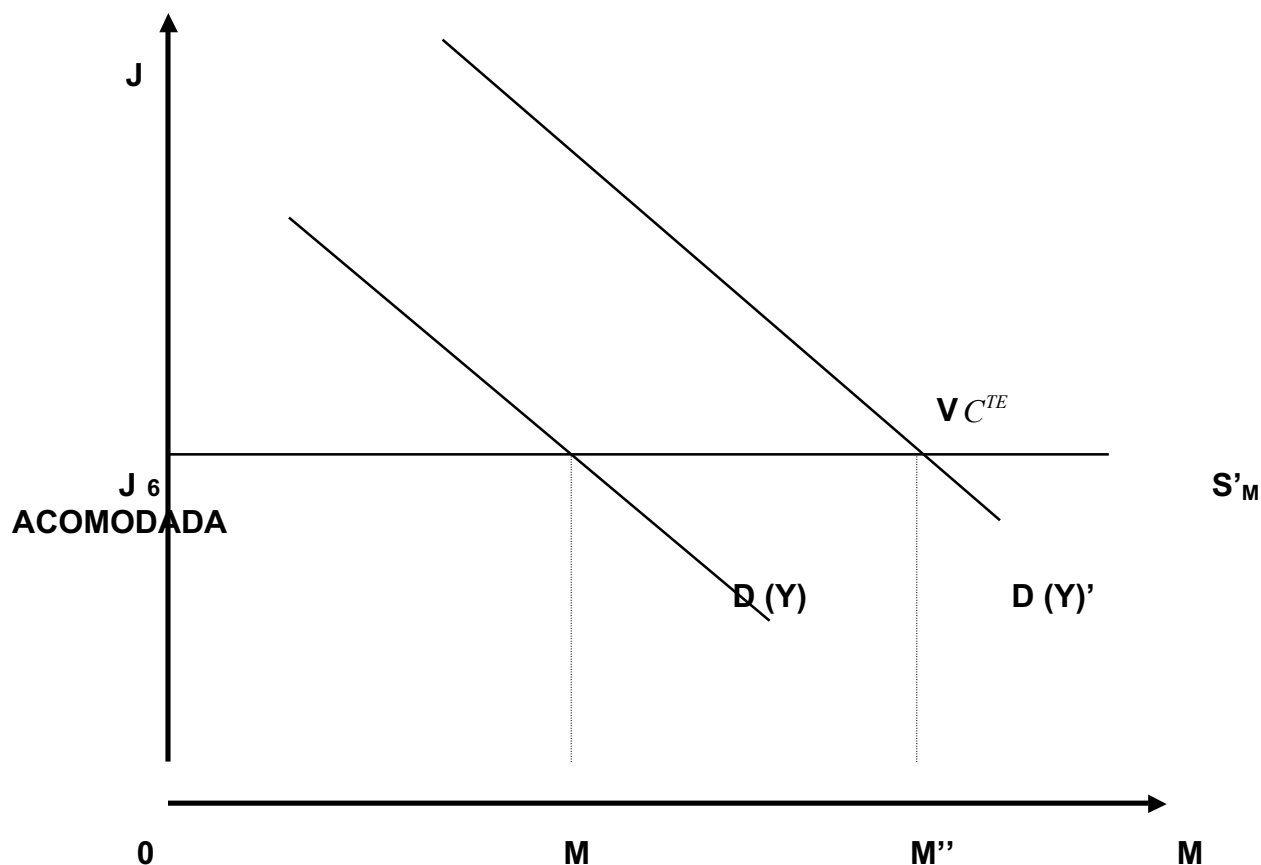
#### EXOGENEIDADE DA OFERTA DA MOEDA



Numa situação de *não acomodação* da oferta de moeda ao aumento da demanda por moeda de  $D(Y)$  para  $D(Y)'$  - por exemplo, devido à expansão da renda nominal, seja pelo aumento do produto real, seja pelo pela elevação da inflação -, sua representação gráfica seria a *reta vertical*  $S_m$  dada. Com a oferta de moeda *direta* sustentada constante (assumindo que o banco central pode de fato fazer isto), mudanças na velocidade de circulação da moeda poderiam tomar lugar num ritmo acelerado, enquanto a taxa de juros move-se de  $J_6$  para  $J_{12}$ . É altamente improvável, entretanto, que, na realidade, em alguma taxa de juros praticável (viável), a resposta da velocidade poderia ser suficiente para preencher o hiato da demanda excessiva por moeda em **AB**.

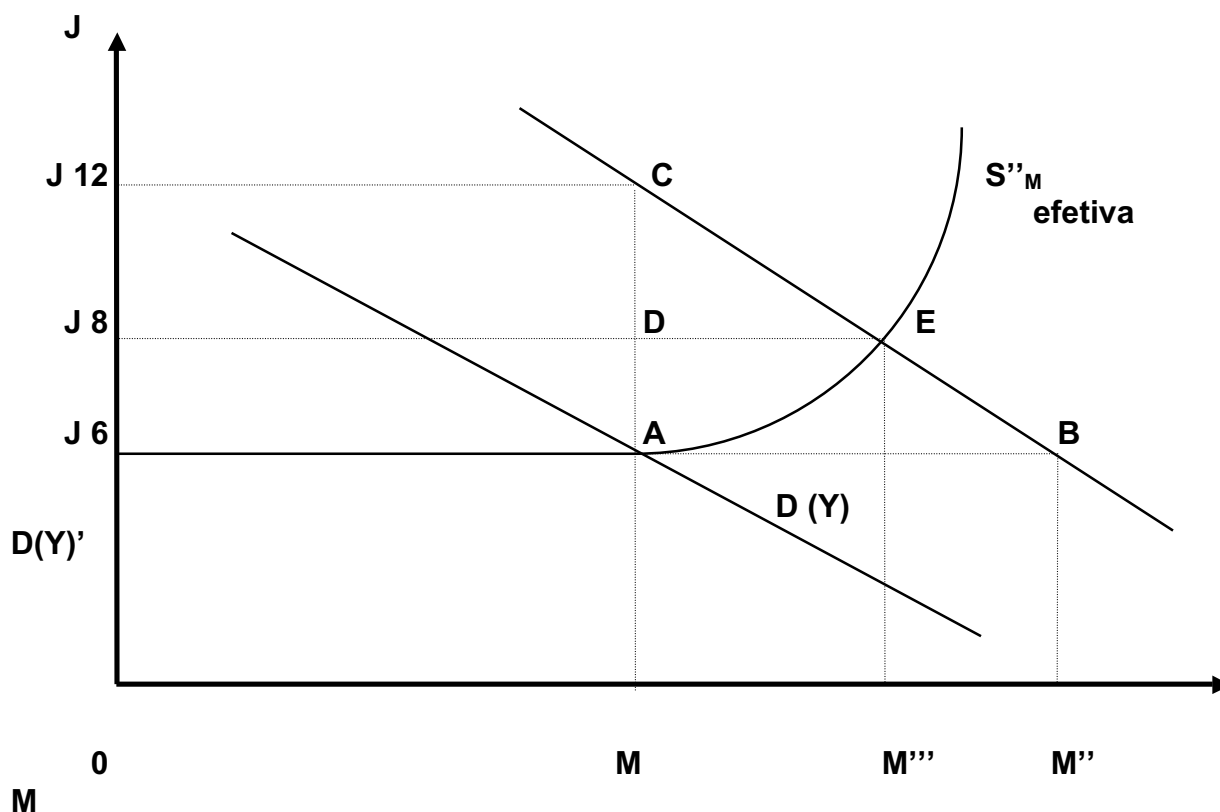


## ENDOGENEIDADE ABSOLUTA DA OFERTA DA MOEDA



Esta é uma representação gráfica *estilizada*, pois de acordo com a interpretação "acomodacionista" da oferta de moeda não tem sentido levá-la adiante do valor  $OM''$ , o máximo de demanda por moeda sancionada. Sendo  $D(Y)'$  a demanda por moeda atendida (*ex-post*), ao nível da taxa de juros  $J_6$ , isto implica que  $(PY)' \Rightarrow M^s$  (no gráfico  $S'_M$ ), isto é, a velocidade de circulação da moeda  $V$  permanece estável. Sendo fiel à abordagem "horizontalista", não cabe distinguir, no gráfico, as curvas da demanda e da oferta de moeda *efetivamente em circulação*, pois são funções interdependentes.

### ENDOGENEIDADE PARCIAL DA OFERTA DA MOEDA



Neste caso, a curva de oferta de moeda não é *nem vertical*, com a teoria monetária convencional a concebe, *nem horizontal*, ou seja, perfeitamente elástica à demanda por moeda, como de acordo com a endogeneidade acomodacionista. No gráfico, a curva de oferta de moeda total ou efetiva ( $S''_M$ ) é *positivamente inclinada*, refletindo a relação da oferta de moeda *total* (*direta e indireta*) com a taxa de juros. Ela intercede a curva  $D(Y)$  em  $J_8$ . Assim, a renda nominal, num nível de preços superior, teria caído como resultado da queda do produto real, induzida pela taxa de juros mais elevada. Neste ponto **E**, a demanda por moeda é igual à oferta de moeda efetiva ( $OM'''$ ), sendo esta a soma total das ofertas de moeda dadas *direta* ( $OM$ ) e *indiretamente* ( $MM''' = DE$ ). Segundo esta interpretação de *um grau de endogeneidade da oferta de moeda parcial*, as forças de mercado (ou inovações financeiras) assegurarão, *ceteris paribus*, a estabilidade do equilíbrio no ponto **E**.

O gráfico pode ser adaptado, para representar a combinação de uma *acomodação parcial* por uma oferta de moeda *direta*, com o banco central desejando evitar uma elevação da taxa de juros. Haveria um menor acréscimo na velocidade de circulação da moeda. Nesse caso, a soma total das ofertas de moeda seria maior que  $OM'''$ , porém menor que  $OM''$  (caso da *acomodação absoluta*), com a curva  $S_M''$  intercedendo a curva  $D(Y)$  em algum lugar entre **B** e **E**.

#### 5.4. Uma tentativa de buscar o consenso

O que inicialmente foi visto como uma simples diferença formal entre representações gráficas da endogeneidade da moeda - *horizontal versus positivamente inclinada* - está se derivando para uma disputa escolástica (um problema da relação entre a fé e a razão), com risco de provocar um fratricídio intelectual. Hoje, talvez as caricaturas dos defensores dessas posições fossem as de *doutrinários*, que defendem com fé o conjunto de princípios de Keynes como verdadeiros dogmas, e as de *iconoclastas*, que radicalmente destroem imagens ou ídolos, não respeitando as tradições. A estes, nada parece digno de culto ou reverência.

Está em jogo a unidade da escola de pensamento pós-keynesiana, não sob uma questão de *forma*, mas de *conteúdo*. Os *fundamentalistas* disputam o espólio intelectual de Keynes com verdadeira garra e gana. Acusam os *horizontalistas* de o dilapidarem, ao abandonarem a teoria da preferência pela liquidez. Querem a segregação desses do convívio intelectual da “família pós-keynesiana”. Estes “deserdados” respondem que não se poder ser um bom pós-keynesiano sendo apenas keynesiano *fundamentalista*. Há que superar Keynes, conservando de seu espólio somente o que é aplicável à realidade institucional contemporânea.

Há muitas **dúvidas a respeito da redução desta controvérsia à representação gráfica estilizada** (ver, no final do capítulo, uma representação gráfica *não estilizada* de como a demanda crescente configura a oferta de moeda, com o Banco Central do Brasil declinando a taxa de juros básica):

1. como identificar uma curva de demanda da moeda, na ausência de independência estatística com a oferta de moeda?
2. está representado o curto ou o longo prazo?
3. é possível fazer considerações sobre a dinâmica da oferta de moeda – suas variações ao longo do tempo – em resposta às variações da taxa de juros através de um simples gráfico estilizado?
4. contempla somente a moeda-creditícia ou todas as formas de moeda?
5. refere-se a opções *ex-ante* de decisão ou a operações de fato efetivadas, com resultados *ex-post*?
6. representa a atitude individual de cada banco comercial ou a do Banco Central ou a de todo o sistema bancário?

Talvez, boa parte do desentendimento venha de uma falta de esclarecimento analítico sobre o nível de agregação em que se está tratando a questão: *microeconômico* ou *macroeconômico*. É aceitável que ocorra uma discricionariedade *ex-ante* de cada banco individual e seja vista uma passividade *ex-post* do sistema bancário.

Trata-se de *separar os níveis micro e macroeconômico no sistema financeiro*: Moore não propõe que os bancos simplesmente validam as solicitações de crédito que recebem. A maior parte dos empréstimos bancários é realizada sob promessas de empréstimos e linhas de crédito previamente negociadas. Os bancos atendem as solicitações dos clientes por crédito, desde que tenham prefixado seu preço acima da taxa de juro de captação.

Não se deve assumir nenhum *automatismo* no ajuste da oferta de moeda à demanda, ou seja, que "bancos não negam pedidos de crédito". Pode-se concordar com a visão que bancos individuais não simplesmente reagem passivamente à demanda do tomador de empréstimos. Cada banco, ativamente, escolhe em que mercados de crédito entrar e disputar.

A decisão microeconômica de **concessão de crédito bancário** depende de:

1. a avaliação do projeto;
2. o cadastro do tomador;
3. as garantias oferecidas;
4. o seu próprio grau de exposição
5. o risco do credor a respeito da rentabilidade esperada pelo devedor.

Observa-se que isso não afeta o argumento básico "horizontalista" de que, sob o ponto de vista do *sistema bancário*, a quantidade total de moeda creditícia efetivamente ofertada (resultante ex-post das múltiplas decisões particulares) deva ser vista como endogenamente determinada pela demanda. Não há oferta de moeda *efetivamente em circulação* sem existir demanda por ela.

A **fuga do controle da oferta de moeda**, realizado pelas autoridades monetárias, é feita por :

1. inovações financeiras;
2. administração de ativos e passivos;
3. mercado interbancário;
4. internacionalização dos mercados financeiros e dos próprios bancos.

Tudo isso permite aos bancos cobrirem suas posições de reservas, se os passivos criados pelos empréstimos as exigem superiores ao nível coberto pelas reservas originais.

A perspectiva "horizontalista" contempla também a administração de passivos pelos bancos como uma forma de captação via criação de quase-moeda, quando as reservas não estão disponíveis no redesconto a custo compensador, pois estão com juros negativos acima do mercado. Os bancos

banco central, em última instância. A vantagem para o banco comercial é captar no mercado, numa relação custo/benefício favorável, via um passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no banco central, que significa custo não remunerado. Para o público não-bancário, a vantagem é dispor de um ativo facilmente transformável de recebedor de juros em transferível por cheque. Essa conciliação de interesses entre banco e cliente justifica a inovação financeira fora da regulação do banco central.

Achamos que essas proposições podem ser aceitas por ambas posições em debate sobre a endogeneidade da oferta de moeda. A acirrada polêmica, aparentemente, tem produzido “mais calor do que luz”. Mas, se os contendores perceberem que sob o aparente antagonismo está um grande consenso crítico às posições do *mainstream* [corrente principal], o debate vai, de fato, revelar-se profícuo e esclarecedor.

**Leitura adicional recomendada:**

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988. Preface; Cap. 8 (Keynes and the Endogeneity of Credit Money).

WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. Cap. 3 (Endogenous Money versus Exogenous Money), 4 (History of the Endogenous Money Approach); 5 (Revival of the Endogenous Money Approach).

**Comentário:** Esses dois autores polarizam o debate pós-keynesiano em torno da endogeneidade da oferta de moeda, sendo os mais representativos, respectivamente, da corrente “horizontalista” e da “fundamentalista”.

COSTA, F. N.. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bional-Educ, 1992. Ensaio 4 (Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena).

**Comentário:** Trata-se de uma resenha dos principais temas desse debate.

COSTA, Fernando N.. Inovações Financeiras e Política Monetária. Campinas, Texto para Discussão 19 do IÉ-UNICAMP, 1993.

**Comentário:** Apresenta o arcabouço conceitual das inovações financeiras, a avaliação institucionalista da teoria da endogeneidade da moeda e um modelo pós-keynesiano dessa endogeneidade, no ciclo econômico.

MADI, Maria Alejandra C.. Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-keynesiana. Campinas, Tese de Doutorado, 1993. Cap. 1 (Endogeneidade da Moeda e Política Monetária) e Cap. 3 (Inovações Financeiras, Crédito e Instabilidade).

**Comentário:** No primeiro capítulo, faz uma classificação dos autores envolvidos no debate e apresenta os fundamentos da teoria da endogeneidade da moeda; no terceiro capítulo, propõe uma aplicação teórica ao caso brasileiro.

COSTA, Fernando N.. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política 50. SP, Nobel, Vol. 13, n. 2, abr-jun/1993.

CARVALHO, Fernando J. C.. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. Revista de Economia Política 51. Vol. 13, n.3, jul-set/1993.

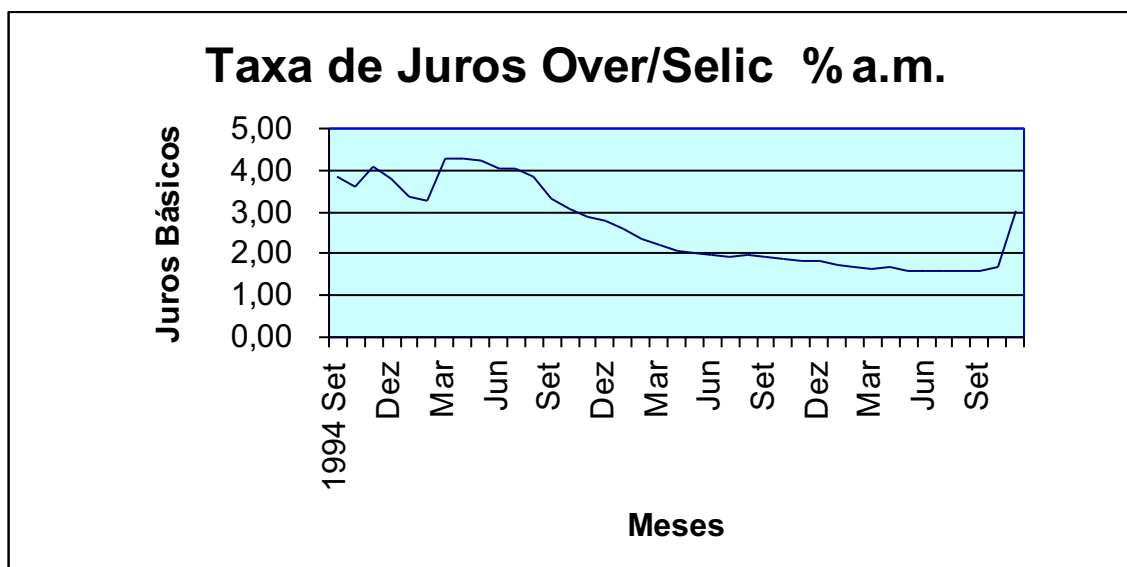
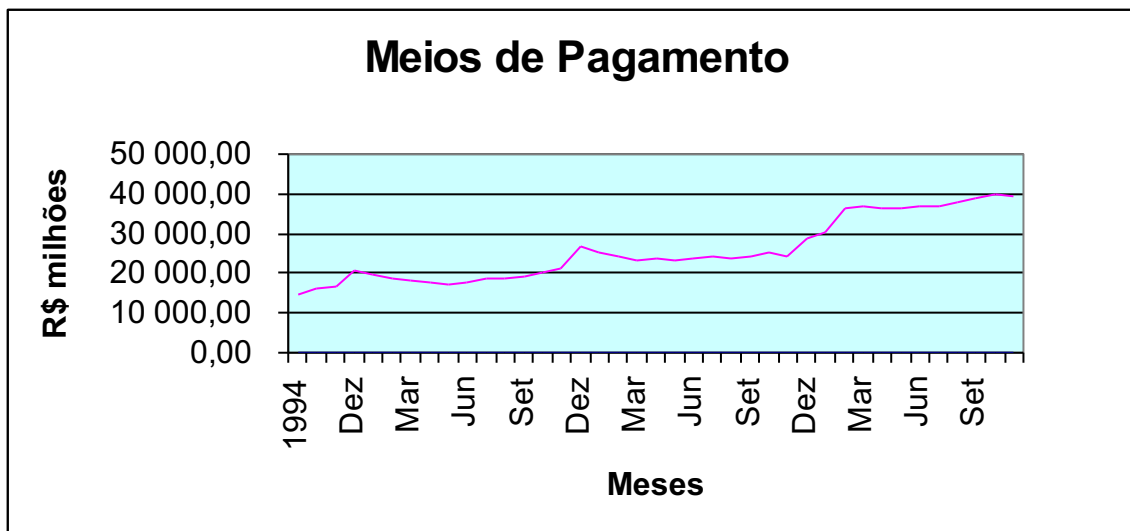
COSTA, Fernando N.. Sobre o "Horizontalismo" da Oferta da Moeda: Tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. Revista de Economia Política 53. Vol. 14, n. 1, jan-mar / 1994. pp. 142-6.

**Comentário:** Esses artigos trouxeram a polêmica para os pós-keynesianos brasileiros.

DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. London, MacMillan, 1996. Part IV, cap. 16 a 20 (Endogenous money)

**Comentário:** Nessa publicação do *The Jerome Levy Economics Institute*, com a coletânea de artigos dos participantes do seminário entre pós-keynesianos norte-americanos e “circulacionistas” franceses, há um balanço das questões que importam no debate sobre endogeneidade da oferta de moeda.

### REPRESENTAÇÕES GRÁFICAS DA OFERTA DA MOEDA E DA TAXA DE JUROS BÁSICA NO BRASIL



FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: A demanda por moeda determinou o crescimento (inclusive sazonal) da oferta de moeda, enquanto o banco central declinava a taxa de juros básica.

**Resumo:**

1. Há polêmica a respeito do caráter *exógeno* ou *endógeno* da oferta de moeda, mas, mesmo entre os que adotam esta última concepção, discute-se sobre o *grau de endogeneidade* da oferta de moeda: se é *absoluto* ou se é *parcial*.
2. Quem postula uma oferta de moeda *exógena*, afirma que ela é *independente* da demanda por moeda e é *perfeitamente inelástica* à taxa de juros, ou seja, a representação gráfica, entre os eixos da taxa de juros e da quantidade de moeda, é uma reta vertical.
3. Quem adota uma concepção de oferta de moeda *endógena*, concebe-a como *interdependente* com a função demanda por moeda e *menos que perfeitamente inelástica* à taxa de juros, ou seja, a representação gráfica, entre os eixos da taxa de juros e da quantidade de moeda, é ou uma reta horizontal ou uma curva positivamente inclinada.
4. No caso da endogeneidade da oferta de moeda *absoluta* ou *acomodatícia*, o argumento básico é que o banco central estabelece, de maneira exógena, a taxa de juros básica de referência e deixa, então, a quantidade de moeda sob o controle das forças de mercado. Por razões políticas – evitar recessão, desemprego e quebra de instituições financeiras –, acaba exercendo sua função de *suporte da estabilidade do mercado financeiro* e acomodando, em última instância, as necessidades monetárias da economia.
5. No caso da endogeneidade da oferta de moeda *parcial* ou *estrutural*, afirma-se que a função de *controle monetário*, exercida pelo banco central, que eleva a taxa de juros, é contraposta por alteração da velocidade de circulação da moeda e/ou por inovações financeiras em que se criam substitutos (“quase-moedas”), para a moeda controlada, livres da exigência de reservas.
6. Levantam-se dúvidas a respeito da redução da controvérsia sobre o grau da endogeneidade da oferta de moeda à representação gráfica: é possível representar as curvas de oferta e de demanda por moeda sem independência estatística? É representação de uma situação dada, no curto prazo, ou de variações, no longo prazo? É só a representação da moeda creditícia ou também da oferta de papel-moeda em poder do público? Os gráficos referem-se somente à moeda oferecida pelo banco central ou também àquela criada, endogenamente, pelo sistema bancário? É válida a representação de decisões *ex-ante*, ao longo do tempo, por cada banco individual ou somente se pode representar o resultado *ex-post* das decisões interrelacionadas do conjunto de bancos?



**MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIO:  
EFEITOS SOBRE PRODUTO, EMPREGO E INFLAÇÃO.**

## CAPÍTULO 6

### MECANISMO DE TRANSMISSÃO INDIRETO DE IMPACTOS MONETÁRIOS

*“Economia é o único campo no qual duas pessoas podem dividir um Prêmio Nobel, dizendo coisas opostas” (tal como Myrdal e Hayek).*

#### 6.1. Introdução

Didaticamente, um livro-texto de economia monetária deve explicar as relações existentes entre o lado *monetário* e o *produtivo*. Distinguir, em um sentido, as influências do setor real no monetário, através da discussão do *problema da endogeneidade da moeda*, e, em outro, a influência dos fatores monetários nos fenômenos reais, através do *mecanismo de transmissão dos efeitos monetários*. A primeira tarefa foi cumprida no capítulo anterior. Vamos, nesta parte, discutir até que ponto a política monetária tem efeitos sobre a produção, o emprego e/ou a inflação.

Para apresentar o fio condutor dessa tentativa de construção teórica, alternativa à visão ortodoxa de *determinação direta oferta de moeda - nível geral de preços*, vamos, neste capítulo, recuperar as idéias de Wicksell, especificamente sobre o *processo cumulativo*. Ele é considerado o criador do *mecanismo de transmissão indireto*. No próximo capítulo, proporemos a visão de um *mecanismo de transmissão monetária interativo e iterativo*, passo-a-passo.

#### 6.2. Contribuição de Wicksell à teoria monetária

Wicksell, no início do século, antecipou a discussão da endogeneidade da *moeda creditícia* ("a Lei de Say invertida"), que é tema de debate contemporâneo, no final do século. "Os bancos em seus negócios de empréstimos não são limitados por seus próprios capitais. Eles não são, pelo menos não imediatamente, limitados por qualquer capital. Concentrados em suas mãos quase todos pagamentos, eles próprios criam a moeda requerida, ou, o que é a mesma coisa, eles aceleram *ad libitum* a rapidez da velocidade de circulação da moeda. (...) nos nossos dias, demanda e oferta da moeda tornaram-se a mesma coisa, a demanda em grande medida cria sua própria oferta"<sup>64</sup>.

Wicksell produziu diversas **contribuições importantes à teoria monetária**:

1. análise do *papel das taxas de juros* para alcançar preços de equilíbrio ou para gerar movimentos inflacionários ou deflacionários cumulativos;
2. reconhecimento da *contribuição potencial do governo e do banco central* no retardamento ou na promoção da estabilidade de preços;
3. a moderna *abordagem agregada* oferta-procura ou poupança-investimento dos fenômenos monetários, que foi uma das fontes da economia keynesiana.

O próprio Keynes considerou Wicksell precursor de suas idéias. "O objetivo de Wicksell foi sintetizar a teoria monetária, a teoria do ciclo econômico, as finanças públicas e a teoria do preço em um sistema" <sup>65</sup>.

A contribuição de Wicksell à análise econômica abrangeu três grandes áreas: teoria monetária, teoria do valor (e/ou do capital), e finanças públicas. É reconhecido, no entanto, que no campo da teoria monetária está sua mais avançada contribuição. "O *processo cumulativo* foi proveniente de uma reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda" <sup>66</sup>.

### 6.3. Processo Cumulativo

Para Wicksell, a teoria monetária resumia-se em uma questão principal: por que os preços se instabilizam? Para respondê-la, analisou o fenômeno da variação da taxa de juros, dando precisão ao *mecanismo de transmissão indireto* dos fatores monetários.

Seu objetivo foi explicar como moeda e preços, conjuntamente, se movem de um nível de equilíbrio a outro. Este movimento inter-equilíbrios tornou-se seu famoso *processo cumulativo*. O mal ajustamento entre taxas de juros foi a **hipótese-chave** da exposição de Wicksell.

Outro autor <sup>67</sup> dá uma interpretação mais interessante para a investigação dos desdobramentos heterodoxos da análise wickselliana. Wicksell mostrou a falha tanto dos clássicos quanto dos neoclássicos em integrar a teoria do valor à teoria monetária, em função de tratarem a moeda como uma mercadoria semelhante a todas as outras mercadorias. Tiveram de recorrer à Teoria Quantitativa da Moeda para explicarem o valor da moeda. Esta teoria seria

<sup>65</sup> OSER, Jacob & BLANCHFIELD, William. História do Pensamento Econômico. SP, Atlas, 1989. p. 257.

<sup>66</sup> HANSSON, Björn A.. The Swedish Tradition: Wicksell and Cassel. in HENNINGS, K. & SAMUELS, W. (ed.). Neoclassical Economic Theory: 1870 to 1930. Boston, Kluwer Academic Publishers, 1990. p. 254.

<sup>67</sup>

verdadeira, para Wicksell, somente sob hipótese de uma velocidade de circulação da moeda constante, assim como no caso extremo de um *sistema de puro pagamento à vista*, sem crédito. Com crédito, a velocidade de circulação da moeda tornar-se-ia uma variável (tal como no *postulado da instabilidade da velocidade* apresentado no primeiro capítulo), e seria impossível provar uma relação satisfatória e exata entre a quantidade de moeda e o nível de preços.

Para solucionar a questão da moeda-creditícia, Wicksell levantou a hipótese de uma *economia de puro crédito*. Por este recurso, a quantidade de moeda ficaria determinada endogenamente por sua demanda (semelhantemente ao *postulado da endogeneidade*) e, ainda, abandonada enquanto uma força direta determinante dos preços. Então, liberto da “tirania da quantidade de moeda”, Wicksell pode observar outras forças determinantes do valor da moeda.

Para revelar essas forças, ele substituiu a relação da Teoria Quantitativa da Moeda entre *a quantidade de moeda e o nível geral dos preços* por uma teoria da relação entre *os juros sobre empréstimos monetários e o nível geral dos preços*.

É relevante distinguir **dois conceitos para a taxa de juros** (ou dois valores para a mesma variável):

- a **taxa de mercado** ( $r_m$ ) refere-se à *taxa observada* de juros
- a **taxa natural** ( $r_n$ ), derivada da interação entre poupança e investimento, é uma *taxa hipotética* que corresponde àquela que levaria o sistema ao **equilíbrio monetário**, em caso de *igualdade entre as duas taxas*.

Como vimos, em capítulo anterior, não foi de Wicksell a fundação do argumento da “lei das duas taxas de juros”. Mas, a partir dela, fez uma criação original.

Wicksell analisou a **relação juros-preços**, num quadro de duas abordagens:

1. a relação da *taxa de juros de empréstimos*, determinada no mercado monetário, com a *taxa de juros real ou "natural"*, determinada pelo rendimento real do capital no processo de produção (os marginalistas identificam-na com a produtividade marginal do capital) <sup>68</sup>;
2. a relação da *demanda monetária agregada* com a *oferta agregada de mercadorias*.

<sup>68</sup> Em última instância, a taxa de juros do dinheiro depende da oferta e demanda de *capital real*, ou, como dizia Smith e Ricardo, a taxa de juros é regida pelos lucros provenientes dos investimentos de

Em sua análise, Wicksell conectou ambas abordagens, mostrando que, numa economia fechada, competitiva, com um *sistema de crédito puro*, um desvio entre a *taxa de empréstimo* e a *taxa de juros real* estimula a expansão ou a contração do crédito. Serve como um incentivo para os empresários investirem ou desinvestirem, conduzindo à mudança na relação entre a demanda monetária agregada e a oferta total de bens, tal como aparece no mecanismo de transmissão do *postulado da validação monetária*, apresentado no primeiro capítulo. Sob a hipótese de um dado produto (em pleno emprego), isso deve resultar num crescimento ou queda em todos preços monetários - o famoso *processo cumulativo*.

Wicksell enuncia o **processo cumulativo** dessa forma:

- "a tendência a aumentar o espírito de empresa, a aumentar a demanda de bens e serviços, e portanto a elevar seus preços, direta ou indiretamente, se torna evidente em toda redução espontânea da *taxa de juros de empréstimos*, seja devido ao aumento da oferta de dinheiro, seja simplesmente devido à intensificação do uso do crédito bancário" <sup>69</sup>.

Wicksell considerou a natureza desse *equilíbrio monetário - indiferente* - como fundamentalmente distinto do *equilíbrio dos preços relativos*, cuja tendência ao equilíbrio *estável* é inerente. Uma vez perturbado, o equilíbrio monetário pode ser restaurado, entretanto, por meio de uma taxa de equilíbrio especial, a chamada *taxa de juros normal* sobre empréstimos. Wicksell pensava que, sob a mais realística premissa de um *sistema misto de pagamento à vista e a crédito*, as variações nos preços monetários, como ligações entre o mercado monetário e o mercado de bens e serviços, forçariam a Autoridade Monetária a estabelecer essa taxa.

Assim, sugeriu algo semelhante ao *postulado da exogeneidade dos juros ou da endogeneidade da moeda*, que enunciamos no início desse livro. "Evidentemente, não possuímos controle *dessa causa de variação dos preços* enquanto a produção de ouro permaneça em mãos de empresas privadas e continue a livre cunhagem por conta dos particulares. A única possibilidade de exercer um controle racional sobre o nível de preços deve residir em outra direção: regular adequadamente a política de juros dos bancos" <sup>70</sup>.

Um **ciclo monetário** seria causado pela discrepância entre a taxa de juros *de mercado* e a taxa de juros *natural*. Para eliminar essa causa de instabilidade no nível geral dos preços, as duas taxas teriam de se igualar.

Entretanto, a *taxa natural de juros* não é fixa. Flutua conjuntamente com todas as causas reais de flutuações econômicas. Uma coincidência das taxas *de mercado* e *da natural* é, portanto, improvável. Wicksell coloca a responsabilidade desse ajustamento recaindo sobre os bancos - "suas obrigações para com a sociedade são muito mais importantes do que suas obrigações privadas" <sup>71</sup>.

<sup>69</sup> WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 271.

<sup>70</sup>

No entanto, isso não significa que os bancos deveriam avaliar a *taxa natural* antes de fixarem suas próprias taxas de juros. Naturalmente, isto seria impraticável - a *taxa natural* é hipotética - e desnecessário, pois em sua opinião o nível corrente de preço dos bens fornece um teste válido para concordância ou discordância das duas taxas.

**O procedimento bancário** deveria ser, simplesmente, o seguinte: enquanto os preços permanecerem inalterados, a taxa de juros bancários deve permanecer no mesmo nível. Se os preços subirem, a taxa de juros deve ser elevada; e se os preços caírem, a taxa de juros deve ser diminuída. A taxa de juros deve, assim, ser mantida neste novo nível até que outro movimento de preços exija nova mudança em um sentido ou em outro.

"O problema da manutenção do valor da moeda estável, o agregado nível geral dos preços monetários em uma altura constante, o qual evidentemente é para ser visto como o problema fundamental da ciência monetária, seria solucionável teórica e praticamente em alguma medida. E os meios de solucionar isto não necessitam ser buscados em algum esquema mais ou menos fantástico como aquele de um banco central emissor para todo o mundo, como algumas vezes é proposto, mas simplesmente numa apropriada manipulação das várias taxas bancárias, abaixando-as quando preços estão declinando, e elevando-as quando preços estão crescendo" <sup>72</sup>.

Em sua opinião, a causa principal dessa instabilidade nos preços está na incapacidade dos bancos seguirem essa regra (a não ser que esgotem as reservas emprestáveis). Uma queda nas taxas de juros pode diminuir suas margens de lucro mais do que aumentar o nível de seus negócios.

**O processo cumulativo do mecanismo indireto não é explosivo.** Wicksell supõe a existência de um fator estabilizador dentro do processo. "O processo cumulativo seria explosivo só no caso especial (considerado extremo por Wicksell) de que a economia seja de crédito puro ou *dinheiro endógeno* em sua totalidade. Aqui, todo o dinheiro assume a forma de depósitos bancários e os bancos não conservam ouro nem alguma outra forma de efetivo como reservas. Em tal caso, os bancos poderiam conservar permanentemente sua taxa de juros por baixo da 'taxa natural' e não se veriam restritos por nenhuma perda de reservas" <sup>73</sup>.

Mas, na realidade, este processo não pode prosseguir indefinidamente, p. ex., porque os bancos vão de encontro às barreiras de suas capacidades de empréstimos, estabelecidas por suas reservas.

**O processo cumulativo pode chegar ao fim através de causa interna:** o aumento dos preços provoca elevação da demanda de dinheiro por motivo transacional, com efeito sobre o nível das reservas bancárias. Caso ocorra escassez de reservas, bancos são forçados a elevar a *taxa de empréstimos* até que se iguale à *taxa normal*.

O *processo cumulativo* leva a uma situação insustentável, em que o investimento empreendido sob estímulo de uma taxa de juros "artificialmente" baixa se revela como fonte de prejuízos: os *booms* terminam em liquidação que se traduz em depressão. Na atmosfera de prosperidade, as dívidas acumulam-se. A *inflação de crédito*, provocada pelas baixas taxas de juros, vai até o ponto de reversão em que a *taxa de juro* ultrapassa significativamente a *taxa de inflação* - invertendo de maneira sustentável a relação entre juros e preços. A inevitável liquidação das dívidas consiste no cerne da depressão.

### 6.3. Reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda

O caminho alternativo, seguido por Wicksell, consistiu em resgatar e desenvolver as teorias monetárias que enfatizavam as decisões individuais, ou seja, como as alterações dos agentes afetavam a quantidade de moeda em circulação e, posteriormente, refletiam-se nos preços monetários. Na verdade, não rejeitou a teoria monetária existente em sua totalidade. Ao contrário, Soromenho afirma que "Wicksell almejou reformular a teoria quantitativa de modo a promover sua integração com a teoria geral dos preços"<sup>74</sup>.

Portanto, desenvolveu a Teoria Quantitativa da Moeda para um *sistema de crédito*, abrindo espaço para a crítica à sua versão tradicional (na linha de Hume, Ricardo, Walras, etc.), que destacava apenas o *efeito saldo real* da variação dos saldos de caixa próprios dos agentes econômicos. Adotou, de maneira independente, uma idéia originária de Thornton, que enfatizava a relação entre os juros, a moeda e o nível de preços.

No entanto, Wicksell trata de assinalar "a loucura que é supor que, no que diz respeito aos preços dos bens concretos, existe uma relação essencial entre as coisas, bens e dinheiro, e que só se pode explicar satisfatoriamente o processo do ponto de vista das variações experimentadas por uma delas, nesse caso os bens, sem nos referirmos ao dinheiro" (1911: 255/6). Deixa implícito, mais uma vez, a necessidade do *postulado da sancionalidade*, em uma Teoria Alternativa da Moeda. De acordo com sua visão, alterações de preços relativos, p. ex., realizadas por oligopólios, não necessariamente implicam em variações do nível geral de preços.

Toda alta ou baixa no preço de determinada mercadoria pressupõe uma perturbação do equilíbrio entre a oferta e a procura de tal produto, seja uma perturbação efetiva ou mera expectativa. O que é válido para cada produto tomado separadamente tem de valer da mesma forma para os produtos tomados em conjunto. **Só pode-se conceber uma alta geral dos preços supondo que toda procura, por uma ou outra razão, está a caminho de ser maior do que a oferta agregada.** "Qualquer teoria digna desse nome nos permitirá demonstrar como e por que a demanda monetária dos bens é maior ou menor do que a oferta dos bens [contra dinheiro] em dadas condições" (1911: 256).

No entanto, apesar dessa ênfase na hoje chamada *inflação de demanda* - o aumento da oferta da moeda creditícia provocaria uma elevação no nível geral dos preços através do *mecanismo de transmissão indireto* acompanhado do *direto* (efeito antecedente sobre a demanda de bens) - Wicksell não deixa de apontar os defeitos da Teoria Quantitativa da Moeda.

Wicksell repudiava explicitamente a Lei de Say. Pensava que o mecanismo que se encontra por trás da Teoria Quantitativa da Moeda poderia basear-se no *efeito saldo real* e no desequilíbrio do mercado de bens.

**As principais características do processo cumulativo são:**

- (1) contrapõe as noções de *demanda monetária agregada por bens* e de *oferta agregada de bens*, para análise do nível geral de preços;
- (2) analisa o *sistema fora de equilíbrio*, criticando a Teoria Quantitativa da Moeda pela análise e comparação somente de estados de equilíbrio, deixando de fora o processo dinâmico;
- (3) leva em conta o *sistema bancário desenvolvido* e o *mecanismo da taxa de juros*.

O *processo cumulativo* foi proveniente de uma reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda, embora considerasse a principal proposição desta - o valor da moeda é inversamente proporcional à sua quantidade em circulação - basicamente correta. Sua crítica é que ela é muito restritiva e em conflito com a realidade, porque baseia-se na hipótese que todos usam seus *saldos próprios* para produzir o *efeito saldo real* no mecanismo de transmissão direto dos fatores monetários. Ela não considera devidamente o fato de que, numa economia creditícia desenvolvida, a manutenção de saldos de caixa individuais em depósitos bancários permite o uso de instrumentos de vários tipos na transmissão monetária. Como os bancos mantêm como encaixe somente pequena parte das somas depositadas, os fundos de empréstimos são elásticos.



Wicksell, em contrapartida, desenvolve a Teoria Quantitativa da Moeda para um **sistema de crédito puro** em que todos os pagamentos são efetuados por transferências de crédito bancário. Neste sistema, **não há controle da quantidade da moeda senão pela taxa de juros. Esta que é a reguladora monetária efetiva. Os bancos fixam taxas de juros e atendem com oferta de moeda determinada pela demanda de crédito.**

Em termos de história do pensamento econômico, a passividade do sistema bancário no esquema teórico de Wicksell é semelhante à posição de *endogeneidade da moeda acomodacionista* de alguns autores pós-keynesianos. Para ele, num sistema bancário desenvolvido, os distúrbios "reais" responsáveis por flutuações na renda conduzem a variações na demanda por moeda que são passivelmente suportadas por variações na oferta monetária dos bancos privados, se estes não vão de encontro à barreira de suas capacidades de empréstimos, estabelecidas por suas reservas.

No caso de *economia creditícia pura*, onde o mecanismo equilibrador endógeno não atua, o banco central manipula a taxa de juros com o intuito de estabilizar o nível de preços. A abordagem de Wicksell distingue-se, portanto, da dos monetaristas, pois não são as variações ativas na base monetária controlada pelo banco central que são a fonte de distúrbio. Ele enfoca variações no fluxo de crédito intermediado pelos bancos, mais do que variações no estoque da moeda central. Revela a visão de um sistema bancário *policêntrico* como alternativa ao modelo *monocêntrico* (com entidade central) dos monetaristas.

Os bancos sempre baixaram as taxas de juros de seus adiantamentos quando abundava dinheiro e as elevaram quando este escasseava e, sobretudo, quando o refluxo de metais preciosos do exterior conduzia, em geral, à elevação da taxa de desconto. Wicksell crê que nenhum dos discípulos de Tooke se dedicou a expor esse aspecto de sua teoria. Contentaram-se em insistir sobre a suposta incapacidade dos bancos influírem sobre os preços dos bens e sobre a demanda dos meios de crédito. Wicksell replicou, em sua reconstrução da Teoria Quantitativa da Moeda, a crítica de Tooke à esta teoria: preços crescentes muito raramente coincidem com taxas de juros baixas e declinantes, mas muito mais frequentemente com taxas altas e crescentes.

A revolução introduzida por Wicksell no pensamento econômico foi justamente mostrar que são as taxas de juros *relativamente baixas* (e não *relativamente altas*) a origem primária (antecedente) da expansão monetária e da inflação<sup>75</sup>. Wicksell não afirmou que são as taxas de juros baixas em valores absolutos a causa da inflação, mas as baixas em relação à *taxa natural*. A defasagem temporal existente entre a baixa taxa de juros e o efeito inflacionário é o contra-argumento à crítica de Tooke.

Entre outras, a **visão monetarista** sobre defasagem temporal do efeito inflacionário se inspira em Wicksell, como reconhece, explicitamente, o próprio Friedman. A taxa de juros nominal é tanto menor quanto maior for a expansão monetária presente, e menor tiver sido a passada. Como o presente de hoje é o passado de amanhã, a lição wickselliana é que baixar juros nominais via aceleração da expansão monetária, acaba acelerando a inflação e, portanto, os juros futuros.

Há dois **choques acionadores do processo cumulativo**:

Choque monetário	Choque real
Com mudança de comportamento dos <i>bancos</i> , é induzida <i>uma alteração da taxa de juros de mercado</i> .	Com mudança de comportamento do <i>público não-bancário</i> , o deslocamento da poupança e/ou do investimento provoca <i>uma alteração na taxa de juros natural</i> .

A **receita ortodoxa de política econômica** - um programa de controle de gastos públicos -, retirada de uma leitura conservadora das idéias de Wicksell, objetiva a redução da *taxa de expansão monetária* e da *taxa de juros naturais*. Com o corte de gastos públicos e o aumento de impostos, provoca-se um *choque real*: desloca-se *para a esquerda* a curva de investimento e *para a direita* a curva de poupança. O resultado é a *baixa* da taxa natural de juros.

A ligação wickselliana entre setor *real* e setor *financeiro* mostra que é possível o **equilíbrio simultâneo entre dois mercados distintos**:

- no **mercado de bens**, quando a oferta de bens de investimento iguala à demanda monetária por tais bens;
- no **mercado monetário-creditício**, quando a oferta de crédito se iguala à demanda monetária.

Para estabilizar o nível de preços é necessário que a *taxa monetária* seja igual à *taxa normal*. A esta *taxa natural* as curvas de investimento e poupança se cruzam (a *ganância* e a *parcimônia* se igualam) e a taxa de crescimento da oferta monetária se estabiliza. Quando a *taxa de mercado* - dada pelo encontro da oferta e demanda de moeda - torna-se inferior à *taxa natural* - dada pelo confronto da parcimônia com o impulso da busca de maior produtividade -, há expansão monetária endógena e inflação.

O **propósito de Wicksell** é analisar as condições da igualdade da *demanda monetária total* com a *oferta de todos os bens*. A contrapartida deste objetivo é estudar as implicações do não preenchimento destas condições, isto é, as consequências do *desequilíbrio monetário*.

Wicksell inovou a *abordagem poupança-investimento*. Para ele, o ato de poupar não é idêntico ao ato corrente de investimento. Num sistema bancário

bancário, no mercado de crédito, no entanto, vai além da mera intermediação da poupança, pois financia investimento adicional, criando moeda. A injeção da moeda creditícia abre, via distonia entre *taxa de mercado* e *taxa natural*, uma cunha entre investimento e poupança. A *taxa monetária* influencia o investimento. Wicksell não isola a *taxa de empréstimo* (*monetária* por natureza) dos fatores *reais*: permanece a *taxa de retorno líquida do investimento físico* como fator de demanda de empréstimo.

O **equilíbrio monetário** ocorre se os bancos apenas fazem *intermediação* entre poupança e investimento; neste *caso raro*:

- não há endogeneidade da oferta de moeda ;
- inexistente o excesso de demanda agregada;
- sem processo cumulativo.

Na opinião de Harris, "o importante é que a obra de Wicksell constitui o resumo de uma longa tradição de Teoria Quantitativa da Moeda, e Wicksell esclareceu que considerava sua obra como uma elaboração e uma defesa da teoria quantitativa. Esta tradição não está muito longe das proposições elaboradas pelos keynesianos"<sup>76</sup>.

Na verdade, Wicksell fez um comentário, com o qual revelou a *encruzilhada entre a Teoria Quantitativa da Moeda e uma Teoria Alternativa da Moeda*, em que se encontrava. "Não é fácil encontrar a solução adequada nesse caos de concepções vagas, nas quais os mais célebres economistas defendem pontos de vistas diametralmente opostos e contraditórios. Talvez seja impossível encontrar uma solução nos dias atuais, sobretudo se quisermos comprová-la num experimento. A realidade concreta, em seu conjunto é demasiado confusa e complexa para que possamos tomá-la como suporte de nossos pontos de vista; é muito difícil e duvidoso isolar tal fenômeno. A única prova experimental que nos poderia satisfazer seria a de que todos os bancos do mundo, depois de chegar a um acordo sobre o particular, no interesse da *teoria pura*, iniciassem uma marcada alta ou baixa de suas taxas de juros e as mantivessem pelo menos durante alguns anos, de modo que se manifestassem por si mesmas as reações sobre os preços dos produtos. Sem dúvida, teremos de esperar que transcorra um tempo muito longo até que ocorra uma experiência dessa ordem. A única saída imediata que se encontra à nossa disposição consiste em invocar os princípios gerais já aceitos"<sup>77</sup>.

Seus descendentes teóricos suecos, a partir dos princípios wicksellianos, optaram por outra saída da *encruzilhada*: o caminho alternativo à Teoria Quantitativa da Moeda. No próximo capítulo, vamos ver como, baseado *no método dinâmico da Escola de Estocolmo*, pode-se construir, teoricamente, um *mecanismo de transmissão monetário interativo e iterativo*.

### Leitura adicional recomendada:

WICKSELL, Knut. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos da economia 1. SP, Atica, 1997. pp. 241-278.

**Comentário:** Além de uma introdução, esboçando os perfis do autor e da obra, contém a tradução de extratos da obra de Knut Wicksell: Lições de Economia Política. Livro II, Parte Quarta (O Valor de Câmbio do Dinheiro); e *The Influence of the Rate of Interest on Prices*. Economic Journal, 17, 1907, 213-220.

MYRDAL, Gunnar. Monetary Equilibrium. NY, Augustus M. Kelley, 1965 (original sueco de 1931 e inglês de 1939).

**Comentário:** Este clássico da história do pensamento econômico é uma tentativa de reconstrução crítica da noção de *taxa de juros normal*, elaborada por Wicksell. Este conceito implicava três diferentes condições para o *equilíbrio monetário*: 1ª) Igualar com a *taxa natural* ou *real*; 2ª) equalizar investimento *esperado* e poupança; 3ª) preservar um nível geral de preços estável. Myrdal critica a consistência dessa trílice condição.

HUMPHREY, Thomas M.. Fisher and Wicksell on the Quantity Theory. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. Volume 83/4, Fall 1997. P. 71-90.

**Comentário:** Humphrey contrasta as duas versões da Teoria Quantitativa da Moeda – a de Irving Fisher, tratando-a como uma completa e auto-suficiente explicação do nível geral de preços, e a de Knut Wicksell, enxergando-a como parte de um modelo mais amplo, no qual a diferença entre as taxas de juros de mercado e a natural determina variações na oferta de moeda-bancária e do nível geral de preços.

**Resumo:**

1. O *processo cumulativo*, elaborado por Wicksell, explica o papel das taxas de juros, na instabilidade inflacionária, e como o governo e/ou o banco central pode intervir, no processo, propondo uma abordagem agregada para análise do problema.
2. O *processo cumulativo* é gerado por um desvio entre a taxa de juros de empréstimos e a taxa de juros real, resultando numa distonia entre a demanda agregada sob forma monetária e uma *dada* oferta de todos os bens, consequentemente, num crescimento ou numa queda em todos os preços nominais.
3. O acionamento do *processo cumulativo* pode ocorrer ou por um **choque monetário**, em função da mudança de comportamento dos *bancos*, que induz a alteração da *taxa de juros do mercado*, ou por um **choque real**, em função da mudança de comportamento do *público não bancário*, que provoca um deslocamento da poupança e/ou do investimento, resultando na alteração da *taxa de juros natural*.
4. Numa circunstância de *equilíbrio monetário*, as instituições financeiras estão apenas fazendo intermediação entre poupança e investimento; portanto, nessa (rara) situação, não há endogeneidade da oferta de moeda e inexistem o excesso de demanda agregada e o *processo cumulativo*.

## CAPÍTULO 7

### MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA INTERATIVO E ITERATIVO<sup>78</sup>

*“Um economista, um engenheiro, um médico discutiam a respeito de qual foi a profissão de Deus. O médico disse:*

*- ‘Deus fez uma cirurgia delicadíssima para criar Eva a partir de uma costela de Adão, então, evidentemente, ele foi um cirurgião-médico’.*

*- ‘Engano teu’, disse o engenheiro, ‘antes disso, ele criou o céu e a terra. Antes dessa obra de engenharia, havia somente uma completa confusão e o caos!’.*

*- ‘Bem’, disse o economista, ‘do trabalho de quem você pensa que veio o caos?’”.*

#### 7.1. Introdução

O objetivo deste capítulo é mostrar o esforço de construção de uma teoria comportamental, geral e consistente, para todas economias de mercado, empreendido por uma série de autores *anti-mainstream*, com a exposição do mecanismo de transmissão monetário através do método *ex-ante / ex-post*. Analisará o comportamento usual dos principais agentes econômicos - governo, bancos, consumidores, empresários - nas decisões fundamentais da vida econômica: de empréstimos, de fixação de preços (inclusive básicos: juros, câmbio, tarifas, etc.), de manutenção de estoques, de produção, de gastos em investimento e em consumo. Parte, portanto, da discordância em relação ao ceticismo dos *equilibristas*, que desacreditam da construção de teoria das decisões sob condições de incerteza.

Mostrará a incerteza gerada pelas expectativas divergentes, baseadas numa não-uniformidade da estrutura institucional e das rotinas. As *interações* das decisões heterogêneas dos agentes, condicionadas por essas expectativas, resulta em incerteza. Sob condições de incerteza, não se pode prever se o comportamento dos agentes econômicos será governado, predominantemente, pela racionalidade individual ou pelas instituições e normas sociais.

Ao contrário do *mainstream*, onde é *exógena* ao modelo, introduzida arbitrariamente (por alterações *inesperadas* ou *não anunciadas* da política monetária), no modelo pós-keynesiano, a incerteza é *endógena*, porque é resultante do confronto de “forças do mercado”. A própria política discricionária é, de certa forma, *endógena*, na medida em que está submetida a limites sinalizados pelo mercado - risco de provocar recessão, desemprego, falências

e reações políticas –, visando, no limite, ao funcionamento saudável do mercado.

## 7.2. Mecanismo de transmissão monetário: interação e iteração

A economia mostra que você não pode ficar rico por conta própria, isoladamente.

O **problema de interdependência estratégica** entre as decisões dos agentes econômicos trata da **interação** - ação mútua entre os agentes - em combinação com a **iteração** - ato de *iterar* ou repetir seqüência de operações, em que o objeto de cada qual é o resultado da precedente.

Mostraremos, através da análise de cada etapa do mecanismo de transmissão monetário, que um agente escolhe um *mecanismo de reação* que lhe diz o que fazer em uma *nova interação*, em função do que ele e outros agentes econômicos fizeram em *interações prévias*. Ele pode *iterar* ou repetir seqüência de operações, mas cada qual se dará num novo contexto resultante das interações precedentes. A condição monetária inicial não se repete e a trajetória - dinâmica e caótica - não pode ser predeterminada por modelo de previsão.

Concebe-se, convencionalmente, a política monetária ortodoxa com base em regras comportamentais simples, como se elas não se alterassem com o funcionamento do sistema. A realidade econômica, entretanto, é um jogo cujas regras se alteram após seu início. A vitória (ou sobrevivência) no jogo antagônico de uma economia concorrencial capitalista depende, necessariamente, da burla de regras sistemáticas, com *inovações*, seja financeiras, seja tecnológicas. Quando o mercado define padrões, esses não são perpetuados. Buscando superar os padrões existentes, os competidores são incentivados a inovar.

O fracasso da previsão de alcance de meta de política monetária ocorre em função da *adaptação criativa*: não se manipula o comportamento do público, que até então agia regularmente (com uma demanda por moeda estável), pois ele reage. Os comportamentos inesperados mudam contextos institucionais e parâmetros. O que ocorreu no passado não garante que ocorrerá o mesmo no futuro: não há regularidade que garanta determinação histórica. Os responsáveis pela formulação de política monetária não têm como controlar a oferta de moeda, quando ninguém sabe quanto os agentes econômicos querem de moeda em circulação ativa. Como fazer o controle monetário com a demanda por moeda desconhecida?

O comportamento racional não é único, ou seja, não existe uma única racionalidade. Os agentes não aprendem uniformemente, num sentido crescente, de maneira a convergirem. Quando o mercado é visto como **um jogo não cooperativo ou antagônico**, onde cada participante desconhece as decisões dos demais, *não há como assegurar a convergência para um equilíbrio*.

O sistema de mercado não tem como sincronizar as decisões da pluralidade dos agentes. Cada qual se dedica ao exercício de adivinhar o que seus concorrentes pensam, ou seja, busca sintonizar suas expectativas com as dos demais, na medida que as estratégias dos adversários pertençam a um campo conjecturável. A questão que se coloca é a respeito da possibilidade de cada agente econômico descobrir o que os outros pensam, ou melhor, sobre o grau de confiança de cada agente em extrapolar suas próprias opiniões para a coletividade.

Os agentes econômicos podem alinhar e coordenar seu comportamento pelo dos outros, desde que lhes seja possível prever o comportamento de outros. Se é possível imaginar “como é ser o outro”, ou seja, “assumir o papel do outro”, eles tentam prever as estratégias de seus adversários, imaginando o que fariam se estivessem na situação deles. A vida econômica, portanto, pode ser vista como uma série de ocasiões ou cenas em que os agentes econômicos planejam e orientam o seu próprio comportamento para alinhá-lo ou concatená-lo com o comportamento de outros, por previsão e interpretação deste último. A vida econômica, no entanto, é usualmente mais incerta do que as convenções ou normas sociais transparecem. Com frequência, não se está certo do que irá acontecer.

A economia convencional sempre se pautou pelo estudo de *estados de equilíbrio*, no máximo adotando a metodologia da estática comparativa, através do confronto de estados distintos. Um novo programa de pesquisa científico, no entanto, considerado heterodoxo junto aos economistas do *mainstream*, está sendo progressivamente difundido, para explicar a mudança estrutural e a dinâmica complexa que caracterizam os sistemas econômicos. A economia dinâmica interessa-se mais por *processos*, não por *estados*.

A visão alternativa verifica que o movimento que desordena também ordena, sendo inteligível desde que se pense na harmonia do conjunto. As relações de determinação por trás do aparente *caos* econômico, sendo compreendidas, permitem afastar a idéia tradicional de intervenção da autoridade monetária e de causalidade unidirecional de sua política.

A idéia de que tudo tende para o *equilíbrio*, através de rígido mecanismo de transmissão, baseado em leis determinísticas - leis que deduzem o futuro a partir de eventos do passado e não de expectativas sobre o próprio futuro -, não ilumina o fato de que, por mais que se pareçam, as trajetórias econômicas são radicalmente diferentes. Os comportamentos divergentes levam a resultados imprevisíveis.

A chave para esses comportamentos está na palavra **iteração**. Ocorre *iteração* quando se repete uma seqüência de operações, em que o contexto de cada qual é o resultante da precedente. Depois de algumas iterações, a *trajetória* parecerá *caótica*. Porém, essa trajetória, invisível à primeira vista, poderá ser compreendida, acompanhando o **mecanismo de transmissão monetário** passo-a-passo, buscando entender a mudança de contexto em que as decisões dos agentes econômicos em **interação** resultam.



### 7.3. Metodologia

Alguns dos *métodos dinâmicos* desenvolvidos pelos economistas suecos da *Escola de Estocolmo* tornaram-se parte da apresentação da mensagem keynesiana pelos autores pós-keynesianos. Por exemplo, o modelo gasto-renda analisa as decisões de gastos e as acomodações em estoques (e quantidades) via as noções *ex ante* e *ex post*<sup>79</sup>.

Essa idéia consiste, simplesmente, em distinguir os acontecimentos e as situações *que se esperavam*, num intervalo ainda futuro, e os acontecimentos e as situações *que de fato surgiram*, no registro desse intervalo, depois que ele foi incorporado pela história. Myrdal denominou essa concepção do que ocorre em um segmento de tempo, que uma pessoa pode conceber quando no limiar desse segmento, uma **apreciação ex ante**, enquanto o que foi registrado quando passado o intervalo é chamado de **apreciação ex post**.

O tema do **mecanismo de transmissão monetário** requer a linguagem de *ex ante* e *ex post*, pois se fundamenta em uma teoria da *decisão*, e a decisão é *ex ante*. Faz referência a um intervalo de tempo do futuro, sobre o qual, no presente, só podem haver intenções, planos ou decisões. Dependerão, para sua realização, da compatibilidade de uns com outros, e com o curso da natureza não-humana, assim como com a conduta humana não deliberada de cada momento. Para Shackle, não existe "nenhum nexos" entre essas ficções, às quais chamamos de *expectativas*, inventadas por uma pessoa ou um grupo de pessoas, e as inventadas por outra ou outro<sup>80</sup>.

Analisa-se aqui o **mecanismo de transmissão** das decisões dos agentes econômicos em termos de *intenções*, isto é, numa linguagem *ex-ante*. Por exemplo, um resultado como o desemprego seria devido ao malogro dos agentes econômicos em garantir a tempo o conhecimento de cada uma das demais "intenções condicionais" ou das reações potenciais. Ele é devido a um conflito implícito de intenções: as intenções dos recebedores de renda de adiar gastos com uma grande parte de sua renda, que não são compensadas pelas intenções dos homens de negócios de negociar entre si uma grande parte correspondente do conjunto de sua própria produção, para o melhoramento líquido de seu equipamento.

O *desemprego involuntário* resultante é devido à ignorância de agentes econômicos quanto às reações potenciais de cada um dos demais a esta ou àquela situação. Falta conhecimento das circunstâncias da própria ação de cada um. Numa *economia monetária*, tal emparelhamento dos desejos é muito mais distante que numa *economia de troca direta*, pois a moeda atuando como reserva de valor permite o diferimento de gastos.

<sup>79</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. Por uma Teoria Alternativa da Moeda. Campinas, Tese de Livredocência pelo IE-UNICAMP, 1994. Tópicos 3.3.7 e 4.1.2.

<sup>80</sup> SHACKLE, G. L. S.. Um Esquema de Teoria Econômica. RJ, Zahar, 1969 (original de 1965). SHACKLE, G. L. S.. Epistêmica y Economía: Crítica de las Doctrinas Económicas. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1976 (original de 1972). SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia

Um **mecanismo de transmissão monetário** diz respeito ao problema de como dispor o dinheiro no *lugar certo* e no *exato momento*, para a execução de planos, intenções, decisões.

Cada agente individual decide de acordo com suas intenções, mas estas podem ser pervertidas pela *interação* monetária com outros agentes. Uma análise de *iteração* é a tentativa de se apresentar os eventos como sendo consequência das *interações* de decisões anteriores e as decisões subsequentes com sendo o resultado desses eventos. Uma noção fundamental do *método pós-wickselliano*, adotado aqui, para analisar o mecanismo de transmissão, é que a decisão e a escolha se referem a *ações ainda não realizadas* e são, portanto, elementos em uma teoria essencialmente *ex-ante*.

Os agentes econômicos mais importantes na determinação das “leis de movimento” da economia monetária de produção - governo, autoridades monetárias, bancos, consumidores, empresas - criam o futuro através de suas decisões, tomadas antes de alguns fatos então desconhecidos, surgidos *a posteriori* como resultantes das próprias decisões. A escolha entre cenários futuros diversos produz um futuro não previsto. A incerteza advinda justifica comportamentos defensivos. Daí criam-se *instituições defensivas*, tais como o sistema de contratos e a moeda com poder liberatório dos contratos.

As instituições evitam que a sociedade se desmantele, protegendo seus cidadãos contra as consequências destrutivas da paixão e do auto-interesse, embora as próprias instituições correm o risco de ser minadas pelo auto-interesse <sup>81</sup>. Uma instituição parece agir, escolher e decidir como se fora um grande indivíduo, mas também é criada e formada por indivíduos.

Uma **instituição** pode ser definida como um mecanismo de imposição de regras que governam o comportamento de um grupo de indivíduos por meio de sanções externas, *formais*. Já as **normas sociais** impõem regras por meio de sanções externas, *informais*, e com regras internalizadas.

A Escola Pós Keynesiana - à maneira de sua aliada, a Escola Institucionalista norte-americana - enfatiza o papel das instituições na vida econômica.

Uma **instituição** não é apenas *uma organização* ou *um estabelecimento* para promoção de um objeto particular, como um sindicato ou um banco central. É também *um padrão organizado de comportamento grupal*, bem estabelecido e aceito como parte fundamental de uma cultura. Inclui hábitos, costumes sociais, leis, modos de pensar e formas de vida.

A vida econômica, afirmam os institucionalistas, é regulada pelas instituições econômicas, mas estas não são meras restrições, pois têm consequências epistemológicas sobre os agentes econômicos, inclusive na formação de suas expectativas.

Sem dúvida, a *economia aplicada* está ligada à política, à sociologia, à psicologia, à lei, aos costumes, à ideologia, à tradição e a outras áreas de crença e experiências humanas. Mas, na atividade econômica, existem padrões de ação coletiva que são fenômenos generalizáveis, que podem ser abstraídos de seus contextos locais e históricos, permitindo a construção da *teoria econômica pura*, pré-requisito para a *economia aplicada* e a *ação de política econômica*. Esta sim que depende da análise e reforma das instituições, do planejamento para a mitigação dos movimentos do ciclo econômico.

#### 7.4. Decisões governamentais

O modelo pós-keynesiano não exclui a ação arbitrária governamental. O governo é o único agente econômico que poderia ir contra a expectativa reinante, tomando uma *decisão política*, que visaria, em última instância, o *lucro coletivo* da sociedade e não o *lucro particular* no mercado. Neste sentido, poderia ter uma ação ativa contra-ciclo.

No entanto, as divergências sistemáticas entre os planos individuais dos agentes levam à conclusão política que a administração da demanda agregada não é suficiente, para a regulação econômica. “A política keynesiana tem de ser suplementada por intrincada intervenção institucional, envolvendo a reestruturação industrial e das instituições financeiras, para fazer seus padrões de operação mais dirigidos ao alcance das desejadas metas econômicas e sociais”<sup>82</sup>

Na análise das relações entre fatores *monetários* e *reais* é fundamental entender o mecanismo de transmissão dos instrumentos de política monetária.

Há dois **tipos de mecanismo de transmissão**:

1. **mecanismo de transmissão direto**, para o qual variações da oferta de moeda determinam *diretamente* variações no gasto: o argumento monetarista do *efeito saldo real* (impulsão para o gasto devido ao excesso do estoque nominal de moeda) é contraposto pelo keynesiano da *preferência pela liquidez* (diferimento do gasto com retenção da moeda).
2. **mecanismo de transmissão indireto**, para o qual variações da oferta de moeda geram, antes de tudo, variações na taxa de juros, e apenas por esta *via indireta* conseguem eventualmente influenciar a demanda agregada.

Deve-se alertar que expansões monetárias não exercem uma grande influência sobre as *taxas de juros de longo prazo* e que variações destas últimas não constituem um estímulo suficiente para investir. As expansões monetárias podem ser quase inteiramente absorvidas por variações opostas na velocidade de circulação da moeda, sem influências relevantes nas variáveis reais.

Há assimetria na eficácia da política monetária<sup>83</sup>, pois se é verdade que a *expansão* monetária tem *escassos efeitos positivos* sobre as variáveis reais, a *contração* na oferta de moeda efetivamente em circulação, ou sua expansão insuficiente, perante aumentos da renda e/ou do nível de preços, tem *efeito real negativo*, ao não sancioná-los. Não é só o inevitável aumento da taxa de juros, no *mercado de capitais*, mas sobretudo a *carência de finance* necessário para o financiamento dos gastos programados, no *mercado de crédito*, e o não sancionamento das vendas ao nível dos *mark-ups* desejados, no *mercado de bens*, que constituem obstáculos na expansão do sistema.

A curto prazo, se a quantidade de moeda que *efetivamente* entra em circulação *ativa*, em função de **decisões de gastos**, é insuficiente em relação às necessidades de vendas dos produtores - pois os agentes econômicos não estão dispostos a aumentar a velocidade de circulação da moeda ou criar substitutos adequados da moeda - *a economia retrocede para níveis mais baixos de produção, emprego e renda*. Em consequência, **decisões de produção**, a curto prazo (com elevados estoques não-desejados), e **decisões de investimento**, a longo prazo (com capacidade ociosa não-planejada), são adiadas.

A *não-sancionalidade pela moeda das decisões ex-ante de produção e de investimento*, em conformidade com as necessidades reais da indústria e do comércio, ocorre concomitantemente com a *elevação da taxa de juros*. Caso preços crescentes não sejam sancionados (através de decisões de gastos validadas por moeda), provavelmente vigoram simultaneamente taxas de juros também crescentes, que estimulam as aplicações e não os gastos.

Os instrumentos de política econômica utilizados afetam o mecanismo de transmissão:

1. **taxa de juros:** a ligação entre taxa de juros e gastos reais é um dos elos no mecanismo de transmissão. Ela é *condicionada por expectativas*: o investidor tem seu comportamento econômico ditado por uma taxa de juros *a priori*, ou seja, sua expectativa de taxa *real* (face à inflação esperada), *líquida* (após a tributação), *a longo prazo* (para planejar futuras decisões). A longa defasagem entre a tomada de decisão e a implementação do gasto, e a longa maturação de muitos projetos tornam inevitável que os tomadores de decisão devam *prever o custo de capital e o custo de oportunidade*, para muitos períodos a frente. Variações temporárias nas taxas de juros são improváveis de terem muito efeito sobre a decisão de gasto já *efetivada*, com base em plano do passado.
2. **taxa de câmbio:** com a adoção de *taxa de câmbio livremente flutuante*, coloca-se atenção, particularmente, sobre a ligação entre *taxa de juros e taxa de câmbio*, que passa a ser vista como um dos mais poderosos mecanismos de transmissão entre política monetária e os níveis de preços e produto.
3. **racionamento de crédito:** numa situação sem que o *gasto desejado* seja *inelástico aos juros*, a política monetária deve operar através da disponibilidade de *finance* mais do que através de variações na taxa de juros.
4. **coordenação de preços:** *política monetária contracionista*, isoladamente, sem essa política complementar, é *inefetiva* perante preços rígidos para baixo, devido à desconfiança de cada agente que sua iniciativa de cortar seus preços não será seguida igualmente pelos fornecedores e concorrentes.

Variações na oferta de moeda - quer politicamente induzidas, quer criadas pelo sistema bancário - podem não *estimular*, mas *alteram a composição* do gasto<sup>84</sup>. O canal através do qual a política monetária é transmitida depende crucialmente da maneira pela qual é conduzida. O modo do governo se financiar, seja *por lançamento de títulos da dívida pública*, seja *por emissão monetária*, afeta a distribuição mercantil do gastos, com implicações para a estrutura de preços relativos.

O *mecanismo de transmissão* depende do modo de introdução da nova moeda na economia. Dois **tipos de política monetária** impõem diferentes trajetórias:

1. as aquisições de *open market* têm seu principal efeito sobre o custo de emissão de novos títulos, ações e/ou debêntures;
2. déficit governamental financiado por *emissão monetária* tem efeito direto sobre as vendas.

Preços, produto, emprego, e decisões de investimento são afetados por essa diferença.

Por exemplo, quando o déficit fiscal for dirigido principalmente para as rendas assalariadas, o crescimento na demanda é percebido inicialmente na indústria de bens de consumo; enquanto no caso das operações de *open market*, variando o custo do *funding* (composição passiva), é o investimento o primeiro atingido. Os *próximos passos* dependem das *expectativas das firmas*. A reação pode ser variações ou nas *quantidades* ou nos *preços*, como será visto mais adiante.

## 7.5. Decisões de crédito

A **decisão de empréstimo** efetiva-se como resultado do confronto entre o *risco do credor* quanto à insuficiência da margem de garantia (variável ao longo do ciclo econômico) e o *risco do devedor* quanto à rentabilidade esperada <sup>85</sup>. Portanto, é decisiva a *aversão ao risco* tanto do prestador quanto do tomador, que o avalia pela variação da relação fundos externos / fundos internos, segundo o *princípio do risco crescente*.

A inversão do ciclo expansivo pode ocorrer ou por *um problema de estoque de dívida e saldos* (fundos de terceiros / fundos próprios) ou por *um problema de fluxos de caixa* (serviço da dívida / receitas obtidas). Em certas conjunturas, há reversão de expectativas, com mudança da avaliação convencional ou subjetiva. Aumenta a dúvida quanto à capacidade de honrar-se o débito face ao aumento da *fragilidade financeira*, que indica o grau de prudência no endividamento. Em consequência, a estratégia passa a ser a diminuição do *grau de alavancagem financeira*, ou seja, da medida em que o endividamento financia operações ativas das empresas, que elevam a taxa de retorno sobre o capital próprio. A alavancagem financeira é positiva quando, com o uso de capitais de terceiros, obtem-se benefício superior aos custos impostos pelo seu uso.

O *estado de crédito* revela a expectativa dos credores em relação aos negócios de seus clientes. O risco do credor aparece nos contratos de financiamento sob forma de obrigações de pagamento devidas aos débitos: taxas de juros, prazos, exigências de garantia, restrições a futuros

empréstimos adicionais, etc. Face a planos incompatíveis (devido a divergências expectativas), não só os banqueiros (credores) como também os empresários (devedores) reverão posições. Com a deterioração das condições do crédito, o fluxo de caixa esperado torna-se inferior ao fluxo de pagamento de obrigações. O preço de indução da decisão de produzir novos bens de investimento fica superior à avaliação ou cotação desses bens no mercado. Abandona-se o projeto de investimento novo para adquirir as oportunidades de mercado, ou seja, ativos já existentes com baixos preços. Esta troca de propriedades usadas não representa investimento sob o ponto de vista macroeconômico.

Se os empreendedores não podem obter contratos adicionais de moeda bancária, quando, no agregado, desejam aumentar suas posições de capital de giro, para expansão do fluxo de produção - e a preferência pela liquidez do público está invariável -, então *eles não serão capazes de pagar suas obrigações* antes do produto adicional ser completado e vendido. Na ausência de criação adicional de moeda bancária, *os empreendedores não estarão dispostos a assinar novos contratos de emprego* - e o crescimento do emprego, a longo prazo, será obstruído, mesmo que a esperada demanda efetiva futura fosse suficiente para garantir expansão. *A moeda não é neutra* - uma deficiência de moeda (deixada *inativa*) pode refrear a expansão.

O sistema bancário não distingue entre acréscimos dos requerimentos empresariais para financiar maiores obrigações devido a:

- (a) aumento de emprego (com dado salário-nominal), associado com alguma ampliação do fluxo de produção;
- (b) maiores custos de mão-de-obra por unidade de produção.

Logo, o sistema bancário que providencia uma quadro financeiro que facilita a transição a maiores fluxos de produção e emprego, é também capaz de suportar passivamente forças inflacionárias devido às demandas econômicas, sociais e políticas de vários grupos por maiores rendas nominais com o fim de obter, *ceteris paribus*, uma maior participação em algum fluxo de produto agregado.

O sistema bancário pode acomodar demandas inflacionárias. A expansão monetária devida ao sistema bancário não é causa da inflação, como propõe a Teoria Quantitativa da Moeda, mas a oferta de moeda endógena é uma condição permissiva ou sancionadora, na medida em que sancionar os aumentos dos preços das mercadorias, motor da inflação.

Toda criação de moeda creditícia é *endógena*, isto é, sua oferta é interdependente com a demanda. Essa endogeneidade não quer dizer, automaticamente, que a emissão de crédito é bem fundada: isto vai depender do resultado dos negócios. Porém, o regime de moeda creditícia permite "diferir" a realização das perdas, que passam a ser financiadas por novos créditos, levando muitas empresas que não produzem mais valores socialmente necessários a terem uma sobrevida artificial, ou seja, a uma má

Com a diminuição do risco da realização mercantil (*risco de renda* face à perda de venda por superestimativa dos preços), o risco do negócio capitalista acaba sendo deslocado para o *risco de capital* (descapitalização devido a subestimativa dos preços): quando o fluxo de renda gerado pela venda de mercadorias deve ser convertido em poder de compra, para fazer frente às necessidades de consumo e/ou de reposição de estoques do vendedor anterior. Com a inflação, esse fluxo de renda poderia ser insuficiente. Os empresários tornariam a aumentar seus preços de venda, porque o sistema de crédito o permitiria. Desse modo, a moeda creditícia endógena sancionaria a propagação da inflação.

## 7.6. Decisões de fixação de preços

A alta dos preços deve ser considerada como a *causa* e o crescimento da oferta de moeda como seu *efeito*. É necessária uma teoria "não estritamente monetária" dos preços, explicando o movimento destes a partir de decisões microeconômicas descoordenadas.

O *mark-up* desejado *ex-ante* só é *efetivado* se o vendedor encontra um comprador com dinheiro, disposto a adquirir o bem ao *preço oferecido*. É necessário o sancionamento monetário para que os aumentos relativos de preços, decididos por oligopólios, se efetivem nominalmente *ex-post*. A moeda *sanciona ex-post* - não causa - decisões *ex-ante* de gasto, de aplicação, de formação de estoques e de fixação de preços. As decisões *planejadas* demandam liquidez *a posteriori* para serem *efetivadas*, ou seja, dependem de interação - em que se troca moeda - com decisões de outros agentes para as validarem.

Deve-se distinguir entre **duas classes de ação**, que são o fundamento do processo dos preços:

1. ações mediante as quais os bens são *oferecidos* a *dados* preços pelos vendedores aos compradores;
2. ações pelas quais essas ofertas são *aceitas* pela outra parte, com *freqüência* numa extensão maior ou menor que a esperada pelos ofertantes.

Os desvios entre as transações *previstas* e aquelas de fato *efetivadas*, devido ao excesso ou à carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem seus preços anteriores, influenciam nas decisões dos vendedores de variarem seus preços de um período ao seguinte. Isto se a *freqüência de vendas* não está de acordo com as previsões dos vendedores.



## 7.7. Decisões de manutenção de estoques

A quantidade de bens vendidos se ajusta aos preços, ao menos parcialmente, por meio de variações no volume de estoques, característica do *método do fix price*. A *fixação dos preços* não implica que eles nunca podem variar, mas que não variam, necessariamente, ao haver desequilíbrio entre demanda e oferta de bens e serviços.

Na prática, o fato de que haja estoques tem muito que ver com a possibilidade de manter fixos os preços: quando a demanda excede a produção, *se há estoques* que podem compensar essa deficiência, obviamente o preço não tem por que aumentar; *se não há estoques*, é difícil a suposição dos preços rígidos. A suposição dos preços fixos é mais difícil no caso dos bens *perceíveis* (não armazenáveis) que no dos *estocáveis*. No mercado de *fix-price*, o estoque *efetivo* pode ser maior ou menor do que o *desejado*. No mercado de *flex-price*, o estoque *efetivo* é sempre o *desejado*.

O “estoque normal” é o estoque *mínimo* para continuidade no negócio.

A **manutenção de estoques** depende de:

1. os *custos de manutenção* dos estoques excedentes;
2. a *preferência pela liquidez* dos vendedores;
3. a *expectativa de lucro*.

Portanto, a **manutenção de estoques** depende da expectativa de vender por um preço maior que o preço de aquisição, ou seja, importa a *incerteza da expectativa de preços*. Este elemento especulativo, devido a expectativas sobre o comportamento dos preços, revela que, sob forma de maiores preços, estas expectativas inflacionárias se realimentam. Sob inflação em aceleração, o *risco de capital* supera o *risco de renda*: se a firma se excede na fixação de preços, ela acumulará estoques que não apenas se apreciarão com a inflação, como também aumentarão a relação realizável / disponível, favorável à demanda e à obtenção de crédito, para manutenção do mesmo nível de produção.

O **princípio de ajuste de estoques de bens** diz que há uma faixa dentro da qual o nível de estoque é “confortável”, de modo que não parece haver necessidade de medidas especiais para corrigi-lo. Só haverá uma reação se o *nível efetivo* sair fora dessa faixa.

A demanda por reposição dos estoques é regida, em primeiro lugar, pela taxa de *vendas esperadas*, e, em segundo, pela diferença entre *estoque efetivo* e o *desejado*.

## 7.8. Decisões de produção

Como foi visto, na decisão de produção deve se levar em consideração o *estado de estoques*. Não se pode esperar um ajuste exato do *nível dos estoques*: seguramente se cometerão erros. No **caso dos bens armazenáveis**, os erros podem comprometer o futuro, permanecendo uma faixa invendável àqueles *preços não sancionados por moeda*. Com os juros elevados, aumenta o custo de oportunidade de reter estoques. Em vez de pagar juros sobre capitais de terceiros - no caso de endividamento, para sustentar os preços e os estoques -, pode ser mais interessante vender com "preços promocionais", recebendo dinheiro para auto-financiar ou ganhar aplicando em juros.

No **caso dos perecíveis**, um excesso da produção sobre a demanda sob forma monetária não pode se acumular em estoques; simplesmente se desperdiça. Assim como esse é um sinal para reduzir a produção, um excesso de demanda monetária sobre a produção provocará o mesmo tipo de sinal para aumentá-la.

## 7.9. Decisões de investimento

Como vimos, em capítulo anterior, uma explicação alternativa para o desemprego, além da explicação em termos de *déficit da demanda agregada* (devido à preferência pela liquidez), é a adoção de uma explicação em termos de *carência de oferta estrutural de empregos*. Mesmo que a moeda não seja *entesourada*, não é de se supor que numa economia, na qual as decisões de investir são tomadas por empresários, *descoordenadamente*, possa caminhar, sistematicamente, para o pleno emprego de toda a mão de obra disponível. A moeda *entesourada* é um *efeito simultâneo*, não uma *causa antecedente* do diferimento de gastos.

Em tal economia descentralizada, o *nível de emprego* depende não do *alojamento monetário*, mas simplesmente dos *impulsos dos investidores*.

Nessa ótica, os **determinantes das decisões de investir** são articulados:

1. à capacidade de autofinanciamento,
2. às expectativas de lucros,
3. ao grau de utilização da capacidade produtiva,
4. às inovações tecnológicas, entre outros fatores.

**Logo, as modificações na oferta de moeda não são consideradas como co-determinantes fundamentais - em primeira instância - dessas**

Mas, sem dúvida, deve se introduzir as relações financeiras na teoria de investimento kaleckiana-keynesiana. Em Keynes, há a ausência explícita das relações creditícias entre os agentes que transacionam entre si. É necessário contemplar, como sugere Minsky, a estrutura do passivo no financiamento da posição do ativo <sup>86</sup>. A **decisão de portfólio** não se refere somente a *que ativos reter*, mas também *como financiar* essa retenção ou propriedade de ativos.

As teorias de seleção de carteira de ativos, geralmente, contemplam a **decisão de como escolher ativos**, que distinguem-se por:

- preço de oferta,
- grau de risco quanto à lucratividade,
- condições de negociação,
- lucratividade esperada,
- prêmio de liquidez.

O trinômio rentabilidade-segurança-liquidez **de cada ativo depende de:**

- o desempenho do *mercado de produtos*,
- o comportamento do *mercado financeiro*,
- a existência de *market-maker* (que garanta a recompra e organize as operações) e da organização do *mercado secundário*,
- a existência de *substitutos*.

*Como financiar* a aquisição e a manutenção de ativos acima do excedente líquido disponível (lucros retidos) implica na emissão de títulos de dívida, leva à necessidade de esperar que o fluxo de caixa (**q**) seja superior ao fluxo de obrigações (**c**: custos de retenção e custos financeiros), ao longo do período de financiamento, além de que o ativo, com mercado secundário organizado, ofereça uma grau de liquidez (**l**) razoável, com possibilidade de revenda sem perda de valor e com rapidez, caso necessário.

Uma decisão de *investimento produtivo* é crucial, pois destrói o contexto em que é tomada e não pode ser repetida, pois suas condições iniciais não podem ser repostas. Ao contrário do *investimento financeiro*, caracteriza-se por provocar um processo praticamente irreversível porque, uma vez desencadeados os gastos do investimento, esse só pode ser detido às custas de grandes perdas. A diferença entre o grau de imobilização ou iliquidez os diferencia. A irreversibilidade do movimento no *tempo* distingue-o do movimento no *espaço*, onde se vai-e-volta: não há a *espacialização do tempo* com a “volta do futuro”...

A partir da menor fluidez dos investimentos reais em relação aos financeiros, devido à questão de prazo e de reversibilidade, alguns autores apontam que é racional adotar uma *convenção*, para se tomar uma decisão sob condições de incerteza. Esta atitude, se generalizada, levaria a uma baixa dispersão das opiniões em torno de uma média ou, no limite, a uma convergência de opiniões. É como se fosse uma *profecia auto-realizadora*. Por exemplo, uma convenção sobre o panorama macroeconômico se daria a partir de uma análise conjuntural consensual. Neste caso, a convenção (*output*) surgiria entre os agentes econômicos, tanto pela disponibilidade das mesmas informações (*input*) quanto pela adoção do mesmo método de análise (*processamento*). No entanto, esta é uma hipótese pouco provável.

Os agentes econômicos têm *percepções distintas* a respeito do horizonte futuro porque são *pontos-de-vista diversos*. A divergência a respeito do cenário macroeconômico idealizado tem origem nas próprias experiências microeconômicas. Os comportamentos nas decisões de portfólio são distintos em função de desapontamentos anteriores (inclusive com diferentes disponibilidades de excesso de estoque ou de capacidade ociosa não desejada), graus diversos de fragilidade financeira (pela prudência no endividamento diferenciada), sem considerar as características estruturais diferentes entre os agentes: setor de atividade, natureza jurídica, porte e origem de capital, poder de mercado, etc.

A *convenção* não elimina a *incerteza*. Esta surge porque a efetivação dos planos individuais depende da interação dos planos decididos descoordenadamente. Os planos dos outros agentes econômicos fazem parte do contexto. Em situação de planos incompatíveis entre si, há *processos de geração de incoerências*.

### 7.10. Decisões de gastos

O não-sancionamento *ex-post* não se deve a uma escassez macroeconômica de moeda, mas sim à própria pré-condição microeconômica da circulação ativa da moeda: *as decisões ex-ante de gastos*. Trata-se de um confronto entre a decisão de *fixar preços* e a decisão de *gastar*. Se ambos agentes econômicos (vendedores e compradores) decidem *efetivar* a transação de compra-e-venda, não será o estoque nominal de moeda existente que não a sancionará. Dependendo dos termos da negociação - venda a prazo pelo fornecedor, crédito ao consumidor pelas financeiras, desconto e/ou empréstimo de capital de giro pelos bancos comerciais, etc. -, a moeda creditícia se expande.

A capacidade das autoridades monetárias restringirem o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras indiretamente, variando as taxas de juros de curto prazo, é *limitada* pelo processo recessivo (e reativo politicamente) que pode desencadear:

1. no curto prazo, **período de mercado**, principalmente numa situação de *excesso involuntário de estoques*, a demanda de crédito aparece como insensível às variações dos custos de juros;
2. no médio prazo, **período de produção**, tal processo cumulativamente reverte expectativas, levando à *suspensão de decisões de produção* e à *adoção de férias coletivas*;
3. no longo prazo, **período de investimento**, o *aumento da capacidade ociosa* provoca *adiamento de decisões de investimento*, recessão e desemprego.

### 7.11. Decisões dos trabalhadores

*Para finalizar a exposição deste mecanismo de transmissão monetário, apresenta-se uma breve nota sobre o papel supostamente passivo dos trabalhadores (ou “famílias de assalariados”), numa economia capitalista. Nessa teoria das decisões, não se “abstrai” os trabalhadores? As decisões que determinam a dinâmica do capitalismo são, aparentemente, capitalistas; mas os trabalhadores são somente um “mal necessário”? Se os capitalistas entram na teoria como “protagonistas autônomos”, os trabalhadores não podem ser examinados nem como “agentes reativos”?*

A suposição kaleckiana, na formulação da teoria dos determinantes dos lucros - de que “os trabalhadores não fazem poupança, o consumo será então igual à sua renda: assim, gastam o que ganham, enquanto os capitalistas ganham o que gastam” -, de *fato estilizado* parece ter sido consagrado como *verdade absoluta*. *Estilizar* significa modificar, suprimindo, substituindo e/ou acrescentando elementos, para obter determinados efeitos estéticos. O trabalhador é *estilizável*?

A âncora da moeda no sistema keynesiano tradicional é o *salário monetário*, pois o valor da moeda está ancorado no nível geral de preços e este, em termos absolutos, é dado pelo peso do salário nominal agregado. Variação no salário nominal provocará mudanças nos custos e na função demanda dos consumidores, e então em diversos preços e no índice geral de preços. Portanto, por ser praticamente o único elemento de custo cujas variações afetam diretamente todos os custos e por explicar, nas economias avançadas, a maior parte do poder de compra, o aumento dos salários pode constituir tanto um *choque de custos* quanto uma *pressão de demanda*.

Mas o **salário nominal** é considerado uma *variável exógena*, no modelo keynesiano tradicional, porque é estabelecido não por via de “forças de mercado” e sim nas “mesas de negociação” ou por decreto governamental. Sua rigidez à baixa (em termos nominais) implica que qualquer alteração de preços relativos transforme-se em alta do nível geral de preços.

Na verdade, alguns autores acham que “**a expansão do custo não é causa de inflação**”, porque sem um aumento do poder aquisitivo e da demanda, o aumento do custo levaria ao desemprego e à recessão, e não à inflação <sup>87</sup>. Em outras palavras, *sem a oferta de moeda sancionar*, não há aumento contínuo de preços, devido ao risco de perda de mercado. Mas com o poder de criação endógena de moeda, fomentado pela pressão inflacionária dos sindicatos e empresas, a “culpa” da inflação é colocada por esses autores na falta do “freio” monetário.

Outros autores acham que “**o excesso de demanda global não é causa da inflação**”, porque os preços e salários não aumentam por pressão do mercado, mas são “*aumentados*” por decisões administrativas formais e explícitas. A pergunta que fica é: há algum sistema econômico em funcionamento em que todos os preços e salários sejam administrados na base do cálculo de custo e mantidos nos níveis determinados, mesmo perante o *excesso de demanda*, com ocorrência de pedidos não atendidos, vagas não ocupadas?

Este **debate teórico** acaba tornando-se *ideológico*, quando transforma-se em sobre quem deverá recair a “culpa” pela inflação: **a inflação motivada por excesso de demanda global** é justificada pelo fato do Tesouro Nacional ter gasto além do arrecadado e o banco central manter taxa de juros baixas e tolerar reservas livres; **a inflação alimentada pela expansão de custos** é justificada pelos sindicatos exigirem aumento excessivo de salários, os empregadores concedê-los e os oligopólios elevarem “preços administrados” de bens intermediários. Nessa polarização, **a inflação de oligopólio** torna-se o único diagnóstico aceitável por sindicalistas, pois no último são responsabilizados e no primeiro a terapia leva à recessão e ao desemprego.

O próprio Friedman considera os sindicatos “bodes expiatórios” favoritos do governo e que eles não provocam inflação, pois os aumentos de salários são o *resultado* da inflação, e não a *causa*. Mas, para ele, os empresários também *não causam inflação*, pois sempre são gananciosos de maneira semelhante: como pode, então, a inflação ser tão maior em alguns lugares e em determinadas épocas, do que em outros lugares em outras épocas? “A inflação não é *um fenômeno capitalista*, tampouco é *um fenômeno comunista*; no mundo moderno, a inflação é *um fenômeno de impressora*: uma inflação elevada é sempre e em toda parte *um fenômeno monetário*” <sup>88</sup>. Isto é, para Friedman, só o começo de uma compreensão da causa e da cura da inflação. A pergunta mais básica é: *por que os governos produzem inflação*,

<sup>87</sup>

MACHLUP, Fritz. Outra visão da inflação alimentada pela expansão do e pela demanda

aumentando rápido demais a quantidade de moeda? Sua resposta é: por causa da vontade política do pleno emprego.

Mas, atualmente, o *mainstream* coloca menos ênfase nas *causas primárias* e mais na *inércia inflacionária*, provocada por comportamento racional defensivo, pelas demandas salariais se transformarem de questões econômicas em questões políticas e sociais e pelo poder de fixação de preços. A terapêutica antiinflacionária, qualquer que seja a *causa primária*, consiste então em *neutralizar a ação dos mecanismos de reajustes*, espontâneos ou não, de preços, salários, câmbio, taxas de juros, etc.. Adverte, porém, que se ocorrer quedas das *margens de lucro*, também cairá a *taxa de acumulação* e aumentará o *desemprego*: “é melhor encarar os fatos de frente a escondê-los”...

Sob o ponto-de-vista da análise da inflação, interessa o comportamento a curto prazo dos *mark-up*. A *hipótese de constância* dos *mark-up* reduz o *mercado de preços administrados* ao papel de *transmissor passivo* de impulsos inflacionários gerados em outras partes do sistema econômico. Em consequência, a discussão se concentra sobre os *fatores determinantes do impulso inflacionário* (p. ex., variação do custo do trabalho). Em oposição a esta visão do fenômeno inflacionário, o modelo de Frenkel supõe *um papel ativo do mercado de preços administrados*: sustenta que as decisões de preços das empresas jogam *um papel autônomo no processo inflacionário* através de variações de curto prazo dos *mark-up*<sup>89</sup>.

Assim, a independência dos *mark-up* em relação às variações da demanda não coloca as **decisões de preços** como função exclusiva de custos, mas sim como tendo em conta:

1. a informação disponível;
2. o nível de incerteza;
3. as considerações de *risco de renda* e de *risco de capital*.

Se estas variáveis experimentam *mudanças significativas*, as decisões de preço se dão através da variação a curto prazo dos *mark-up*.

A conclusão deste tópico é que o poder de decisão, no capitalismo, não é distribuído de forma igualitária. É com o governo e os empresários que está a iniciativa tanto no mercado de capitais, como no de trabalho. Como os poderes de mercado, os comportamentos e as expectativas são heterogêneos e divergentes (embora teorizáveis), a resultante é a incerteza.

## 7.12. Conclusão

Viu-se, pela análise de cada etapa do mecanismo de transmissão, que um agente escolhe um *mecanismo de reação*, que lhe diz o que fazer em uma *nova interação*, em função do que ele e outros agentes econômicos fizeram em *interações prévias*. Ele pode *iterar* ou repetir seqüência de operações, mas cada qual se dará num novo contexto resultante das interações precedentes. As condições iniciais não se repetem e as trajetórias não podem ser predeterminadas.

Com este modo de análise do **mecanismo de transmissão monetário**, com base numa teoria das decisões interdependentes, atinge-se a *aspiração de descrever trajetórias dinâmicas* - e não de determinar níveis em torno de um centro de gravitação - das variáveis econômicas, repudiando-se a noção de equilíbrio. Mostra-se o *fundamento microeconômico da macroeconomia pós-keynesiana*, ou seja, uma teoria do nível de emprego resultante - *ex-post* - de decisões - *ex-ante* - sob condições de incerteza. Este conceito não condena o analista ao niilismo teórico.

Como foi visto, a moeda ociosa não é a causa do desemprego a longo prazo. Este seria devido - em última análise - aos comportamentos incongruentes motivados pelas expectativas incertas e divergentes dos agentes econômicos que tomam decisões.

O significado de *equilíbrio* é o de um *estado* no qual os planos dos agentes são consistentes entre si. Nenhuma sociedade poderia funcionar se os planos de todos os agentes fossem frustrados o tempo todos, pois a frustração universal dos planos seria o *caos*<sup>90</sup>. Alguns autores acham que, para evitar o *estado de caos*, a cooperação e a coordenação só podem ser centralmente impostas por instituições sociais respaldadas pela força governamental. No caso, a imposição de uma regra para a política monetária, com uma meta de crescimento da base monetária, seria a melhor condução para se atingir o equilíbrio macroeconômico. No entanto, o *modelo de interação e iteração*, aqui exposto, indica a ineficácia desse método para se atingir a coordenação de uma economia cujos agentes interagem de maneira descentralizada e resistem às regras compulsórias. O ato de jogar o jogo capitalista modifica as regras.

As previsões econômicas baseiam-se na suposição de que um *insumo* aproximadamente exato - *a quantidade de moeda* - dá um *resultado* aproximadamente exato - *o nível geral de preços*. Os modelos quantitativistas querem processar teias complicadas, e um tanto arbitrarias, de equações, pretendendo transformar as medições das condições iniciais - oferta de moeda - numa simulação de tendências futuras. No entanto, um sistema dinâmico complicado como o capitalista tem pontos de instabilidade que modificam a cadeia de acontecimentos. É um sistema que nunca encontra um estado estacionário. Ele quase se repete, mas nunca exatamente. Comportando-se de maneira não-periódica, é *imprevisível*. Há um elo entre *aperiodicidade* e



*imprevisibilidade*. Em outras palavras, a recusa do capitalismo em repetir-se resulta na incapacidade dos economistas de prevê-lo.

### Leitura adicional recomendada:

MADI, Maria Alejandra C.. Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-keynesiana. Campinas, Tese de Doutorado pelo IE-UNICAMP, 1993. Cap. 2 (Os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária e a Capacidade Regulatória do Estado).

**Comentário:** Apresenta os mecanismos de transmissão da política monetária nas abordagens monetarista e pós-keynesiana.

DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. NY, St. Martins Press, 1996. Part II e III.

**Comentário:** Nessa publicação do *The Jerome Levy Economics Institute*, com a coletânea de artigos dos participantes do seminário entre pós-keynesianos norte-americanos e “circuitistas” franceses, há uma comparação entre suas duas abordagens. Interessa, nesse tema, principalmente a *Teoria do Circuito Monetário*.

### Resumo:

1. Há mecanismo de transmissão *direto* (via monetária) e *indireto* (via taxa de juros); uma mesclagem de ambos é mostrada no mecanismo de transmissão monetária via *interação* e *iteração* das decisões fundamentais dos agentes econômicos.
2. A **interação** trata da ação mútua entre os diversos planos dos agentes; a **iteração** refere-se à repetição de operações em novos contextos resultantes de interações prévias; nesse caso, a condição monetária inicial não se repete e a trajetória econômica – dinâmica e caótica – não pode ser prevista.
3. A moeda sanciona *ex-post* – não causa – decisões *ex-ante* de fixação de preços, de formação de estoques, de produção, de gastos, de aplicação financeira; isso significa que as decisões *planejadas* demandam *liquidez a posteriori* para serem *efetivadas*: as decisões de outros agentes podem não sancionar decisões particulares.
4. Os desapontamentos não se devem a uma escassez macroeconômica de oferta de moeda, mas sim a uma pré-condição da circulação ativa da moeda: as decisões de gastos.

## CAPÍTULO 8

### TEORIAS DE INFLAÇÃO MODERADA, INERCIAL, ACELERADA E HIPERINFLAÇÃO

*“Ter uma pequena inflação é como ter uma pequena gravidez –  
ela rapidamente deixa de ser pequena”*

#### 8.1. Introdução

Os economistas de formação convencional geralmente adotam uma teoria monetária dos preços, derivada da teoria quantitativa da moeda. De acordo com sua premissa, a instabilidade do nível de preços deriva principalmente de *distúrbio monetário*, que provoca desequilíbrio entre a demanda monetária agregada e a oferta total de bens, em vez de *causas não estritamente monetárias*, tais como pressões de custos, inércia ou expectativas. Além destas causas, numa abordagem alternativa, as variações de margens de lucro em conjunto com preços rígidos à baixa levam à oscilação da dispersão dos preços relativos, afetando o nível geral de preços.

A crítica construtiva à teoria quantitativa da moeda exige a apresentação de uma teoria heterodoxa da inflação. A causa do aumento do nível de preços não deve ser restrita à pressão de demanda no mercado, mas sim ampliada para contemplar o âmbito das decisões dos líderes na formação de preços. Relaciona-se com seu poder na estrutura de mercado, a elasticidade da demanda do produto, a liquidez da firma (para sustentar o preço fixo), e tem como referência preços básicos regulados pelo governo: indexadores, juros, câmbio, tarifas, salários, etc.

O método de resenha adotado, neste capítulo, destaca – em sua linha expositiva - a complementariedade de três níveis de abstração: *teoria pura*, *teoria aplicada* e *ação de política econômica*. Inicialmente, cita o *debate teórico* atual sobre os microfundamentos das teorias de inflação, distinguindo a superação, no *mainstream*, da visão com fundamento walrasiano de determinação de preços no mercado pela ótica marshalliana de formação de preços pela firma. Nesse tópico, mostra-se também a teoria monetarista da inflação, através de sua apresentação mais recente, realizada pelo próprio Friedman.

Em seguida, classifica as *teorias aplicadas da inflação brasileira* de acordo com suas diversas correntes interpretativas, contextualizando seus surgimentos, para salientar o condicionamento local e histórico que seus autores sofriram. O debate sobre causas primárias da inflação entre o *estruturalismo* e o *monetarismo* ocorreu, predominantemente, no final dos anos 50 e início dos 60, etapa de transformação produtiva da economia brasileira que implicou em intensas mudanças de preços relativos e intervenção governamental. A ênfase teórica sobre mecanismos de propagação inflacionária - o *inercialismo* - se deu, principalmente, numa fase, entre meados dos anos 70 e dos 80, de patamares inflacionários trienais. O *expectacionismo* ganhou relevância desde então, com a aceleração da inflação. O *survey*

Finalmente, levanta as explicações para a ameaça de hiperinflação, ocorrida no país, no início dos anos 90, e o tratamento antecipado. Discute, então, as propostas de política de estabilização e sua implementação, através do chamado Plano Real. Apresenta algumas evidências empíricas de seu resultado.

## 8.2. Estado da arte na ortodoxia teórica

Uma teoria *pura* dos preços consiste numa fundamentação *microeconômica*, para uma teoria da inflação, mas não se equivale à esta. Uma teoria da inflação pertence ao plano da teoria *aplicada*, levando em conta a institucionalidade vigente, como explicação para o processo generalizado de remarcação de preços. Dá uma fundamentação *macroeconômica*, na análise desse processo. Esta base teórica é pré-requisito para a concepção de uma política de estabilização.

Um assunto-chave é a identificação das origens fundamentais da pressão inflacionária. Como sempre, o ponto-de-partida, para um economista, está na *lei da oferta e procura*: investiga-se, então, as circunstâncias da procura de bens (e também os mercados de ativos) e da oferta; ou de alguma combinação dos dois, que resultaria numa “inflação mista”. As características do fenômeno diferem a curto prazo ou a longo prazo; em economias desenvolvidas ou subdesenvolvidas; em diferentes estruturas econômicas; de acordo com os ritmos diversos da elevação de preços; em cada contexto histórico. Tudo isso traz implicações para a política econômica.

Numa visão ortodoxa, uma inflação devido a *excesso de demanda* agregada deve ter seu controle buscado em políticas fiscal e monetária. Se a inflação é provocada por *pressões de custo*, no lado da oferta, as **propostas para curar** são:

1. *política de demanda*, que provoca recessão e desemprego.
2. *restrições voluntárias da determinação de preços e da barganha*, como base de acordo para compatibilizar estabilidade de preços com crescimento e emprego.
3. *controle direto estatal*, com tabelamento de salários e preços, racionamento, e distribuições sob intervenção.

Devido à confusão na teoria da inflação, há desacordo quanto à definição. A **definição mais usada de inflação**: *um aumento do nível de preços*, isto é, uma depreciação do valor da moeda, apresenta problemas, segundo Bronfenbrenner & Holzman<sup>91</sup>.

Quando se define a inflação simplesmente como o *aumento de preços*, os seguintes **problemas** se apresentam:

1. há *diferenças de medidas* entre os diversos possíveis índices de preços;
2. há *necessidade de ajustes* - novas POF (Pesquisas de Orçamento Familiares) - para: produtos novos; mudanças de qualidade; alterações de hábitos de consumo; etc.
3. quando há *controles diretos de preços*, fica difícil distinguir nos índices os preços oficiais; os ágios; os bens indisponíveis; etc.; é necessário, então, diferenciar a inflação *aberta* (sem controle), a inflação *reprimida* (com controles diretos eficazes somente a curto prazo), e a inflação *suprimida* (com controles indefinidamente eficazes). São tipos ou alternativas da inflação?
4. os preços dos índices oficiais de inflação devem ser considerados de forma *bruta* ou *líquida* de impostos e subsídios?
5. a queda aguda da oferta agregada, devido a *acidentalidades*, que provoca aumento de preços (sem aumento da demanda agregada), deve ser considerada inflacionária?
6. o crescimento do nível de preços sinalizando *escassez*, numa circunstância que leva a aumento na produção e no emprego, deve ser considerado inflação?
7. Com o *progresso técnico*, a maior produtividade propiciando redução nos custos, sem ocorrer redução dos preços, os aumentos relativos dos lucros e/ou dos salários nominais são inflacionários?
8. o aumento *efetivo* de preços menor do que o aumento *antecipado* ou *esperado*, significa inflação?
9. a mudança permanente e irreversível no nível de preços deve ser considerada um processo inflacionário?

Tudo isso faz lembrar aquela definição: “um economista é aquele sujeito que não sabe sobre o que está falando – e faz você achar que a ignorância é sua”...

<sup>91</sup> BRONFENBRENNER, M. & HOLZMAN, F. Origens e Definições da Inflação. in SHAPIRO, E. (org.). Análise Macroeconômica - Leituras Seleccionadas. SP, Atlas, 1978.

Esses problemas levaram à ortodoxia propor **definições alternativas de inflação**:

1. a inflação é <i>uma condição de excesso generalizado de demanda</i> , ou seja, “moeda em demasia em relação à pouca oferta de bens”.
2. a inflação é <i>um aumento do estoque nominal de moeda ou da renda nominal total ou per capita</i> .
3. <b>a inflação é um aumento do nível de preços, sob as seguintes condições:</b> 3.1. é antecipado de forma incompleta; 3.2. leva (via aumentos de custos) a aumentos adicionais; 3.3. não aumenta o emprego e a produção real; 3.4. é mais rápido que alguma taxa “estável”; 3.5. surge do “lado monetário”; 3.6. é medido pelos preços líquidos dos impostos e subsídios indiretos; e/ou 3.7. é irreversível.
4. a inflação é <i>uma queda do valor externo da moeda</i> , medida pelas taxas de câmbio ou pelo preço do ouro.
5. uma definição abrangente (tanto de <i>inflação de custo</i> quanto de <i>inflação de demanda</i> ): a inflação é <i>um processo resultante da concorrência (e do conflito distributivo)</i> , para manter ou aumentar a renda total real, o dispêndio total real e/ou a produção total a um nível que seja fisicamente impossível.

### 8.2.1. Teoria pura dos preços

Vale uma breve referência ao debate teórico contemporâneo. A **crítica dos novoclássicos ao monetarismo hegemônico**, no início dos anos 70, centrou-se em dois pontos: no tratamento das *expectativas* (adaptativas) - que estaria violando a racionalidade com a suposição de erros sistemáticos (provocados por “ilusão monetária”) por parte dos agentes econômicos - e na pouca ênfase dada, nos modelos monetaristas e da síntese neoclássica, aos *microfundamentos*. A contribuição dos novoclássicos foi no sentido de introduzir as expectativas racionais e a necessidade de microfundamentos na macroeconomia.

A **macroeconomia novoclássica** das expectativas racionais, idealizando o equilíbrio, explicava as flutuações econômicas do mundo real como refletindo efeitos dinâmicos de distúrbios monetários, face aos custos de obter informação e de ajustamento. Uma estrutura abstrata de equilíbrio com preços flexíveis sugeria a neutralidade monetária. Para explicar por que a moeda era não-neutra, argumentava que, num nível teórico, efeitos reais de curto prazo, devidos a distúrbios monetários, podiam surgir de informação imperfeita sobre a moeda e o nível geral de preços. Variações monetárias antecipadas - em função de política monetária sistemática - não importavam, porque elas não levavam a confusões informacionais.

A **reação novo-keynesiana aos novos-clássicos** incorpora expectativas racionais, mas em conjunto com microfundamentos de rigidez nominal. Contratos de longo prazo, explícitos ou implícitos, e *salários de eficiência* - manutenção de salários reais constantes, acima do de mercado, para evitar redução de produtividade e custos de demissão e de contratação - racionalizam salários ou preços rígidos, revelando a incapacidade dos agentes em coordenarem suas decisões. O ajustamento aos distúrbios monetários pode não ser completo ou sincronizado, numa abordagem que mostra falhas de coordenação pelo mercado. O *custo de etiquetagem ou de cardápio* [*menu cost*], que seria o custo de alterar preços nominais, é acoplado à concorrência oligopolista. As empresas estabelecem os preços relativamente às concorrentes, em estratégias que envolvem hipóteses sobre qual é o ambiente econômico. A interdependência estratégica e as divergências sobre o cenário futuro geram os problemas de coordenação.

Deve-se salientar **as diferenças entre keynesianos**:

- na **análise novokeynesiana**, a característica essencial da explicação da flutuação econômica está nos *preços não-flexíveis*; com flexibilidade, acreditam na correção a longo prazo do desemprego.
- na **análise pós-keynesiana**, a moeda não-neutra e o desemprego podem coexistir mesmo com perfeita flexibilidade de preços, tanto no curto quanto no longo prazo.

A análise de Keynes, sob a ótica pós-keynesiana, demonstra que a criação de um sistema de salário e preço flexível (inclusive taxa de câmbio flexível) não removeria o desemprego do capitalismo. O *problema do desemprego* surge de decisões de gastos descoordenadas e/ou insuficientes, que não empregam, necessariamente, todos os recursos produtivos - capital e trabalho – disponíveis.

No fundo, o debate entre os novoclássicos e os velhos e novos keynesianos se dá somente a respeito das diferenças entre velocidades de ajustamento dos preços e da produção, em função de uma variação exógena da demanda agregada. Os velhos e novos keynesianos também aceitam a interpretação de Friedman, quando insistem que inflexibilidades nos preços são essenciais à explicação keynesiana de como produção e preços respondem no curto prazo a uma variação na demanda agregada. É o inverso da proposição de Marshall, adotada originalmente por Keynes.

Diante da hipótese que *preços* se ajustam mais rapidamente que *quantidades*, há a distinção marshalliana entre equilíbrios *de mercado*; *de curto prazo*; e *de longo prazo*. Se a velocidade de ajustamento dos preços é mais rápida do que a da produção, a moeda é *neutra*. Há neutralidade da moeda inclusive a curto prazo, no sistema novoclássico, devido à hipótese que os preços podem se ajustar instantaneamente e a produção não pode.

**A diferença entre economistas novoskeynesianos e novosclássicos se dá porque:**

- os **novoskeynesianos** (assim como os **monetaristas**) acreditam que a moeda é neutra no longo prazo, mas não no curto prazo;
- os **novosclássicos** afirmam que, quando a oferta de moeda é a *esperada*, ela é neutra, inclusive, no curto prazo.

A **distinção fundamental entre os velhos e os novos keynesianos** está que estes presumem *rigidezes* [rigidities], com uma mais lenta velocidade de ajustamento de preços, e aqueles preços menos que perfeitamente flexíveis, com *adesividade* [stickiness]. Os **velhos-keynesianos** lêem, em Keynes, uma teoria de “salário nominal *adesivo*”; os **novos-keynesianos**, vêem salários e/ou preços *rígidos*; e os **pós-keynesianos** destacam, em Keynes, as propriedades essenciais dos juros e da moeda.

Aparentemente, o *mainstream* acha que a macroeconomia teria que ter *fundamentos microeconômicos*, enquanto os pós-keynesianos acham que a microeconomia é que teria de ter *fundamentos macroeconômicos*. Na verdade, não deve haver uma determinação de uma pela outra, mas uma interação entre elas. Se, em vez da contraposição, os analistas buscassem a síntese macro-micro, a convergência entre os novos-keynesianos e os pós-keynesianos poderia ser maior e o diálogo entre os economistas de formação convencional e os de formação alternativa mais frutífero.

### 8.2.2. Teoria monetarista da inflação

Nas palavras de Friedman, “a inflação não é um fenômeno capitalista, tampouco é um fenômeno comunista; no mundo moderno, a inflação é um fenômeno de impressora (...) uma inflação elevada é sempre e em toda parte um fenômeno monetário”<sup>92</sup>. Deduz-se que seu objetivo é elaborar uma teoria *geral* da inflação, indiferentemente a contextos locais e/ou históricos.

Mas, Friedman salienta que as inflações primitivas não se tornavam hiperinflação por causa do limite físico para a quantidade de moeda. As inflações contemporâneas chegam à hiperinflação porque o papel-moeda passou a ser amplamente usado e isto, segundo o que ele diz, constitui uma tentação fatal para o inflacionário excesso de emissão. Coloca, então, a pergunta mais básica: por que os governos produzem inflação, aumentando rápido demais a quantidade de moeda?

<sup>92</sup>

FRIEDMAN, Milton. A Causa e a Cura da Inflação. Episódios da História Monetária [Money

As razões, apontadas por Friedman, para o **excesso de emissão monetária**:

1. **o rápido crescimento das despesas do governo**: o maior dispêndio do governo *não é inflacionário* se os gastos adicionais forem financiados por impostos ou dinheiro tomado por empréstimo junto ao público; nesse caso (*crowding out*), o governo tem mais para gastar e o público menos; ocorre que essas são medidas impopulares; portanto, o *método politicamente mais atraente* é aumentar a quantidade de moeda, através da venda de títulos de dívida pública do Tesouro Nacional ao banco central.
2. **adotar objetivos indevidamente ambiciosos de pleno emprego**: isto é politicamente atraente, se o aumento de dispêndio ocorrer sem aumentar impostos e endividamento junto ao público não-bancário e se financiar o déficit daí resultante com aumento da quantidade de moeda; porém, isso é inflacionário e não mantém o pleno emprego a longo prazo, quando ocorre a superação da ilusão monetária.
3. **política errada adotada pelo banco central**: o controle *não da quantidade de moeda*, que ele pode fazer, mas *sim da taxa de juros*; com essa política monetária, a oferta de moeda torna-se endógena, isto é, determinada pela demanda dos agentes econômicos.

Essencialmente, **o que Friedman diz a respeito da inflação** é:

- **a inflação é um fenômeno monetário**, devido ao aumento mais rápido - determinado pelo governo - da *quantidade de moeda* do que da *produção*.
- **só existe uma cura para a inflação**: *persistência* - embora com efeitos colaterais desagradáveis - no *controle monetário*.

### 8.3. Teorias heterodoxas da inflação

#### 8.3.1. Teoria cepalina: visão estruturalista

Nos anos 50, a CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina) – através de Osvaldo Sunkel e Aníbal Pinto<sup>93</sup> - colocou as *origens reais* da inflação nos *problemas estruturais* do estágio de desenvolvimento econômico de determinado país.

<sup>93</sup> SUNKEL, Osvaldo. Um Esquema Geral para a Análise da Inflação. O Fracasso das Políticas de Estabilização no Contexto do Processo de Desenvolvimento Latino-americano. PINTO, Aníbal. Nem Estabilidade, Nem Desenvolvimento - A Política do FMI. Estruturalismo e Monetarismo - Um Inventário. in SÁ JR., F. (orient.). Inflação e Desenvolvimento. Petrópolis, Vozes, s/d..



A CEPAL sugere a seguinte **classificação das pressões inflacionárias**:

1. **básicas ou estruturais**: devido às limitações, rigidezes ou inflexibilidades estruturais do sistema econômico; denota a incapacidade de determinados setores produtivos em atender às modificações da demanda; a mudança nos preços relativos, favorável aos bens ainda escassos, face a alguns preços rígidos, é a “causa última (*primária*)” da inflação.
2. **circunstanciais**: devido a *choques exógenos* latentes ou inesperados; cabe à política econômica minimizar propagação de seus efeitos.
3. **cumulativas**: *induzidas pela própria inflação*; tendem a acentuar sua intensidade de forma crescente, de acordo com a extensão e o ritmo da própria inflação.

Observa que as *pressões inflacionárias cumulativas* e os *mecanismos de propagação* constituem o aspecto mais visível do processo inflacionário. Devem receber o foco preponderante, no combate antiinflacionário.

Os **instrumentos de propagação da inflação** surgem por *conflitos de interesses*:

1. **luta pela redistribuição de renda**: cada grupo pretende favorecer-se a expensas dos grupos restantes, mas, com a reação inflacionária, não há vantagem permanente.
2. **luta pela distribuição de recursos**: entre o setor público e o setor privado a intenção fiscal de elevação da carga tributária é contraposta com a sonegação de impostos.

### 8.3.2. Inflação brasileira segundo Rangel

**A crítica de Ignácio Rangel aos estruturalistas e monetaristas é:**

- ambos buscam a *gênese da inflação* numa suposta *insuficiência ou inelasticidade da oferta - global*, no caso dos monetaristas, e *setorial*, no caso dos estruturalistas -, quando deveriam perceber que o problema inflacionário está na *crônica insuficiência da demanda* e não, como sugerem, no seu excesso.

O **diagnóstico de Rangel**, em 1963, era de *um nível de demanda insuficiente*, para assegurar uma utilização satisfatória do potencial produtivo existente, após a expansão da capacidade produtiva dos anos 50<sup>94</sup>. Isso, devido à própria inflação, à distribuição de renda, e à arcaica estrutura agrária, com a concentração da propriedade fundiária.

A demanda dos gêneros alimentícios possuía uma *inelasticidade* específica. A rigidez da demanda de gêneros agrícolas, face à *grande elasticidade* - e não inelasticidade como generalizava a Cepal, baseada na experiência chilena - da oferta agrícola, dava margem a uma anomalia no mecanismo de formação de preços. A comercialização dos produtos agrícolas era feita através de um oligopsônio-oligopólio, que conseguia, na intermediação mercantil atacadista, a manipulação da alta de preços.

O aumento dos preços dos alimentos provocava queda dos salários reais e, em consequência, diminuía a demanda popular de outros itens de consumo, que sofriam já uma insuficiência genérica ou global de consumo de massa. A retenção de estoques acabava se realizando não nas atividades causadoras da alta, mas sim nas atividades supridoras de bens com maior elasticidade-renda da demanda.

A elevação da capacidade ociosa não-planejada impedia o surgimento de novas oportunidades de investimento, após o excesso ocorrido em setores prioritários ou incentivados. Causava também a elevação dos custos fixos unitários, que eram repassados para os preços, resultando numa chamada **inflação de oligopólio**.

O que ficou conhecido como a **curva de Rangel** representava, graficamente, a idéia de que a inflação brasileira, em vez de regredir, crescia com a capacidade ociosa. O nível geral dos preços era inversamente proporcional ao nível da produção.

Rompia-se o equilíbrio econômico-financeiro das empresas supridoras desses produtos com excesso de estoques e/ou capacidade ociosa. A alta da relação contábil entre o *realizável* e o *disponível* favorecia ao atendimento da demanda de crédito bancário, sancionada pela oferta endógena de moeda.

O papel passivo do poder emissor (o governo) sancionava a inflação. Se, apesar das pressões políticas, o governo resistisse às injunções no sentido de que sancionasse a oferta de moeda, não apenas se privaria dos fluxos de receita tributária, de imposto inflacionário e de depósito compulsório, como seria penalizado financeiramente, devido ao socorro futuro às empresas. Empiricamente, era impossível dizer se o que vinha primeiro era o ato de acomodar a oferta de moeda, realizado pelo Estado, ou o ato de elevar os preços, pela empresa privada. Mas, teoricamente, Rangel argumentava a respeito da endogeneidade da oferta monetária.

### 8.3.3. Debate sobre inflação no início dos anos 80

O único livro notável sobre inflação, no Brasil, nos anos 70, foi o de Simonsen<sup>95</sup>.

<sup>95</sup>

**Simonsen apontava para três componentes da inflação:**

1. **componente autônoma:** aquela que *independe de inflação do período anterior*, é determinada por *fatores de ordem institucional* (reajustes arbitrários de salários, da taxa de câmbio, de impostos indiretos, etc.) ou de *natureza acidental* (altas de preços provenientes de más safras, etc.).
2. **componente de realimentação:** aquela que *resulta da inflação do período anterior*, as altas de preços representam a tentativa de reconstituição pelos agentes econômicos de uma participação no produto nacional, dissolvida pela inflação passada: entre elas, os reajustes salariais devido ao aumento do custo de vida, a reconstituição das margens de lucro das empresas pressionadas pelos custos, as revisões de preços automáticas com a correção monetária.
3. **componente de regulação pela demanda:** a alta de preços dependia do *efeito regulador da intensidade da demanda*: se o ritmo de crescimento da demanda fosse maior do que o crescimento da capacidade produtiva, a taxa de inflação seria maior do que a superposição das componentes *autônomas* e de *realimentação*.

Portanto, para Simonsen, o **coeficiente de realimentação** indica o *grau de automatismo* da inflação crônica, ou seja, em que fração a inflação de um período se transmite ao período seguinte.

Após um longo interregno, em que o debate econômico nacional privilegiou a concentração de renda e o crescimento econômico, com a citada exceção da contribuição de Simonsen, o debate sobre o agravamento da inflação brasileira retornou no início dos anos 80. Moura da Silva defendia que a terapêutica antiinflacionária, qualquer que fosse a *causa primária*, consistia em neutralizar a ação dos *mecanismos de reajustes*, espontâneos ou não, de preços, salários, câmbio e taxa de juros<sup>96</sup>. A alternativa mais eficiente para, a um só tempo, quebrar um importante *mecanismo de inércia inflacionária* e promover a mudança de preços relativos, requerida pelo ajuste do balanço de pagamentos, seria alterar a política salarial e manter a política cambial.

Aí então ocorreu nova ruptura em termos de ênfases analíticas. Em vez da redução do fosso entre estruturalistas e monetaristas pela adoção de modelos híbridos, em que se localizava o problema central nos mecanismos de propagação de desequilíbrios de preços setoriais, os modelos formais de valor agregado e/ou de *mark-up* que explicavam a inflação pelo conflito na distribuição funcional da renda (salários versus lucros) foram criticados por herdeiros da Escola da Cepal. Coutinho & Souza retrucaram que, com as transações intermediárias abstraídas, era impossível entender a propagação preços-custos-preços, dentro da matriz de preços<sup>97</sup>. O Estado, as empresas

<sup>96</sup> MOURA DA SILVA, Adroaldo. Inflação: Reflexões à Margem da Experiência Brasileira. *Revista de Economia Política* 3. Vol. 1, n.3, jul-set 1981. pp. 57-81.

<sup>97</sup> COUTINHO, Luciano & SOUZA, Paulo Renato. Inflação: Anotações Críticas para o Debate

estatais, as empresas privadas e o sistema bancário, por estabelecerem uma constelação de preços básicos, eram os protagonistas autônomos da inflação. Direta ou indiretamente, havia regulação estatal dos salários, cuja penalização não resolveria o problema da inflação.

#### 8.3.4. Teoria da inflação inercial

Na visão cepalina da inflação, conforme já vimos, havia distinção entre categorias lógicas diferentes: as diversas *pressões inflacionárias estruturais* seriam as verdadeiras causas da inflação, enquanto os *instrumentos de propagação* manteriam ou dariam caráter cumulativo à inflação. Os auto-denominados **neo-estruturalistas** dos anos 80 passariam a dar ênfase aos *processos de propagação*, o aspecto mais visível da inflação.

Assim, Bresser & Nakano distinguiam entre fatores *aceleradores*, *mantenedores* e *sancionadores* da inflação<sup>98</sup>.

#### **Mecanismos ou fatores que atuam sobre os preços:**

1. **fatores aceleradores:** causam a *aceleração* (ou *desaceleração*) da inflação por aumento da margem de lucro ou de salários reais acima da produtividade; as *variações de preços relativos* que iniciam o processo são as *causas primárias*;
2. **fatores mantenedores:** causam a *manutenção* do patamar da inflação; relacionam-se com a capacidade dos agentes econômicos *repassarem seus aumentos de custos* para os preços e promoverem *conflito distributivo*.
3. **fatores sancionadores:** *sancionam* a elevação dos preços ou o patamar da inflação: particularmente, o *aumento da quantidade nominal de moeda* ocorre devido à inflação; a expansão monetária é vista como uma *variável endógena* do sistema, ou seja, é *conseqüência* e não *causa primária* da inflação.

Lopes possuía “antiga convicção sobre a natureza predominantemente *inercial* do processo inflacionário brasileiro”<sup>99</sup>.

<sup>98</sup> BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y.. Inflação e Recessão. SP, Editora Brasiliense, 1986.

<sup>99</sup> LOPES, Francisco. Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas. O Choque Heterodoxo. RJ, Campus, 1986.

Qualquer **série temporal estatística** (p. ex., de índice geral de preços) pode ter suas variações agrupadas em três diferentes **componentes**:

1. **tendência** da variável durante um longo período: um *movimento persistente* em alguma direção;
2. **oscilações** de diferentes tipos (*variações sazonais*), de maior ou menor regularidade (*movimentos cíclicos*), sobrepostas à tendência;
3. **variações residuais ou irregulares** em função de *eventos isolados* ou *influências casuais*; constituem-se de qualquer valor registrado na série diferente do que é esperado da *tendência* e das *oscilações* do período precedente.

Deve-se observar que as *flutuações sazonais* não aparecem nas séries que contenham somente *índices anuais*. Portanto, o ponto-de-partida, para a análise da série de variações em 12 meses do índice geral de preços, deve ser a *distinção conceitual* entre *choques inflacionários* e *tendência inflacionária*.

**choques inflacionários**: são os *impulsos*, inflacionários ou deflacionários, que dão o ritmo da elevação dos preços, devido às ações, exitosas ou não, dos agentes econômicos, visando *alterar preços relativos*.

**choques de oferta**: choque *cambial* (maxidesvalorizações); choque *agrícola* (quebras de safras para abastecimento interno), choque *corretivo* (política de realinhamento de preços), etc.

**choques de demanda**: impulso *deflacionário*, provocado por recessão, segundo a Curva de Phillips; impulso *inflacionário*, dado pela expansão monetária excessiva, segundo a Teoria Quantitativa da Moeda.

**tendência inflacionária**: é o resíduo não explicado pelos choques, ou seja, é *um componente de inflação pura*; se não houvesse nenhuma pressão no sentido de mudanças efetivas ou desejadas em preços relativos, a *taxa de inflação* seria igual à *tendência*.

Os estudos econométricos, realizados na PUC-RJ, revelaram que a importância quantitativa dos choques de demanda deflacionários é pequena, quando comparada aos níveis elevados da inflação brasileira. A conclusão retirada foi que um programa efetivo de combate à inflação deve se constituir por políticas que atuem diretamente sobre a tendência inflacionária.

Constatada a natureza *inercial* da tendência inflacionária, conclue-se também que, na ausência de choques inflacionários, a inflação *corrente* é semelhante à inflação *passada*.

A **idéia básica** da hipótese *inercial* da tendência inflacionária é:

- num ambiente cronicamente inflacionário, o *comportamento defensivo na formação de preços*, em condições normais, é a *tendência de recompor o pico anterior de renda real*, no momento de cada reajuste periódico de preço;
- quando todos os agentes adotam esta *estratégia de recomposição periódica dos picos*, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar, ou seja, a *tendência inflacionária mantém a inflação passada*.

A **taxa de inflação** depende de:

1. *picos de renda real desejados* pelos diversos agentes;
2. *periodicidades* de reajuste de renda real, para cada um deles;
3. *estrutura de preços relativos médios* existente na economia.

Os **preços relativos médios** são medidos em termos de *valores reais médios por período* à semelhança do *salário real médio*. Numa economia inflacionária, os *preços relativos* mudam constantemente ao longo do tempo. Os *preços relativos médios* que importam em termos de alocação de fatores e distribuição de renda.

Um **exemplo numérico**, neste ponto, pode ser esclarecedor. Suponhamos que, numa economia com uma taxa de inflação média em torno de **10%** ao mês, a evolução mensal de índices de base fixa (mês 1 = 100) representativos dos salários reais e dos lucros reais seja a seguinte:

MÊS	SALÁRIOS REAIS (W/P)	LUCROS REAIS ( L / P )
1	100	100
2	90	110
3	81	119
4	73	127
5	65	134
6	60	140

Nesse exemplo estilizado, o *teto* ou *pico* dos salários reais teria ocorrido no mês inicial da série temporal. Ao final dela, no *piso* ou *vale*, os trabalhadores teriam perdido 40% de seu poder aquisitivo real e teriam que ter um aumento de 66,6%, nos salários nominais, para recuperarem seu *pico prévio de renda real*. O *salário real médio* ( $470 / 6 = 78$ ) teria ocorrido em meados do semestre. Em contrapartida, na mesma ocasião, os capitalistas recebiam o lucro real médio ( $730 / 6 = 122$ ). Teoricamente, aí seria possível um *acordo social* de

*compatibilidade distributiva*, pois nenhuma das classes antagônicas estaria ou no *pico* ou no *vale*.

Caso os trabalhadores não aceitassem tal “plano de estabilização”, e com pressão sindical conseguissem uma diminuição na periodicidade de reajuste de sua renda real, por exemplo, para após transcorrido um trimestre, o que ocorreria? Permanecendo a mesma taxa de inflação média de 10% ao mês, o *salário real médio* aumentaria em 15,4% - de **78** para **90** ( = 271 / 3 ). Em conseqüência, o índice da *renda real média dos capitalistas* teria caído para cerca de **110** ( = 329/3).

O argumento dos teóricos “inercialistas” é que, estabelecido o conflito distributivo, os capitalistas reagiriam à perda de poder aquisitivo real, remarcando seus preços. Como se verifica no próximo quadro, para restabelecer o *poder aquisitivo médio real* semelhante ao existente antes dos salários passarem a ter reajuste trimestral, tanto para os capitalistas (**124** = 372,5 / 3), quanto para os trabalhadores (**79** = 237,5 / 3), a taxa de inflação aumentaria do patamar em torno de **10%** a. m. para o de cerca de **22,5%** a. m.!

MÊS	SALÁRIOS REAIS (W/P)	LUCROS REAIS ( L / P )
1	100	100
2	77,5	122,5
3	60	150

Chega-se, então, à seguinte conclusão:

A **essência da hipótese de inflação inercial** é que a *tendência inflacionária* corresponde à taxa de inflação que vigora com *preços relativos médios constantes* (porém, *não estáticos*); ela tende a reproduzir a taxa de inflação passada por os agentes terem um padrão de comportamento defensivo de seus *picos* de renda real.

Observa-se que a inércia inflacionária surge em economias cronicamente inflacionárias, *independentemente da existência ou não de mecanismos formais de indexação*.

Se algum agente não adota, simplesmente, esta estratégia de recomposição periódica do pico prévio de sua renda real, mas deseja reorientar a distribuição de renda a seu favor, o reajuste de seu preço (salário, lucro, juro, aluguel, etc.) terá de ser maior do que a inflação passada. Entretanto, essa ação tem de ser confirmada no mercado: *se ele obtém resposta positiva*, houve alteração de preços relativos, quebra de inércia e choque inflacionário, devido ao conflito distributivo instalado; *se ele não alcança seu intento*, corre inclusive o risco de perda de sua participação relativa no mercado, devido à reação dos outros agentes.

O modelo da PUC-RJ, à semelhança da tradição estruturalista latino-americana, apresenta o processo inflacionário derivado de conflito distributivo. Os trabalhadores: exigem a restauração do *pico* do valor real dos salários através da negociação direta, da greve e/ou da lei salarial; os empresários: aumentam os preços nos períodos entre os momentos de reajuste, para recuperar o máximo de lucro real recebido anteriormente, que ocorreu no momento imediatamente antecedente ao reajuste salarial, quando os salários reais estavam em seus *pisos*. O *pico* de renda do trabalhador é o *piso* de renda do capitalista, e vice-versa. Podemos usar a metáfora da “gangorra”, para ilustrar esse modelo.

Dessa forma, após cada reajuste de *salário nominal*, os empresários remarcam preços, buscando a redução paulatina do *salário real* efetivamente pago. Se, ao longo do tempo entre diversos dissídios coletivos, permanece o mesmo salário real médio, significa que os preços relativos médios estão constantes.

A **inércia inflacionária** representa a *compatibilidade distributiva* no contexto hipotético da relação entre lucros e salários.

Os economistas da PUC-RJ defendiam que o foco das políticas de combate à inflação fosse deslocado da geração de choques de demanda deflacionários para a elaboração de mecanismos que permitissem quebrar a tendência inercial da inflação. A diferença entre sua **Proposta de “Choque Heterodoxo”**, em que se alcançava a compatibilidade distributiva pelo suposto congelamento pelas rendas médias reais imposto pelo governo, e a **Proposta Larida** (ver sua apresentação mais adiante) de “moeda indexada” era que nesta havia um aparente caráter não compulsório da fórmula de conversão baseada em valores reais médios<sup>100</sup>. Supunha-se que a *compatibilidade distributiva* pudesse ser obtida pelas “*forças de mercado*”.

Essa suposição ocorria devido ao estudo das experiências concretas dos finais das hiperinflações. Concluiu-se que, em todas elas, havia, voluntariamente, o repúdio à moeda doméstica hiperdesvalorizada e o uso da moeda estrangeira, pelo menos, inicialmente, como reserva de valor e unidade-de-conta. A taxa de inflação relevante passava a ser expressa nessa “nova” moeda. A inflação na “velha” moeda nacional deixava de importar. Nesta situação, bastaria fazer uma reforma monetária com uma *paridade cambial fixa* (e com reservas internacionais para sustentá-la) entre a “nova” moeda nacional e a moeda estrangeira, para se extirpar a memória inflacionária.

A crítica de Lopes a essa visão de Lara-Resende e Arida era que somente no caso das hiperinflações que a compatibilidade distributiva pós-estabilização era obtida espontaneamente. Isso por causa da verificação pelos agentes de que o custo com alta vertiginosa de preços na moeda doméstica era maior que eventuais perdas de renda real que poderiam ter, convertendo suas transações para preços estáveis em moeda estrangeira. Em outros



termos, o trauma da hiperinflação que levava à resignação ou ao conformismo com a perda de renda relativa, na conversão cambial.

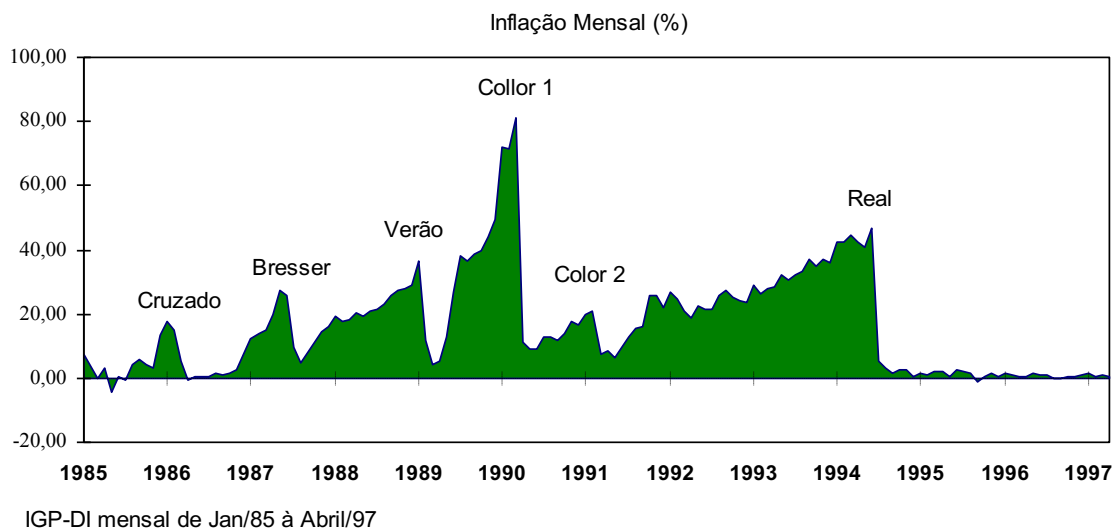
Em meados da década dos 80, não havia ameaça de hiperinflação, na economia brasileira. O diagnóstico deles próprios era de inflação inercial. Portanto, a Proposta Larida era muito “adiantada”, para a época em que foi lançada. Dez anos depois, após muitos traumas com os chamados “choques heterodoxos”, fazendo-se uma “dolarização programada” (via URV) ou “hiperinflação controlada”, a Proposta Larida serviu de lastro teórico para a “desinercialização” da inflação brasileira.

### 8.3.5. Teoria da inflação acelerada

A interpretação da inflação brasileira como predominantemente *inercial* tinha bastante evidência empírica na manutenção de patamares inflacionários, em média durante três anos, entre 1974 a 1985.

<b>Patamares trienais da inflação brasileira</b>	
<b>1974/75</b>	<b>30%</b>
<b>1976/78</b>	<b>40%</b>
<b>1979</b>	<b>77,2%</b>
<b>1980/82</b>	<b>100%</b>
<b>1983/85</b>	<b>220%</b>

O problema era explicar os choques inflacionários, com alterações de preços relativos, nesse período, e as acelerações inflacionárias, após os choques heterodoxos, na segunda metade da década dos 80 e primeira dos 90 (ver quadro abaixo). Nesse caso ganharam evidência, no campo heterodoxo, **as interpretações pós-keynesianas.**



A adaptação originária de “idéias de fora ao lugar” - e “ao tempo” - foi de Frenkel, numa variante do estruturalismo latino-americano, em que questionava a relevância dos modelos *cost-push*, núcleo de boa parte da literatura keynesiana<sup>101</sup>. Seu tema central era o comportamento empresarial de curto prazo em um contexto de alta incerteza, com um modelo que incluía decisões de preço, expectativas e riscos. Prescindia da análise de equilíbrio, enfocava o problema inflacionário em termos de um processo histórico, com uma análise do fundamento microeconômico do comportamento de curto prazo dos agregados de preços.

O pensamento pós-keynesiano supunha que os *mark-up* eram estáveis a curto prazo e insensíveis aos movimentos da demanda. Mas esta hipótese de constância dos *mark-up* reduzia o mercado de preços administrados ao papel de transmissor passivo de impulsos inflacionários gerados em outras partes do sistema econômico (p. ex., variação do custo do trabalho). Em oposição a esta visão do fenômeno inflacionário, o modelo de Frenkel supunha um papel ativo do mercado de preços administrados.

Sustentava que as **decisões de preços** das empresas jogavam um papel autônomo no processo inflacionário através de variações de curto prazo dos *mark-up*, em função de mudanças significativas de informação, nível de incerteza e considerações de risco.

Haveria dois **riscos de perda** nas decisões de preço pelo produtor, devido à expectativa inflacionária incerta:

1. **risco de renda** por causa da *incerteza sobre a demanda*: não podendo vender toda a produção ao *preço superestimado* que era oferecida, haveria um custo de imobilizar o capital líquido alocado na parte da *produção não vendida* - um *excesso de estoque*; dependeria da estrutura das taxas de juros e do custo oportunidade do estoque sobredimensionado, que passava a integrar a oferta futura.

2. **risco de capital** seria devido à *subestimativa do preço futuro do insumo*, com a fixação de um *mark-up* insuficiente para a reposição de estoque necessário para manter o nível de produção, o que implicaria em descapitalização.

A **conclusão mais geral do modelo de Frenkel** era que, ante uma expectativa inflacionária alta e incerta, entre o *risco de subestimar* a inflação do preço do insumo e o *risco de sobreestimar* a inflação, as decisões de preço sobreestimavam a inflação.

Sob *condições de inflação crônica e incerteza normal*, o cálculo de preços é realizado com um *mark-up constante* sobre os custos variáveis, ajustados pela taxa de inflação esperada. Mas a expectativa de taxa de inflação anormalmente alta quebra as *condições de normalidade*. Com choque inflacionário, aumenta o nível de incerteza, tornando maiores os riscos das decisões de preço. Para a minimização de riscos, as margens de lucro unitárias são elevadas, compensando a perda de lucros devido às menores vendas. Em outros termos, há um *teste do teto do mark-up* aceitável pelo mercado.

A **manutenção de estoques excedentes** depende de:

- os custos de manutenção dos estoques;
- a preferência pela liquidez dos vendedores ;
- a expectativa de vender mais caro do que preço de aquisição.

Logo, a *especulação nas decisões de preços* envolve expectativas que se realimentam a respeito dos preços futuros.

O artigo seminal de Frenkel inspirou outros analistas latino-americanos. Tavares & Belluzzo afirmam que o modelo keynesiano de preços normais de oferta (com salários exógenos e *mark-up* fixo) não se mantém como modelo explicativo em condições que não se sustenta a hipótese da estabilidade dos contratos de oferta (p. ex., de suprimento de matérias-primas estratégicas), em função de flexibilização cambial, e dos contratos de dívida, devido à repactuação periódica, em circunstâncias de volatilidade das taxas de juros<sup>102</sup>. Tudo isso obriga a sucessivas reavaliações de estoques ou saldos.

A incerteza sobre o *custo de uso* dos estoques de matérias-primas e sobre o *valor atualizado* da dívida passada convertia o modelo de *fix-price* num modelo de *flex-price*. A *flexibilidade* de preços e da margem desejada de lucro (uma margem incerta de cálculo) era, tendencialmente, *para cima*, porque embutia uma *margem de segurança*.

Na **teoria da inflação inercial**, a formação de preços é realizada com um *mark-up* desejado estável, baseado na margem *histórica* de lucro. Depois

<sup>102</sup> TAVARES, Maria da Conceição & BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Uma Reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea, in REGO (org.), Inflação Inercial: Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado.

de um choque (uma variação de preços relativos), a *inflação corrente* volta a ter como referência custos devidos à *inflação passada*.

Na **teoria da aceleração inflacionária** (ou da “profecia auto-confirmada”), as empresas líderes na formação de preços ampliam o *mark-up* desejado

como forma de prevenção contra *inflação futura*. Entretanto, as margens de lucro efetivas (*ex-post*) podem ser declinantes, devido ao não sancionamento das crescentes margens *de segurança* de lucro desejadas.

Kandir seguiu esta abordagem alternativa, em que a dimensão expectacional dos preços (de *backward looking* para *forward looking*) exercia um papel fundamental<sup>103</sup>. Na definição dos *mark-ups* desejados, entravam em consideração as expectativas quanto aos preços futuros dos *bens públicos-fiscais* (bens produzidos pelo Estado e comercializáveis, bens altamente subsidiados, bens com elevada carga de impostos) e dos *bens cambiais* (bens importados e/ou altamente utilizados na produção de bens exportáveis).

Mostrava que a situação de fragilidade financeira do setor público conduzia a aceleração inflacionária através do impacto sobre o índice de custo de uso das empresas. Daí surgia a pressão por mudança de preços relativos entre os setores com diferentes padrões de utilização de bens público-fiscais, sujeitos a constantes realinhamentos, para ajustamento do setor público.

A **endogeneidade da aceleração inflacionária** era resultado da interação de diversos processos:

- fragilidade financeira do setor público;
- elevação do custo de uso dos bens públicos-fiscais e dos bens cambiais;
- pressões para dispersão de preços relativos entre setores com padrões distintos de utilização de tais bens, devido à diferenciação dos *mark-ups* desejados.

Levantou-se a hipótese de que “a inflação brasileira responde também a uma lógica estritamente financeira”<sup>104</sup>. Posteriormente, em Belluzzo & Almeida, esta generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços foi denominada de “**financeirização dos preços**”<sup>105</sup>. A taxa de juros funcionaria como o rendimento alternativo do capital não-imobilizado, com uma arbitragem entre o mercado de bens e serviços, de um lado, e o mercado de ativos financeiros, de outro. Quanto mais alta a taxa de juros, mais se estimularia a elevação das margens de lucro. Paralelamente, com a obtenção de riqueza financeira, as empresas não-endividadas, capitalizadas e líquidas teriam melhores condições

<sup>103</sup> KANDIR, Antonio. *A Dinâmica da Inflação*. SP, Nobel, 1989.

<sup>104</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. Estado de Confiança e Hiperinflação. in REGO, J. M. (org.). *Inflação e Hiperinflação: Interpretações e Retórica*. SP, Bional, 1990.

<sup>105</sup> BELLUZZO, J. G. & ALMEIDA, J. S. *Crise e Reforma Monetária no Brasil*. Campinas, mimeo.

de sustentar estoques não colocados no mercado àqueles preços elevados. Em outras palavras, a política de altas taxas de juros teria um resultado contraditório no combate à inflação.

Os juros esperados da “quase-moeda indexada” cumpriria uma função semelhante à da “dolarização”, em contextos hiperinflacionários, sem referência direta à moeda estrangeira, mas indireta via relação juros-câmbio. As expectativas inflacionárias influenciariam não só o *custo de reposição do estoque*, mas também o *juro mercantil*, cobrado numa venda a prazo. Na *formação do preço a prazo*, o empresário levaria em conta a alternativa de vender à vista e aplicar os recursos derivados da realização dessa venda no mercado financeiro. Não seria racional, na busca de maximização de lucro, cobrar menos juro mercantil e obter uma receita operacional menor do que poderia receber de receita financeira.

### 8.3.6. Teoria da hiperinflação

A definição de hiperinflação sofre de um grande grau de arbítrio. Cagan deu uma definição empírica *ad hoc* - 50% a.m. -, sendo seu final sinalizado quando caia abaixo desse nível pelo menos durante um ano. Isso representava uma inflação anualizada de mais de 13000%! Dornbusch e Fisher reduzem essa taxa de inflação que caracteriza a hiperinflação para cerca de 1000% a.a., ou seja, em média, mais de 22% a.m..

Zini mostra que os episódios históricos de hiperinflação foram exceções: até os anos 80, as hiperinflações se resumiam a 9 casos (Áustria, Alemanha, Hungria, Polônia e Rússia, nos anos 20, e Hungria, Grécia, China e Taiwan, nos anos 40)<sup>106</sup>. Nos anos 80, considerando-os a partir de uma taxa de inflação maior que 1000% a.a., foram 10 casos: na América Latina (Argentina, Bolívia, Brasil, Nicarágua e Peru), na Europa Oriental (Iugoslávia, Polônia, Ucrânia e Rússia) e na África (Zaire).

As **condições que provocam hiperinflação**, segundo a ortodoxia, são:

1. esse fenômeno só ocorre em *regimes de moeda fiduciária*;
2. muitas hiperinflações aconteceram depois de guerra mundial, guerra civil ou revolução, devido ao *déficit orçamentário* provocado por: excesso de gastos bélicos; grande queda na coleta de impostos; diminuição da *receita de senhoria* (pela existência de múltiplas moedas); nos anos 80, os choques externos e a alta dívida externa dos governos levaram a obrigações internacionais comparáveis com “reparações de guerra”.

A **característica comum de todas as hiperinflações**, para os economistas:

- **ortodoxos**: é o aumento colossal da oferta de moeda pela necessidade de financiar imensos déficits orçamentários sem ter as adequadas condições fiscais e financeiras.
- **heterodoxos**: é a fuga à moeda nacional, devido à deterioração do valor da moeda pelo aumento dos preços.

Há uma tentativa moderadora de combinação das duas posições.

Lara-Resende propunha uma **classificação tripartite** dos fenômenos de alta generalizada de preços<sup>107</sup>.

- a **inflação moderada** seria uma alta do nível geral de preços, devido ao excesso de demanda, na fase final dos ciclos de aquecimento da atividade econômica, com operação próxima do limite de capacidade instalada e redução dos níveis de estoques.
- a **inflação crônica** seria um processo de alta generalizada dos preços em ritmo mais acelerado e por um período de tempo suficientemente longo, em que seriam desenvolvidos mecanismos de indexação retroativa dos contratos, com adaptação dos arranjos institucionais e contratuais à nova realidade.
- a **hiperinflação** constituiria um processo de violenta alta dos preços com rejeição da moeda nacional, em que o governo perderia todas as fontes alternativas de financiamento

Com a ameaça de uma hiperinflação *aberta*, a ênfase analítica dos pós-keynesianos latino-americanos, a partir de 1989, passou a ser distinta. Frenkel tinha o objetivo de tratar das instituições mais relevantes do *regime de alta inflação*, um processo mais ou menos prolongado de taxas altas de inflação<sup>108</sup>. Carvalho colocava o foco da abordagem pós-keynesiana no fato de que a *inflação* corrói o sistema de contratos monetários, a *alta inflação* o transforma em indexado e a *hiperinflação* o destrói com a dolarização<sup>109</sup>.

Face às obscuras fronteiras entre alta inflação e hiperinflação, traçadas pelos ortodoxos, como constituísse somente um *fenômeno quantitativo*, a abordagem pós-keynesiana trata-o como *fenômeno qualitativo*, em que há mudanças comportamentais e no sistema de contratos. A hiperinflação é vista como um modo de formação de preços. A principal determinante das decisões correntes de precificação passa a ser a expectativa de inflação *futura* diferente da *passada* e da *corrente*. A destruição da base para a formação de contratos pode levar, em alguns casos, à interrupção do processo de trocas.

<sup>107</sup> LARA RESENDE, André. Da inflação crônica à hiperinflação. in REGO, J. M. (org.). Aceleração Recente da Inflação: A Teoria da Inflação Inercial Reexaminada. SP, Bional, 1989.

<sup>108</sup> FRENKEL, Roberto. Hiperinflação: o inferno tão temido. . in REGO, J. M. (org.). Inflação e Hiperinflação: Interpretações e Retórica. SP, Bional, 1990.

<sup>109</sup> CARVALHO, Fernando J. Cardim. Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-keynesiana

### Há dois **estágios na hiperinflação**:

1. as expectativas divergentes da inflação resultam em políticas de preços inconsistentes, provocando o desequilíbrio de preços relativos e um sistema de preços caótico com o processo de crescimento descontrolado (*não antecipado*) dos preços;
2. a difícil previsão dos preços vigentes na época da quitação dos contratos leva ao grande encurtamento dos prazos dos contratos e à cotação dos preços em moeda estrangeira (*dolarização*); a generalização da nova unidade de conta produz ajustes praticamente simultâneos com base nessa unidade comum, configurando um novo conjunto (experimental) de preços relativos de equilíbrio (*compatibilidade distributiva*).

### São **implicações da hiperinflação**:

1. conversão das transações para preços estáveis em outra unidade de conta, produzindo uma *nova compatibilidade distributiva*;
2. adoção do indexador “instantâneo”, dado pela cotação cambial, o que permite a fixação do câmbio sancionar o *realinhamento de preços relativos*;
3. tornar inócuas as estratégias individuais de ganhar posição com *persuasão ou aceitação social de qualquer forma de estabilização*.

Logo, a **dolarização**, embora altere o regime de alta inflação, é também a pré-condição para a estabilização inflacionária, pois a economia recupera algum grau de coordenação.

#### 8.3.7. Política heterodoxa de estabilização

O **fundamento das políticas de estabilização do tipo heterodoxo** está na capacidade de provocarem uma quebra no modo de formar expectativas, buscando a coordenação das decisões individuais de preços através de um sinal emitido sobre o futuro. Há, então, a substituição da *coordenação* dada pela taxa passada de inflação (*caso da inflação inercial*) ou da *descoordenação* provocada pela pluralidade de indexadores (*caso da inflação acelerada*).

<b>processo gradual de substituição de indexadores = f( ritmo inflacionário )</b>
1. <b>indexador ex-post</b> = f( custo ) => manutenção da <i>margem de lucro histórica</i> ;
2. <b>indexador inercial</b> = f( índice geral de preços ) => reposição das <i>perdas passadas</i> ;
3. <b>indexador aceleracionista</b> = f( índice de preço-guia ) => acompanhamento da <i>liderança de preços</i> ;
4. <b>indexador ex-ante</b> = f( expectativa de inflação ) => reposição futura dos <i>estoques e formação do preço a prazo</i> ;
5. <b>indexador instantâneo</b> = f( dólar paralelo ) => evitar <i>defasagens</i> .

A necessidade da *âncora* é dar um elemento coordenador dos preços relativos em moeda forte, oferecendo previsibilidade para aumentos futuros [*forward looking*]. Os preços cotados numa nova "moeda" (ancorada ou lastreada em câmbio fixo) reduzem as variações de preços relativos e produzem um rápido alinhamento aos preços internacionais.

Finalmente, após diagnósticos do caso brasileiro, o debate derivou para as diversas propostas de estabilização: o *Plano da Moeda Real* em Lopes<sup>110</sup>, o *Conselho da Moeda* apresentada por Lara Resende<sup>111</sup>, a *âncora cambial* e a *âncora monetária* foram discutidas por Franco<sup>112</sup>, Nogueira Batista<sup>113</sup> e Holanda Barbosa<sup>114</sup> e as *câmaras setoriais* por Mantega<sup>115</sup>. Embora tivessem divergências a respeito dos instrumentos de política econômica a serem utilizados, havia um certo consenso: as alternativas de choques, como a *dolarização*, o *congelamento*, ou a *prefixação negociada* teriam altíssimos riscos se executadas sem uma correção prévia dos *fundamentos macroeconômicos*. Para uma iniciativa consequente, primeiro havia necessidade de construção das *precondições fiscais*, devido à possibilidade de surgir um déficit público potencial com o fim da corrosão inflacionária do contingenciamento das despesas do orçamento. Depois, pensar em iniciativas contundentes de estabilização.

<sup>110</sup> LOPES, Francisco. *O Desafio da Hiperinflação: Em Busca da Moeda Real*. RJ, Campus, 1989.

<sup>111</sup> LARA RESENDE, André. O Conselho da Moeda: um Órgão Emissor Independente. *Revista de Economia Política* 48. Vol. 12, n. 4, out-dez 1992.

<sup>112</sup> FRANCO, Gustavo. Alternativas de Estabilização: Gradualismo, Dolarização e Populismo. *Revista de Economia Política* 50. Vol. 13, abr-jun 1993.

<sup>113</sup> NOGUEIRA BATISTA, Paulo. Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais. *Revista de Economia Política* 51. Vol. 13, n. 3, jul-set 1993.

<sup>114</sup> HOLANDA BARBOSA, Fernando. Hiperinflação e Estabilização. *Revista de Economia Política* 52. Vol. 13, n. 4, out-dez 1993.

<sup>115</sup> MANTEGA. *Guia de Programas de Estabilização: Mistificação Tecnocráticas e Câmaras*



Havia necessidade de **três fases para a estabilização**:

1. *construção gradualista das precondições*, inclusive com reforma fiscal;
2. *adoção de tratamento de choque*, com a reforma monetária;
3. *consolidação do plano*, com políticas de controle da demanda agregada.

Logo, a solução da crise fiscal dependeria de um processo longo e complexo dependente de iniciativas do Congresso e de respaldo político para medidas do Executivo.

Os economistas reconheciam, assim, os limites de sua competência técnica, face ao espaço da decisão política. Mas, sem dúvida, é inegável o papel do debate acadêmico para o respaldo teórico das medidas de política econômica tomadas. A própria alternativa assumida de implementação de um sistema bimonetário via introdução de uma nova moeda (**URV** – Unidade de Reajuste de Valores -, variável diariamente de acordo com uma taxa de inflação esperada *pro-rata*, com a qual se fazia o reajuste da cotação oficial do dólar) como unidade de conta estava no espírito da proposta do *currency board* (Lara Resende) e do *Plano da Moeda Real* (Lopes), fundamentado na *Proposta Larida da Moeda Indexada*.

A **Proposta da Moeda Real** (dolarizada) era uma tentativa de reproduzir a lógica da hiperinflação sem que fosse necessário vivê-la na prática. A idéia era criar uma moeda com valor estável, como alternativa à moeda estrangeira. A sociedade poderia emigrar para esta nova moeda, num processo controlado de desindexação. O *problema real* era achar o mecanismo para fazer a coordenação das expectativas, ou seja, o mecanismo para induzir a indexação pelo dólar no setor onde esta não avançou espontaneamente.

A **Proposta Larida de reforma monetária** lida com o *componente inercial da inflação* - nem mais, nem menos - e consiste nos seguintes elementos:

1. a introdução da *moeda indexada* (NC) com paridade fixa, de um para um, com a ORTN diária *pro rata*.
2. no período de transição, a taxa de câmbio em NC manter-se-á constante à taxa real de câmbio prevalecente antes da reforma monetária.
3. a partir da data em que o NC é criado, permiti-se aos agentes converter os cruzeiros em NC ou vice-versa à taxa de equivalência vigente no dia, para evitar um aumento na velocidade de circulação da “moeda má”, cujo repúdio provocaria uma aceleração da inflação nesta moeda.
4. depósitos à vista no sistema bancário seriam automaticamente convertidos.
5. todas as transações efetuadas pelo Banco Central, contratos em ORTN e preços administrados pelo governo seriam cotados em NC.

6. salários, aluguéis e demais contratos indexados seriam convertidos em NC por uma fórmula de cálculo do valor real médio em ORTN nos 6 meses precedentes, para evitar causar ganhos ou perdas de renda real àqueles que passam a adotar contratos mensais em NC.
7. inflação em NC durante o período de transição em que cruzeiros e NC coexistem é, por definição, nula.

Sua **idéia-básica** é que a *superioridade do NC* em termos das 3 funções tradicionais do dinheiro induz a uma rápida mudança nas *cotações de preços* para o NC.

A alternativa escolhida foi constituir, temporariamente, um sistema bimonetário, com uma nova moeda como unidade de conta. O *pressuposto básico* era que, se os preços eram estáveis com relação a uma determinada moeda indexada ou dolarizada, então que fosse esta a moeda nacional. Acreditava-se na possibilidade de introduzir gradualmente uma nova moeda e que, com a fixação da paridade cambial, a inflação representada nessa nova moeda (simulacro do dólar) se tornaria nula por construção.

#### **A dolarização ou diarização dos reajustes de preços:**

- reorganiza as demandas pelo produto social;
- expressa-as em um única unidade-de-conta;
- deixa a economia pronta para passar pela reforma monetária estabilizadora;
- suprime o cálculo de perdas passadas do cotidiano dos agentes econômicos.

Um **plano de estabilização em regime de alta inflação** necessita de um estímulo artificial, para criar as condições próprias à estabilização. Um *processo hiperinflacionário programado* não se detém espontaneamente. A condição necessária para seu *término* é um *choque estabilizador* via administração da taxa de câmbio, ou seja, a *âncora cambial*.

No Plano Real, a **URV** foi criada para cumprir o mesmo papel que o dólar cumpre nas hiperinflações:

1. *diarizar* a economia;
2. *compatibilizar* a distribuição de renda;
3. *sincronizar* o aumento de preços.

A reforma monetária foi, simplesmente, transformar a unidade-de-conta **URV** em *dinheiro* com todas suas funções: meios de pagamento, unidade de conta e reserva de valor.

## 8.4. Conclusão

Talvez seja na área de conhecimento sobre o fenômeno inflacionário que autores brasileiros tenham dado maior contribuição ao pensamento econômico. Possíveis explicações para isso seriam a abertura para idéias teóricas vindas de fora, a aplicação destas teorias puras adequando-as ao contexto histórico, sócio-econômico e institucional brasileiro e a crítica construtiva das ações de política econômica pretéritas. Deve-se salientar que, ao contrário de outras experiências latino-americanas, mesmo durante o regime ditatorial não se conseguiu estancar o debate econômico acadêmico, o que foi muito relevante para respaldar a política econômica da fase de democratização. Se é verdade que a economia brasileira, em certos períodos, se transformou num “laboratório”, os “cientistas econômicos” examinaram o fracasso (em que pese sucessos momentâneos) e o ônus social de suas “experiências”, reavaliando suas propostas.

Foram retiradas as seguintes **lições das experiências dos Planos Heterodoxos**, implementados antes do Plano Real:

1. há um *trauma social* com plano econômico elaborado em sigilo e aplicado através de decreto-lei, sem debate público; evitar isso implica na necessidade de fazer um combate à inflação sem congelamento de preços, porque seu anúncio levaria à antecipação especulativa da remarcação dos preços, agravando o problema a ser combatido.
2. há *necessidade de pré-requisitos e condições iniciais adequadas*, nas áreas cambial, fiscal, tarifária, etc.; suas ausências constituíram a grande fragilidade dos programas de estabilização heterodoxos.

A *dolarização programada* da economia brasileira, além das condições macroeconômicas e internacionais favoráveis, foi crucial para o sucesso do plano de estabilização. Distinguiu o país daqueles latino-americanos que sofreram uma hiperinflação aberta, devido à *dolarização descontrolada*, embora tenha distinguido, entre seus cidadãos, os que tinham contas correntes nos bancos, corrigidas diariamente pela URV, e os que só podiam se utilizar de papel-moeda e sofriam uma hiperinflação de quase 50% ao mês. Para esse relativamente menor ônus social (pelo menos para parcela da população), houve - como queríamos demonstrar - relevante contribuição do economista brasileiro.

O quadro com **os principais índices de preço brasileiros** comprova o relativo sucesso do plano de estabilização, no que toca à queda da taxa de inflação.

Acumulado	IGP-DI	IGP-M	IPC-FIPE	INPC	Média
1963	2708,3	2567,3	2490,9	2489,1	2563,9
1º sem. 94	763,12	732,26	780,18	759,15	758,69
2º sem. 94	16,97	16,52	18,30	19,81	17,79
1995	14,78	15,24	23,17	21,98	18,79
1996	9,34	9,20	10,03	9,12	9,42
1997	7,48	7,74	4,82	4,34	6,09

**Leitura adicional recomendada:**

FRIEDMAN, Milton. A Causa e a Cura da Inflação. Episódios da História Monetária [Money Mischief]. RJ, Record, 1994. pp. 178-216.

**Comentário:** É uma didática explicação da visão monetarista sobre inflação.

LOPES, Francisco. Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas. O Choque Heterodoxo. RJ, Campus, 1986.

**Comentário:** Está, certamente, entre os melhores artigos escritos sobre a teoria da inflação inercial.

FRENKEL, Roberto. Decisiones de Precio en Alta Inflacion. Estudios CEDES. 1979.

**Comentário:** É o artigo seminal da teoria da inflação acelerada.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-keynesiana. Revista de Economia Política 40. Vol. 10, n. 4, out-dez 1990. pp. 62-82.

**Comentário:** Seu título expressa, precisamente, seu conteúdo.

**Resumo:**

1. No debate clássico entre estruturalismo e monetarismo, na abordagem do processo inflacionário latino-americano, a CEPAL apresentou a visão estruturalista e a ótica monetarista foi apresentada por discípulos de Friedman; uma interpretação alternativa foi elaborada por Rangel.
2. O que diz Friedman a respeito é que a inflação é um fenômeno monetário, devido ao aumento mais rápido - determinado pelo governo - da quantidade de moeda do que da produção, e só existe uma cura para ela: persistência - embora com efeitos colaterais desagradáveis - no controle monetário.
3. A crítica de Rangel aos monetaristas e estruturalistas é que ambos buscam a gênese da inflação numa suposta *insuficiência ou inelasticidade da oferta - global*, no caso dos monetaristas, e *setorial*, no caso dos estruturalistas -, quando deveriam perceber que o problema inflacionário está na crônica *insuficiência da demanda* e não, como sugerem, no seu excesso.
4. A idéia básica da hipótese de tendência inercial da inflação é que, num ambiente cronicamente inflacionário, a tendência é de recompor o pico anterior de renda real no momento de cada reajuste periódico de preço; quando todos os agentes adotam esta estratégia, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar, ou seja, a tendência inflacionária repete a inflação passada.
5. O *conflito distributivo* ocorre porque os trabalhadores exigem a restauração do pico do valor real dos salários através de negociação direta, greve, ou lei salarial; a *compatibilidade distributiva* não é alcançada porque o *pico* de renda real do trabalhador é o *piso* empresarial: os empresários aumentam os preços nos períodos entre os momentos de reajuste, para recuperar o máximo de lucro real recebido anteriormente.
6. A teoria da inflação acelerada apresenta os riscos das decisões de preços em regime de alta inflação, utilizando-se dos conceitos de *mark-up* flexível e financeirização dos preços; o **risco de perda de vendas** surge da superestimativa da taxa de inflação com um *mark-up* desejado excessivo; o conseqüente excesso de estoque envolve a avaliação do custo de oportunidade entre os juros e o estoque que integra oferta futura; o **risco de perda de capital** surge da subestimativa da taxa de inflação do preço do insumo: o *mark-up* desejado pode ser insuficiente, para a reposição do estoque necessário à manutenção do nível de produção.

7. A *inflação* corrói o sistema de contratos monetários; a *alta inflação* o transforma, indexando-o; a *hiperinflação*: o destrói, dolarizando-o; porém, a conversão das transações para preços estáveis em outra unidade de conta (moeda estrangeira) resulta numa nova compatibilidade distributiva; o indexador “instantâneo” passa a ser a cotação cambial, portanto, a fixação do câmbio sanciona o realinhamento de preços relativos; a hiperinflação torna inócuas as estratégias individuais de ganhar posição; com essa persuasão, há a aceitação social de qualquer forma de estabilização.
8. A proposta de moeda real (*dolarizada*) é uma tentativa de reproduzir a lógica da hiperinflação sem que seja necessário vivê-la na prática; a idéia é criar uma moeda com valor estável, como alternativa à moeda estrangeira; a sociedade pode emigrar para esta nova moeda, num processo controlado de desindexação.

**PARTE V****POLÍTICA MONETÁRIA**

## CAPÍTULO 9

### CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

*“Um presidente, acusado de ter praticado uma política monetária equivocada, queixava-se de que precisava de um economista ‘de um lado só’. Lastimava que um assessor econômico lhe expunha com precisão, clareza e plena convicção a conjuntura problemática e como sair dela. Quando ele já estava convencido, esse economista acrescentava: - ‘Por outro lado...’ e desenvolvia uma série de argumentos tão precisos, tão claros e tão convincentes como os anteriores, mas que conduziam à conclusão oposta!”*

#### 9.1. Introdução

*“Política monetária é como uma mola, serve para puxar, mas para impulsionar não é de grande valia”.*

*“Política monetária é como uma corda: você laça o touro, mas se ele se volta contra você, ela não serve para retrocedê-lo”.*

*“Controlar a economia com a política monetária é o mesmo que segurar um tigre por seu rabo”.*

*“Enxugar a liquidez da economia é o mesmo que enxugar gelo”.*

*“Você pode levar um cavalo à fonte, mas não pode obrigá-lo a beber, assim como pode dar liquidez à economia, mas não consegue expandi-la”.*

O que há de comum entre essas metáforas? Todas tratam do papel assimétrico exercido pela política monetária e creditícia, no controle e na criação de liquidez, para o sistema econômico. Essa política, no sentido *contracionista*, sem dúvida, tem o significado de contrair a liquidez real, se, efetivamente, limita a capacidade de criação de poder de compra *ex-nihilo* pelos bancos. Mas a política monetária e creditícia *expansionista* pode não expandir a liquidez do sistema, se não forem acompanhadas de decisões de gastos dos agentes econômicos.

O debate entre os economistas monetaristas e os keynesianos a respeito do poder da política monetária é inconclusivo. A metáfora atinge o máximo de eficiência retórica no início do debate ou na apresentação de certas proposições originais, sendo usada como *um instrumento de pensamento*, mas, no decorrer da controvérsia, ela não deve ser *um recurso de exposição*. Dentro das regras da retórica, o abuso de metáforas pode ser uma arma voltada contra si. Portanto, devemos seguir com *uma abordagem pluralista* ao examinar os argumentos de ambas correntes de pensamento econômico a respeito da política monetária: se ela é *um instrumento de destruição* tão poderoso que seu uso deve ser limitado ou se é *um meio de alavancagem* tão frágil que a “tese do dinheiro barato” deve ser descartada.



Vamos, neste capítulo, num nível um pouco mais abstrato do que o tratamento a ser dado nos capítulos posteriores, apresentar a polêmica sobre a melhor condução da política monetária. Ela deve se pautar pelo *controle geral da oferta de moeda*, como uma *regra* para o comportamento das autoridades monetárias, ou pela adoção de uma *política monetário-creditícia discricionária*, fruto do *arbítrio* da direção do banco central?

No caso da adoção do *controle geral da oferta de moeda como regra*, vamos, inicialmente, apresentar a crítica de Friedman à hegemonia da política econômica keynesiana através de seus critérios de avaliação da política monetária. Examinaremos os limites da política monetária discricionária de ativismo da demanda e o que a política monetária pode fazer, segundo os monetaristas. Em seguida, veremos o seu programa para a estabilidade monetária: uma regra estável, para o crescimento da oferta de moeda.

Tratando da *política monetário-creditícia discricionária*, apresentaremos os limites da política monetária através de regra, segundo a visão keynesiana, e a proposta de sua alternativa: a adoção de uma política monetária *acomodacionista* e uma política financeira *discricionária*. Na realidade, os pós-keynesianos advogam a necessidade de uma política econômica abrangente.

Examinaremos, também, a abordagem novo-clássica defensora da condução de uma política monetária com credibilidade.

Correlacionado com esse debate, está a discussão a respeito dos limites da atuação do banco central. Para examiná-los, vamos apresentar as funções correntes de um banco central, discutir qual é sua função prioritária (emprestador em última instância ou controlador da inflação) e, brevemente, nos posicionar em relação à questão da sua independência.

## 9.2. Controle geral da oferta de moeda como regra

O discurso de Friedman, pronunciado no 8º Encontro Anual da *American Economic Association*, em Washington, DC, 29 de dezembro de 1967, tornou-se um clássico da história do pensamento econômico<sup>116</sup>. Nele, ele critica a hegemonia da política econômica keynesiana. Temos de considerar o contexto da exposição sobre o papel da política monetária por Friedman, em que, de fato, havia uma hegemonia intelectual dos seguidores dessa política, na equipe econômica do governo norte-americano. A primazia era a promoção do pleno emprego; a prevenção da inflação era um objetivo secundário.

Friedman, nesse discurso, destaca os limites da política monetária discricionária de ativismo da demanda. Argumenta que a autoridade monetária não pode usar seu controle sobre *quantidades nominais*, para fixar - em nível predeterminado *a priori* - qualquer *quantidade real*: a taxa de juros real, a taxa de desemprego, o nível da renda nacional real, e/ou a quantidade de moeda real.

Não nega a evidência empírica que a política monetária pode e deve ter efeitos importantes sobre essas magnitudes reais. No curto prazo, a política keynesiana de ativismo da demanda provoca algum impacto sobre o emprego e o produto real - a moeda é "não-neutra". Entretanto, ela se neutraliza, no longo prazo – isto é, dado o tempo necessário para os agentes se informarem perfeitamente com os sinais de mercado -, as variações da demanda agregada acabam sendo absorvidas somente por variações no nível geral dos preços.

O *efeito real* da política monetária expansionista ocorre, segundo Friedman, somente enquanto houver “**ilusão monetária**” – imperfeições no canal de informações que possibilitam enganos quanto ao futuro, devido à defasagem de percepção entre os agentes econômicos sobre as variações de *preços relativos* e as do *nível geral de preços*, e/ou as *variações nominais* e as *reais*.

Na realidade, a prevalência de longos hiatos temporais - na resposta do gasto e dos preços às variações na oferta de moeda, e, em menor extensão, na resposta dos condutores da política monetária às mudanças na economia -, tende a converter os *esforços discricionários estabilizadores* em *desestabilizantes*. As defasagens das medidas monetárias podem constituir-se em fator desestabilizador da economia (que já teria se alterado), quando começam a surtir efeitos.

As **principais defasagens** apontadas são:

1. **Defasagens de reconhecimento:** de percepção e interpretação, considerando o tempo que ocorre entre a coleta de dados e a capacidade de analisá-los;
2. **Defasagens administrativas:** de tomada de decisão, em que leva em conta o grau de centralização e considerações extra-econômicas;
3. **Defasagens de implementação:** o tempo necessário para implementação de novas políticas, ou seja, fazer a regulamentação, a difusão e os esclarecimentos necessários;
4. **Defasagens de impacto:** de efeito macroeconômico, ou seja, o tempo necessário para que novas políticas afetem a economia através da mudança de expectativas e do ajuste de portfólios dos agentes econômicos.

Considerando essas defasagens, numa reação contra o keynesianismo simplista, é elaborada a crítica à deficiência da política de "dinheiro barato". A evidência empírica, segundo Friedman, revelava que *baixas taxas de juros* eram um sinal que *a política monetária estava sendo contracionista* – no sentido que a quantidade de moeda estava crescendo lentamente –; *altas taxas de juros*, por sua vez, eram um sinal que *a política monetária estava sendo expansionista* - no sentido que a quantidade de moeda estava crescendo mais rapidamente do que o nível da produção.

A autoridade monetária poderia assegurar *baixas taxas de juros*

oposta, num aparente paradoxo, através de seu engajamento numa *política monetária deflacionista*. Isto porque as *altas taxas de juros nominais* correspondiam a uma *política inflacionária*, com um movimento, anterior, em direção oposta, no sentido de queda das taxas de juros.

**Crítérios de avaliação da política monetária, segundo Friedman:**

1. **estado do emprego:** a autoridade monetária não pode saber qual é a *taxa natural* - seja de juros, seja de desemprego - em função de sua instabilidade dinâmica. Portanto, não pode fixar a *taxa de mercado*, neste nível, e o emprego não pode ser um critério para a política monetária.
2. **condições do mercado monetário:** se a autoridade monetária responder a todas variações das *taxas de mercado*, colocará em encadeamento efeitos de longo prazo, que farão o ritmo de crescimento monetário aleatório, e gerará instabilidade.
3. **taxa de juros nominal:** considerações a respeito da diferença entre as conseqüências *imediatas* e as *atrasadas* de uma determinada política explicam também porque as *taxas de juros nominais* são um mal indicador de se a política monetária é "contracionista" ou "expansionista".
4. **taxa de câmbio:** estabelecida unilateralmente, na ausência de coordenação de políticas macroeconômicas dos principais bancos centrais, a taxa de câmbio é um guia indesejado;
5. **taxa de inflação:** a ligação entre a ação da autoridade monetária e o nível de preços, embora ocorrendo, é *mais indireta* que a ligação entre as decisões políticas dela e qualquer dos vários agregados monetários.
6. **quantidade de moeda:** a defasagem temporal e a magnitude do efeito são muito mais favoráveis a este último indicador; logo, **a evolução de um agregado monetário é o melhor guia para a política monetária.**

A *Currency School*, no século XIX, também alegou que as ações do Banco da Inglaterra acentuaram, mais do que aliviaram, os distúrbios econômicos. Quando esse banco central, finalmente, decidia aplicar políticas restritivas para colocar um obstáculo à perda de ouro (lastro monetário), estas ações políticas tendiam *coincidir com e exacerbar* os pânicos financeiros e as crises de carência de liquidez que, inevitavelmente, surgiam, nos períodos seguintes aos de excesso de crédito e moeda. Assim, seus argumentos renunciaram, em mais de 100 anos, a doutrina de Friedman.

Essa análise poderia ser traduzida também, diretamente, em termos wicksellianos a respeito da discrepância entre as taxas de juros *natural* e *de mercado*. No entanto, a autoridade monetária não pode saber qual é a *taxa natural*. Esta varia de tempo em tempo. O problema básico é que sempre que a autoridade monetária acha que conhece a *taxa "natural"*, e tenta fixar a *taxa de mercado* neste nível, este não seria conduzido pela política determinada. A *taxa "de mercado"* se afasta da *taxa natural* por razões outras do que não a da

A conclusão geral de Friedman é: "A autoridade monetária controla quantidades nominais - diretamente, a quantidade de seu próprio passivo. Em princípio, ela pode usar deste controle para *fixar uma quantidade nominal* - o câmbio, o nível de preços, o nível nominal da renda nacional, a quantidade de moeda por uma ou outra definição - ou *fixar a taxa de variação numa quantidade nominal* - a taxa cambial, a taxa de inflação ou deflação, a taxa de crescimento ou declínio na renda nacional nominal, a taxa de crescimento da quantidade da moeda. *Não pode usar seu controle sobre quantidades nominais para fixar uma quantidade real* - a taxa de juros real, a taxa de desemprego, o nível da renda nacional real, a quantidade de moeda real, a taxa de crescimento real da renda nacional, ou a taxa de crescimento real da quantidade de moeda"<sup>117</sup>.

A política monetária não pode fixar essas magnitudes reais em níveis predeterminados *a priori*, mas ela pode e deve ter efeitos importantes sobre estas magnitudes reais. Uma coisa não é inconsistente com a outra. A conclusão de Friedman a respeito desse ponto é: "há sempre um *trade-off* temporário entre inflação e desemprego; não é um *trade-off* permanente".

**O que a política monetária pode fazer, segundo Friedman:**

- 1. prevenir a própria moeda de ser uma fonte maior de distúrbio econômico.**
2. providenciar um *background* estável para a economia, em que os agentes econômicos podem se comportar com plena confiança que o nível geral dos preços procederá de maneira conhecida, no futuro, com o cumprimento de uma programação monetária.
3. contrabalançar distúrbios maiores no sistema econômico, surgidos de outras fontes, por exemplo, de um déficit público, ajudando a prevenir a ameaça inflacionária com uma taxa de crescimento monetário mais lenta do que seria desejado para sancionar as necessidades provocadas por aumento no nível geral de preços.

Dessas suas considerações, surge o *Programa para a Estabilidade Monetária* através do estabelecimento de uma regra para o crescimento da oferta de moeda. A autoridade monetária guiará a si própria por uma magnitude que pode controlar, e não por outras fora de seu controle direto, por exemplo, as taxas de juros e as taxas de desemprego correntes.

A autoridade monetária deve abster-se de abruptas oscilações na política: ela falha em não tolerar o diferimento entre as suas ações e os efeitos subsequentes sobre a economia. Ela tende a determinar suas decisões pelas condições presentes, mas elas afetarão a economia somente no futuro indeterminado: 6 ou 9 ou 20 ou 50 meses após. Devido às defasagens, muitas vezes, sente impelida a contrair ou expandir a oferta de moeda, o que pode ser desastroso.

Portanto, a autoridade monetária deve evitar tais oscilações adotando, publicamente, *a política de atingir uma taxa de crescimento estável num agregado monetário específico*: seria melhor ter uma taxa fixa que produzisse moderadas inflação ou deflação, desde que fossem estáveis, que passar por amplas e erráticas perturbações. Deve seguir com persistência essa meta.

A maior contribuição que a autoridade monetária poderia dar, segundo Friedman, seria através da **adoção de uma política monetária estável**: *não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado*.

Os modelos monetaristas se omitem a respeito de como os *policy-makers* podem se manter impassíveis face aos distúrbios estocásticos de vários tipos, muitos não diretamente observados. Eles produzem surpresas nas variáveis observadas e deslocam o ritmo da economia do pretendido e esperado curso.

Os **distúrbios relevantes para a política monetária** tomam diferentes formas:

1. **surpresas na demanda real agregada** - consumo, investimento, exportações líquidas;
2. **mudanças de portfólios**, especialmente aquelas que afetam demandas por base monetária, reservas bancárias e a demanda líquida por ativos monetários estrangeiros;
3. **choques de preços de oferta**, por exemplo, movimentos inesperados nos salários nominais, ou na produtividade do trabalho, ou nos preços das importações.

A **operação da política monetária**, de acordo com o credo monetarista, acaba sendo *recessiva*.

Os **canais de transmissão à economia dos objetivos da política monetária** são:

1. a **contração do crédito de curto prazo** impede às empresas de contratar fatores aos preços *correntes* (ou *esperados*, se subsistem expectativas inflacionárias); o provocado excesso de oferta de fatores é um estímulo à redução ou à manutenção de seus preços, sufocando pressões altistas.
2. a **redução do nível de atividades** força as firmas a adotarem estratégias de expansão de mercados, via promoções ou liquidações, para fazer frente aos compromissos contratados; a ação da política monetária é demorada, devido à necessidade de persuadir os agentes econômicos a mudarem suas estratégias.

As autoridades monetárias adquirem *credibilidade* com a própria manutenção da política contracionista, acima das pressões políticas para mudá-la. O equilíbrio fiscal é relevante para que elas não se vejam forçadas a

**monetarista**, a inflação é reduzida pela diminuição do crescimento da oferta monetária: se isso causa ou não uma recessão depende muito da *credibilidade na mudança de regime monetário*, para que todos os agentes que fixam preços e salários ajustem seu comportamento.

### 9.3. Política monetário-creditícia discricionária

Há limites na política monetária que é conduzida através de *regra*. O principal obstáculo é *político*. Não se pode falar de uma política *tecnicamente viável* se ela não é *politicamente sustentável* a tempo de dar resultados positivos, devido à reação social, provocada por seus pesados ônus imediatos.

Alguns economistas keynesianos pensam que a recomendação convencional de política econômica para se contrapor à inflação através de medidas monetárias ou fiscais, de regulação de demanda agregada, pode, em princípio, funcionar. Porém, como a opinião pública acha que o governo detém tanto a capacidade como a responsabilidade de evitar o desemprego massivo, o ônus social desta política recessiva, normalmente, impede a sua sobrevivência política, num regime democrático.

Salta à vista **os limites da aplicação da teoria convencional da política monetária**: *política* não é uma *teoria*, mas sim uma *prática* sujeita a limitações operacionais e de interesses. É paradoxal defender uma contradição em seus próprios termos: uma *política monetária* que é *teoricamente eficaz*, mas *politicamente inviável*...

A gestão do valor da moeda implica em redirecionamento da riqueza individual. Todas as políticas de estabilização têm fortes implicações sobre a distribuição de rendas e, portanto, sem um consenso social prévio a respeito das rendas relativas justas - o que depende de articulação política - todas (inclusive a política monetária) provocam fortes reações dos grupos prejudicados.

O problema da adoção de algum tipo de *política de rendas* é também a limitação temporal, ou seja, funcionar durante um prazo longo sem agravar distorções. O controle governamental de preços e salários interfere nos processos de alocação de recursos via mercado. Por isso, combiná-lo com uma *política fiscal* arbitrada através da negociação política eleva as chances de sucesso, a curto prazo.

A *coordenação* é essencial numa economia em que decisões de formação de preços são descentralizadas. Se o agente típico não acreditar, realmente, que o governo adotará, permanentemente, uma postura de combate à inflação, então todos atuarão de maneira defensiva: a prudência na determinação de preços finais não recomendaria adotar a liderança em estancar seus aumentos, sempre que exista a possibilidade de aumento de preços de seus insumos e/ou serviços consumidos.

A saída para esse impasse é a justificativa para adoção de uma *política de rendas* e não coordenar somente através da contração do mercado, via *política monetária*. Aquela política indica a cada agente como os outros participantes jogarão, afastando custos elevados em um jogo antagônico, sem cooperação e com informações incompletas. Isto não significa que se deve abandonar totalmente as políticas monetária e fiscal, pois a estabilidade de preços, para ser preservada, exige disciplina na demanda agregada.

A razão final para preferir (ou privilegiar) uma *política de rendas* à uma *política de demanda* – um controle monetário geral que provoca recessão e desemprego ao não permitir o mercado sancionar aumentos de preços relativos - é que ela justamente pode ser calibrada com certa flexibilidade, em diferentes setores e ao longo do tempo. Pode evoluir, gradualmente, de preços *congelados* a preços *administrados*, desde que os vários preços estejam relativamente alinhados de maneira sustentável.

Portanto, *políticas de renda*, com todas suas ineficiências alocacionais, podem ser um modo muito menos custoso de obter segurança sem a recessão que provoca um considerável custo social, para diminuir a inflação e, principalmente, a memória inflacionária. Construindo, sobre esta base, *políticas fiscal e monetária expansionistas* - apoiadas por uma informal *política de renda* na forma de sinalizadores (reguladores) para preços e salários -, seria bem sucedida a recuperação.

Porém, vários economistas (inclusive keynesianos) tentam mostrar que a operação eficaz da política monetária é viável no combate à inflação. Pelo fato da *política monetária* persuadir os agentes pela imposição de perdas - de renda e emprego -, em princípio, os keynesianos pugnam preferencialmente pela adoção de *políticas de rendas*. Mas, se a alternativa da política de renda falha, por falta de disposição política dos atores sociais relevantes em proceder aos entendimentos necessários, não há alternativa - segundo esta visão - senão a adoção de política monetária contracionista, com seu pesado custo social, na medida em que opera pela distribuição de estímulos e penalidades.

Estes keynesianos reconhecem que, se aplicada em grau suficiente, a política monetária poderia conduzir à estabilização: a relutância deles no uso de política monetária se apóia no seu custo social e não na sua inocuidade econômica. A adoção de política monetária contracionista, segundo o argumento desses economistas, não seria razão suficiente para se classificar uma condução de política econômica de monetarista ou keynesiana.

A **abordagem pós-keynesiana** pondera o poder dos bancos centrais em buscar *a estabilidade dos preços*. O papel primário para a política monetária é promover *a estabilidade do mercado financeiro*.

A técnica de controle monetário em si mesma pode alterar a confiança - se, por exemplo, as autoridades monetárias retiram a facilidade de empréstador em última instância, então geram uma quebra na confiança nos bancos. A confiança nos preços dos ativos requer uma ausência de volatilidade nas taxas de juros e nas condições gerais do crédito.

A oferta de moeda não é aquela que a autoridade monetária quiser, pois **as ações do banco central estão condicionadas:**

1. às **práticas de política monetária e cambial de países hegemônicos**, no sistema monetário mundial;
2. ao que se convencionou chamar de **globalização financeira**;
3. às **práticas financeiras nacionais**, acomodando a oferta de moeda endógena, derivada das inovações financeiras, resultantes das relações entre os bancos e os seus clientes;
4. à **interdependência das políticas macroeconômicas**, através da fixação da taxa de juros e da taxa de câmbio, de maneira complementar à política fiscal e à de rendas.

Face às dimensões internacionais das políticas monetárias, num mundo com taxas de câmbio flutuantes, passa a ser reconhecida a necessidade de coordenação das estratégias macroeconômicas e monetárias. Os pós-keynesianos alertam para a necessidade de uma política econômica abrangente. A coordenação via políticas de renda, numa economia em que decisões de formação de preços são descentralizadas, pode ter menor custo social, para reverter a memória inflacionária.

O desempenho macroeconômico real também tem peso nas decisões de política monetária. Esta atua na acomodação ou promoção da recuperação, seja por razão política, seja razão econômica: o alto desemprego e o excesso de capacidade, permanentemente, são "prêmios de seguros" custosos, e auto frustrantes, no longo prazo, com o mesmo problema de reconciliação de estabilidade de preços e prosperidade reaparecendo, só que em um nível mais baixo de emprego.

As autoridades monetárias não devem, nem podem, escapar da responsabilidade por resultados macroeconômicos reais. Uma razão é *política*: bancos centrais não podem desprezar objetivos altamente valorizados pelas sociedades às quais servem. Outra razão é *econômica*: a dicotomia entre as operações políticas com fins *reais* e as com fins *nominais*, cujos instrumentos monetários são classificados como puramente nominais, não é válida teórica ou empiricamente, ao contrário do que, como vimos, diz Friedman: "a política monetária não pode fixar variáveis reais como desemprego e taxas de juros reais e não deveria tentar". Se "fixar" significa procurar obter um particular valor nominal imutável para sempre, ninguém deve procurar fixar; mas fixação permanente do desemprego é uma coisa, ter em conta o estado do mercado de trabalho é, completamente, outra: tentar abaixar o desemprego em algumas circunstâncias, elevar em outras, não é fixar. Os bancos centrais não podem esperar por vida fácil administrando regras mecânicas, independentemente das condições econômicas vigentes e prospectivas.

O controle regulatório sobre as instituições financeiras - com exigências de margens de segurança, restrições às inovações financeiras, obrigações de



exercido. Seria uma tentativa de coordenar a alocação do crédito com o investimento planejado, através de incentivos mercantis, diretivas ou mesmo intervenção direta.

A **proposta pós-keynesiana** seria de se adotar *uma política monetária acomodacionista* em conjunto com *uma política financeira discricionária*. Sua **receita de política monetária** seria de adotar uma atitude passiva quanto à oferta de moeda, porém com rígido controle institucional e/ou fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos.

A necessidade de uma *política monetário-creditícia* deriva-se diretamente da ineficácia da *política monetária convencional* - buscando "soluções de mercado" via controle monetário geral. Isto ocorre, particularmente, em função da alteração da velocidade de circulação da moeda, devido às inovações financeiras, por exemplo, através da técnica bancária de "administração do passivo".

Uma **política monetária alternativa** se pautaria por usar *controles financeiros seletivos* (sob critério de prioridade setorial), para influenciar a alocação do crédito. Entre outros **instrumentos**, sugere:

1. **a proposta de reserva dual** - parte em depósito compulsório, parte em crédito seletivo;
2. **a proposta de reserva suplementar** - na qual se obriga a reter certa proporção das reservas sob forma de títulos de desenvolvimento econômico;
3. **a proposta de reserva de ativo** - que desloca a exigência de reserva do lado passivo para o lado ativo do balanço, através de uma carteira de ativos financeiros regulamentada.

Recentemente, na atual globalização competitiva, argumenta-se que as empresas precisam gerar lucro mediante o aumento da eficiência, e não dos preços. Em contrapartida, o papel de contenção dos preços é desempenhado pela competição internacional e pela reorganização das empresas, e não pelo custo do dinheiro, via política monetária contracionista.

Seguindo esse argumento, se faz uma crítica à *paranóia antinflacionária* de alguns bancos centrais. O esforço para chegar à *inflação zero* envolveria um *índice de sacrifício* – um prolongado período de desemprego alto e capacidade ociosa – muito mais dispendioso do que os ganhos provenientes da estabilidade de preços. Inclusive, alegam alguns economistas novos-keynesianos, os trabalhadores relutam muito mais em aceitar uma redução explícita de seus salários do que o aumento nominal dos salários aquém da inflação. É inaceitável uma rigidez à baixa nominal dos salários. Portanto, o esforço para chegar a uma taxa de inflação muito baixa, se bem sucedido, acaba emperrando a flexibilidade dos salários reais. Nesta circunstância, aumenta a taxa de desemprego, a longo prazo.

#### 9.4. Condução da política monetária com credibilidade

Segundo o **modelo novo-clássico**, a política monetária só pode ter efeito real se tomar os agentes de surpresa. A *política monetária discricionária de ativismo de demanda* teria sucesso contra o desemprego somente no curto prazo. A *política monetária estável* não interfere nas condições de equilíbrio com taxa natural de desemprego.

Na trilha da doutrina monetarista, segundo a qual a inflação persistente é um fenômeno monetário, tem se buscado razões para acréscimos persistentes no estoque monetário. Isso leva a uma investigação sobre *as motivações e restrições dos bancos centrais*, que conduzem a política monetária.

As teorias do comportamento do banco central partem da noção de **credibilidade política**: a capacidade dos condutores da política monetária alcançarem seus futuros objetivos depende das expectativas inflacionárias do público. Estas dependem, por sua vez, da avaliação pública da credibilidade dos condutores da política monetária.

A literatura teórica novoclássica define **credibilidade** como o grau de confiança do público que uma mudança na política tomou lugar quando, de fato, tal mudança realmente ocorreu. Para ter **credibilidade**, uma política deve ser *consistente*, a cada estágio, com a informação pública a respeito dos objetivos e restrições enfrentadas pelo banco central. O público não acreditará numa política anunciada se sabe que ela é incompatível com os objetivos correntes dos seus condutores.

A **credibilidade** pode ser concebida como a velocidade com a qual o público reconhece que uma mudança nos objetivos dos condutores de política monetária está efetivamente ocorrendo. Este conceito de **credibilidade** parece apropriado quando a política é discricionária e os objetivos dos condutores (conhecidos somente por eles) estão em constante fluxo de mudança.

Essa caracterização de credibilidade sob *discrção* (arbítrio) e *informação assimétrica* difere da **credibilidade como reputação**. De acordo com esta última concepção, o fortalecimento do condutor de política monetária depende da probabilidade subjetiva correntemente atribuída ao evento.

A política monetária não é totalmente divorciada do processo político geral, sendo parcialmente sensível aos desejos do Presidente da República, Congresso, comunidade financeira e, periodicamente, algumas outras menos visíveis instituições e grupos. Nesta **abordagem novo-clássica**, o comportamento do banco central em termos de objetivos políticos - *prevenir a inflação* em relação a *estimular a economia* - depende da influência relativa sobre o banco central dos defensores do *pro-estímulo* e dos da *anti-inflação*, no governo e no setor privado.

**A decisão padrão de política monetária é complicada** por duas condições adicionais:

1. o condutor de política monetária, assumidamente, possui **controle imperfeito da oferta de moeda** - o crescimento efetivo da moeda desvia-se, aleatoriamente, do crescimento planejado pela autoridade monetária.
2. o condutor de política monetária possui **incerteza a respeito de seus próprios objetivos futuros**: o ponto importante, sob um ponto de vista monetarista, é que ele pode prever seus próprios objetivos incertos no futuro, quando escolhe a taxa corrente de crescimento monetário.

Essa incerteza eleva-se porque não sabe, correntemente, com certeza, que futuro balanço *ótimo* ele terá, entre pressões exercidas por vários grupos e instituições. Quanto mais estável o quadro político-social subjacente, menor será a incerteza.

A *baixa credibilidade* e a *ambigüidade*, na especificação dos objetivos pelos banco central, podem ser, em alguns casos, deliberadas: o condutor da política monetária pode achar vantajoso escolher procedimentos de controle que tornam lento o reconhecimento público de mudanças nos seus objetivos. A ambigüidade maior provê o condutor com maior controle, no tempo, de *surpresas monetárias*. Quando há maior ambigüidade a respeito da política monetária, pode-se criar maior *surpresa positiva*, quando se cuida mais do estímulo ao crescimento econômico, e deixar as inevitáveis *surpresas negativas* para períodos nos quais se está relativamente mais preocupado com a inflação.

A **análise econômica tradicional** geralmente tem tratado o comportamento dos condutores de política monetária como determinado de maneira *exógena*. Em contraste, a **literatura recente** sobre este tema enfoca, explicitamente, como os motivos, as restrições e a informação dos *policymakers* e do público determinam os resultados da política monetária.

Uma tendência inflacionária, segundo a **abordagem novo-clássica**, é criada por interações entre a equipe econômica governamental e o público. Os **modelos utilizando abordagem política** parecem melhor equipados do que os **modelos monetaristas**, para explicar porque a preferência das autoridades monetárias pela ambigüidade nos anúncios públicos da política monetária e porque há largas flutuações nas taxas correntes de crescimento monetário e inflação. Como vimos, **outros modelos – pós-keynesianos e institucionalistas** – apareceram também, para combinar, explicitamente, alguma interação entre o comportamento político, as instituições, e a política econômica.

Vamos, agora, como essa literatura recente trata um polêmico tema político, institucional e econômico-financeiro: a questão da independência do banco central.

## 9.5. Independência do banco central

Apresentamos, em vários capítulos, a tese de que o poder do banco central manipular o mercado não é ilimitado. Nos extremos da escala, está circunscrito pelas forças fundamentais do custo do *funding*, do lucro (inclusive a produtividade), da arbitragem, dos fluxos e saldos cambiais, etc.. Há *fundamentos* – entre outros, a paridade das taxa de juros, a paridade dos poder de compra, o nível de atividade econômica – que colocam limites aos movimentos das variáveis controladas pelo banco central.

Entre esses limites, no entanto, permanece uma área de indeterminação, devido à descoordenação do sistema, que provoca seu estado de incerteza. Os fatores especulativos erráticos, derivados do livre jogo das expectativas a curto prazo, dão margem para o banco central influir nas ditas expectativas incertas. A sinalização de *preços básicos*, para o mercado, permite uma certa coordenação, à medida que arrasta consigo a opinião do mercado, e acaba influenciando, indiretamente, os *preços de mercado* dos ativos financeiros.

Portanto, apresentar **os limites da atuação do banco central** é discutir sua capacidade de determinação de *preços básicos* (juros e câmbio) e *estoques nominais de moeda*.

As **funções de um banco central** são:

1. **banco do governo:** agente de financiamento do governo, o que coloca um limite para a taxa de juros;
2. **banco dos bancos:** prestador em última instância, o que é um fator expansionista do estoque nominal de moeda;
3. **banco fiscalizador:** supervisor do cumprimento da regulamentação do sistema financeiro nacional, visando a estabilidade sistêmica;
4. **banco de câmbio:** protetor dos valores de troca entre a moeda nacional e a moeda estrangeira, estabilizando (ou não) a taxa de câmbio;
5. **banco controlador da oferta de moeda interna e dos termos de financiamento:** busca cumprir a meta da programação monetária.

Há, no tempo, uma redefinição da **função prioritária** do banco central. Historicamente, predominou seu papel como *banco do governo* e *banco dos bancos*. Mas, na **era keynesiana**, cabia ao banco central fazer a política monetária acomodar-se à política fiscal, oferecendo maior liquidez e cobrando menores juros, para favorecer o crescimento econômico. Na **era monetarista**, cabia ao banco central evitar a política discricionária de ativismo de demanda, seguindo uma programação monetária. Finalmente, na **era contemporânea**, a prioridade deixa de ser atingir a *meta monetária*, para ser, diretamente, alcançar o *objetivo inflacionário* prefixado. Dessa forma, subordina a política

fiscal à menor expansão de liquidez e à maior taxa de juros, para combater a inflação.

Função prioritária do banco central:	
<b>Zelar pela confiança no sistema financeiro?</b>	<b>Zelar pela confiança no valor da moeda?</b>
➤ <b>emprestador em última instância.</b>	➤ <b>controlador da inflação.</b>

Uma polêmica contemporânea ocorre a respeito da tese em defesa de que *o banco central deve ser independente para cumprir o objetivo em relação à inflação*. Adversários dessa posição acham que *quem deve definir o objetivo da política econômica não é o banco central, mas sim o governo eleito*.

Os defensores da **tese da independência** advogam que *o banco central deve ter autonomia operacional* - mandatos que o livrem de pressão política -, para executar sua tarefa com eficiência.

Na discussão sobre a independência do banco central, é comum, por uma lado, entre os **políticos**, encontrar a crítica à criação de um quarto poder moderador, não eleito, superposto ao executivo, legislativo e judiciário, consagrando o corporativismo de seus funcionários e arriscando a descoordenação entre os vários instrumentos de política econômica. Por outro lado, é comum achar, entre os **economistas ortodoxos**, a opinião de que essa independência é garantia de uma inflação baixa.

Critérios formais da independência do banco central:	
<b>Independência orgânica:</b>	<b>Independência funcional:</b>
Refere-se às relações institucionais entre o Estado e o Banco Central, nas condições tanto de nomeação dos dirigentes quanto de exercício de suas funções.	Compreende a liberdade de ação do banco central, na definição de suas atribuições e objetivos em matéria de política econômica e em termos de obter autonomia financeira própria.

Devemos adotar uma metodologia, para fazer um balanço dos principais argumentos apresentados no debate. No **plano da teoria monetária pura**, é comum, entre os ortodoxos, partir-se da abstração do postulado da *exogeneidade* da oferta de moeda para a defesa da necessidade do banco central independente, incorrendo no “vício ricardiano” de ir, diretamente, da *teoria pura* para a *ação política*, sem nenhuma mediação.

No **plano da teoria aplicada**, a explicação da criação *endógena* da moeda incorpora as instituições e a experiência histórica ao esclarecimento do fenômeno tratado antes como puramente econômico. Historicamente, constata-

um risco sistêmico. Neste caso, uma *política de apoio* a substitui. Assim, um banco central independente também não consegue controlar a quantidade de moeda em circulação efetiva. Esta depende das reações dos agentes econômicos, decidindo ativar a *quase-moeda* retida ociosamente ou fazer inovações financeiras fora do controle da autoridade monetária.

Cabe a crítica à **mitologia do padrão-ouro**, pois se não se subordina variáveis prioritárias socialmente, como o nível de renda e de emprego, a *influências incontrolláveis* como a disponibilidade de ouro, quanto mais a *instituições controláveis*, criadas pela ação política. Da mesma forma, merece reparo o **mito do Bundesbank**, pretensamente tido como o maior banco central independente e guardião da doutrina monetarista. Ele é, antes de tudo, *pragmático*: adota adaptabilidade para sua programação monetária, não seguindo inflexivelmente uma regra.

Buscar evidências empíricas – calculando inclusive “índices da independência do banco central (IBC)”<sup>118</sup> - não resolve a polêmica de uma maneira científica. *Correlação não é causalidade*: as duas variáveis correlacionadas – o **IBC** e qualquer outro agregado macroeconômico - podem ser resultantes de um terceiro fator, indicando *espuriidade*.

A questão da independência do banco central está mais afeita ao **plano da ação da política econômica**: não há limitação física, regulamentar ou institucional qualquer que, nas crises inflacionárias graves, coloque obstáculos à ação discricionária. Na realidade, o debate *regra versus política discricionária* é a respeito de quanto de autoridade deve ser delegada ao formulador de política monetária. Nesse sentido, Friedman afirma que “a proposta do banco central independente não é a proposta monetarista”. Isto é por que ele é contra o arbítrio colocado à disposição da diretoria de um banco central independente. Os monetaristas reconhecem que o que acontece, nessa realidade, é a endogeneidade da oferta de moeda, devido à prática de fixação dos juros. O banco central torna-se, então, independente; no entanto, continua sem atingir a meta monetária.

A recente política brasileira de estabilização inflacionária demonstrou que um banco central independente não é *nem condição necessária nem suficiente*, para combater a inflação. Para o sucesso dessa política, houve necessidade de uma política macroeconômica abrangente e coordenada - envolvendo política de abertura comercial, política fiscal, política de rendas, política cambial e política de juros -, em condições internacionais propícias ao acúmulo de reservas internacionais e à sobrevalorização da taxa de câmbio. A independência do banco central também não teria conseguido controlar a *endogeneidade* da oferta de moeda, ou seja, a remonetização, determinada pela nova demanda por moeda dos agentes econômicos, nas condições de estabilidade inflacionária.

<sup>118</sup> CUKIERMAN, Alex. A economia do banco central. *Revista Brasileira de Economia*. RJ, 50 (4): 399-422. out./dez. 1998.

Deve-se reconhecer que **o verdadeiro objetivo dos defensores de dar independência ao Banco Central do Brasil**, hoje, é traçar uma separação institucional entre:

1. os que decidem sobre a emissão monetária;
2. os que executam a decisão sobre o gasto público;
3. os que decidem sobre os gastos públicos.

Como a reforma fiscal, aumentando a progressividade da carga tributária, e a reforma do mecanismo de financiamento do setor público implicam num *crowding out* que os liberais brasileiros não aceitam, eles vendem a ideia, para a opinião pública, de que o banco central independente impediria o financiamento monetário dos gastos públicos, seja obrigando o governo a cortá-los, seja impedindo o aumento de impostos. Por esta ser uma “medida impopular”, conseguem convencer a muitos incautos. Os cidadãos bem informados devem estar alertas para o risco da independência do banco central em relação ao governo levar a sua “privatização”, ou seja, à total subordinação aos interesses privados do mercado.

**Leitura adicional recomendada:**

FRIEDMAN, M. (*The Goals and Criteria of Monetary Policy*); FRIEDMAN, M. (*The Role of Monetary Policy\**); BRUNNER, K. (*The Role of Money and Monetary Policy*); MAYER, T. (*The Problem of Lags*); MELTZER, A. (*Controlling Money*); ANDERSEN, L. & JORDAN, J. (*Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization*); CUKIERMAN, A. (*Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments*). in CHRYSTAL, K. Alec (ed.). Monetarism. London, Edward Elgar, 1990.

\*FRIEDMAN, Milton (1968). O Papel da Política Monetária. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos da economia 2. SP, Atica, 1997. pp. 254-270.

**Comentário:** Todos esses são trabalhos antológicos a respeito da doutrina monetarista e de sua derivação novo-clássica sobre a política monetária.

ROUSSEAS, S.. Post-keynesian Monetary Economics. NY, M. E. Sharpe, 1986. Cap. 6 (*The policy implications of post keynesian monetary theory*).

**Comentário:** Rouseas avança uma série de propostas de política monetária, envolvendo várias restrições ou requerimentos sobre o lado dos ativos dos bancos comerciais, classificando-os de controles seletivos.

LAVOIE, Marc. *Monetary policy in an economy with endogenous credit money*. in DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. NY, St. Martins Press, 1996.

**Comentário:** O objetivo desse capítulo é resenhar o que já se escreveu sobre política monetária sob um ponto-de-vista pós-keynesiano.

CUKIERMAN, Alex. A economia do banco central. Revista Brasileira de Economia. RJ, 50 (4): 389-426, out-dez 1996.

**Comentário:** Este artigo faz um amplo levantamento da evolução ocorrida na pesquisa teórica e empírica sobre a independência do banco central, seu grau, interação com o governo e o efeito dessa independência sobre a economia, sob o ponto-de-vista de um defensor dessa medida.

CARVALHO, F.C.. A independência do banco central e a disciplina monetária: observações céticas. Revista de Economia Política 60. SP, Vol. , nº 4, out-dez 1995.

**Comentário:** É a exposição de um ponto-de-vista pós-keynesiano sobre a questão da independência do banco central.



**Resumo:**

1. Examinamos a condução de uma política monetária de acordo com a abordagem monetarista de cumprir uma *regra*, a abordagem pós-keynesiana de adotar a *discricionariedade*, a abordagem novo-clássica de seu anúncio ter *credibilidade*.
2. Verificamos os limites de cada instrumento de avaliação da condução de uma política monetária: taxa de desemprego, taxa de juros de mercado, taxa de juros nominais, taxa de câmbio, taxa de inflação, taxa de crescimento de um agregado monetário; Friedman adota este último como o melhor indicador do comportamento do banco central.
3. A política monetária de *regra* busca atingir uma taxa de crescimento estável num agregado monetário, para não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado; a política monetária de *arbítrio* propõe uma atitude passiva quanto à oferta de moeda, porém com rígida fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos e/ou controles financeiros seletivos.
4. Os modelos novos-clássicos com *abordagem política* parecem melhor equipados do que os modelos monetaristas, para explicar porque a preferência das autoridades monetárias pela ambiguidade nos anúncios públicos da política monetária e porque há largas flutuações nas taxas correntes de crescimento monetário e inflação. Como vimos, outros modelos – pós-keynesianos e institucionalistas – apareceram também, para combinar, explicitamente, alguma interação entre o comportamento político, as instituições, e a política econômica.
5. Na questão da independência do banco central, é um *falso problema* o do controle da quantidade de moeda; o *verdadeiro problema* é o do financiamento do gasto público. Portanto, a questão fundamental é *política*, pois cabe ao Poder Executivo executar as decisões de gastos, aprovadas pelo Poder Legislativo, *com* ou *sem* a autonomia do banco central, e está relacionada à necessidade de uma reforma fiscal.

## CAPÍTULO 10

### OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA E FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS<sup>119</sup>

*“Um economista é aquele que vê alguém trabalhando na prática e pergunta se ele não poderia trabalhar teoricamente”.*

#### 10.1. Introdução

Reconhece-se, geralmente, que a política monetária exerce, no curto prazo, via taxa de juros, efeito sobre as decisões de gasto e sobre os preços dos ativos em geral. Contudo, o Banco Central, enquanto seu executor, opera sobre variáveis bastantes restritas em face da magnitude das variáveis financeiras que ele procura influenciar. Esse aparente paradoxo entre a importância de sua missão e a limitada escala de suas operações, coloca-nos a seguinte pergunta: *de onde se origina o poder do Banco Central para fazer política monetária?* Este capítulo buscará a resposta a essa questão no plano da operacionalidade da política monetária e da formação da taxa de juros.

É freqüente vermos em estatutos de Bancos Centrais a estabilidade dos preços como meta final a ser buscada<sup>120</sup>. Entretanto, como tal *variável-objetivo* foge de seu controle direto, são eleitas *metas intermediárias* para algum agregado monetário supostamente controlável e que guarde alguma relação de influência sobre a *meta final*. Se essa relação for estável e previsível, metas operacionais que assegurem o cumprimento da meta intermediária levarão, indiretamente, à consecução dos objetivos últimos da política monetária. Em geral, os **objetivos operacionais** recaem sobre o *controle do nível de reservas bancárias* ou sobre a *taxa de juros básica*.

A **reserva bancária** é a conta de *depósito em espécie* que todos os bancos mantêm no Banco Central. Essa conta tem basicamente **duas finalidades**:

1. registrar e receber os *recolhimentos compulsórios* estabelecidos pelo Banco Central;
2. efetuar a *liquidação e a compensação dos pagamentos e recebimentos entre os bancos*; nesta função, a **reserva bancária** é composta da *moeda das transações interbancárias*, inclusive com o Banco Central.

<sup>119</sup> Baseado na Tese de Doutorado de Marcos José Rodrigues Torres, orientada e sintetizada neste capítulo por Fernando Nogueira da Costa.

<sup>120</sup> Sobre esse ponto veja FERREIRA, C.K.L.; FREITAS, M.C.P. & SCHWABTZ, G. O Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um

Alguns exemplos de **movimentação desses recursos da reserva bancária** são:

- se um banco compra títulos do Banco Central, ele transfere recursos de sua conta de reservas para a conta do Banco Central;
- se, na compensação de cheques, um banco encerra o movimento com superávit em relação a outro, o *banco devedor* transfere recursos de sua conta de reservas para a conta do *banco credor*;
- se um cliente do banco efetua *depósito em espécie*, a conta desse banco é creditada desse valor;
- se um banco solicita empréstimo de liquidez junto ao Banco Central, o crédito do empréstimo é feito em reserva bancária.

Essa maneira convencional de pensar a ação e a transmissão da política monetária é muito semelhante àquela presente na maioria dos livros-textos, podendo ser expressa da seguinte forma:

INSTRUMENTOS → RESERVAS BANCÁRIAS → OFERTA DE MOEDA → PREÇOS E ATIVIDADE ECONÔMICA

Bancos Centrais famosos, como o *Bundesbank*<sup>121</sup>, empenham-se em tornar público seu compromisso com o estabelecimento e cumprimento de metas monetárias. Divulgam programações monetárias e o possível caminho em termos de políticas, para atingi-las. Além disso, montam tabelas para acompanhar a composição e a evolução de agregados monetários e dos principais fatores condicionantes das reservas bancárias: operações externas, operações com o governo, empréstimos aos bancos, etc.. Se a expansão monetária ultrapassa o programado, instrumentos de política monetária são utilizados para recolocá-la em sua trajetória programada.

O que está por trás dessa maneira idealizada de pensar o funcionamento da política monetária é a crença na *exogeneidade da oferta de moeda*. Os meios de pagamento são considerados determinado múltiplo da **base monetária**. Esta é definida como o somatório das reservas bancárias e do saldo do papel moeda em circulação. Este é composto pela moeda manual de curso forçado dos agentes não bancários e do caixa em espécie dos bancos comerciais. A primeira é utilizada para efetuar transações de pequeno porte e o segundo, para honrar os saques dos correntistas, nos caixas dos bancos. Como esses agregados são de pequeno volume e pequena importância para a operacionalidade da política monetária, tomaremos, como simplificação, a definição da base monetária como a própria conta de reservas bancárias.

Em outras palavras, essa conta é, supostamente, variável sujeita a ser plenamente controlada pela autoridade monetária. Note que na passagem das

121

DEUTSCHE BUNDESBANK The Monetary Policy of the Bundesbank

metas *operacionais* (nível de reservas) para as *intermediárias* (agregado monetário) o que está suposto é o modelo de multiplicador monetário. Nessa visão, a **base monetária** é tratada como *conta de resíduo* a partir da seguinte tautologia contábil, extraída do balanço do Banco Central:

BALANÇO DO BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO
Ativos Externos Líquidos	Base Monetária
Empréstimos ao Governo	+Papel Moeda em Circulação
Empréstimos Líquidos aos Bancos	+Reservas Bancárias
Carteira de Títulos	Depósitos do Tesouro Nacional

$$\Delta \text{BASE MONETÁRIA} = \Delta \text{OPERAÇÕES ATIVAS} - \Delta \text{OUTRAS OPERAÇÕES PASSIVAS}$$

Desse modo, como a base monetária, da qual as reservas são o maior componente, é conta de passivo do Banco Central, bastaria que esse controlasse suas *operações ativas* (aplicações de recursos) e seu *passivo não monetário*, para que se efetivasse o pleno controle da disponibilidade de reservas. *Mas essa não é a maneira que o mundo real funciona porque, na prática, o Banco Central não possui controle direto sobre as reservas bancárias.* Ele não pode adicionar reservas bancárias ao sistema a menos que os bancos e o público as desejem.

A implicação disso é que o centro de decisão quanto ao comportamento das principais contas ativas do balanço do Banco Central está fora da alçada deste. Assim, *o único controle que ele tem sobre as reservas bancárias é o indireto, por meio da influência da taxa de juros sobre o plano de gastos dos agentes econômicos.* Isto, por sua vez, provoca impacto sobre a demanda por reservas. *A impossibilidade de estrito controle sobre as reservas bancárias as desqualificam como meta operacional de política monetária.*

A despeito do foco sobre o controle de agregados monetários, *Bancos Centrais no mundo todo conduzem diariamente a política monetária por meio da fixação da taxa de juros em curto prazo.* Essa é, na prática, a variável operacional<sup>122</sup>.

Nesse caso, o Banco Central atua por meio de pressão sobre as reservas bancárias, forçando os bancos a tomarem emprestado a determinada taxa de juros. Essa **taxa básica** ancora as demais taxas de juros, permitindo a transmissão da política monetária, que se inicia no mercado de reservas

<sup>122</sup> KASMAN, Bruce. A Comparison of Monetary Policy Operating Procedures in Six Industrial Countries. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, summer 1992. *Bank for International Settlements (1994)* p.

bancárias, a todo sistema financeiro. É importante ressaltar que a capacidade de criar pressão sobre as reservas bancárias não significa que o Banco Central possua meios para controlá-la, pois se trata de *variável endógena*, sujeita às forças do mercado. O sentido utilizado diz respeito à intensidade com que o Banco Central sanciona a demanda de reservas bancárias.

**INSTRUMENTOS → TAXA DE JUROS BÁSICA → OUTRAS TAXAS DE JUROS → MODIFICA PREÇOS DOS ATIVOS E CUSTO FINANCEIRO → DECISÕES DE GASTO → OFERTA DE MOEDA → BASE MONETÁRIA**

Com base neste mecanismo de transmissão mais realista, retomemos à questão inicial, quanto à origem do poder do Banco Central para fazer política monetária. Se a sua atuação está restrita ao mercado de reservas bancárias, extremamente pequeno diante do volume de transações realizadas no sistema financeiro, qual é a especificidade desse mercado capaz de lhe conferir grande importância? Como os sinais de política monetária emitidos nesse mercado, na forma de uma taxa de juros básica, se difundem por toda a estrutura de taxas de juros do sistema financeiro?

A **execução da política monetária** pode ser desdobrada em dois aspectos, os quais serão objetos de análise, neste capítulo. O primeiro é o **gerenciamento de liquidez** diário, no qual o Banco Central procura contrabalançar os movimentos da liquidez decorrentes das variações autônomas das reservas bancárias. Essa é tarefa fundamentalmente compensatória e de realização no dia-a-dia. Seu objetivo é neutralizar as oscilações da *taxa de juros básica* de curto prazo, decorrentes daquelas variações, preparando o terreno para a sinalização da política monetária em termos da estabilização dessa taxa.

O segundo aspecto é a **sinalização** do rumo da política monetária ao sistema financeiro. Nesse aspecto, o Banco Central procura influenciar a estrutura de taxas de juros da economia por meio de sua *variável operacional*: a *taxa de juros básica*. Essa é a essência de sua tarefa como condutor de política. Aqui seu papel é ativo e a perspectiva temporal é mais dilatada. Há interação estratégica com os demais participantes (bancos), na qual ambos tentam prever qual é o conjunto de expectativas um do outro e, nesse jogo, o Banco Central emite sinais e recebe *feedbacks* informativos ou condicionantes. Essas sinalizações ocorrem, como veremos, ou por pressões sobre as reservas bancárias, dado que o Banco Central é ofertante monopolista, transmitindo-as via arbitragem, ou por mecanismo de persuasão.

## **10. 2. Mercado de reservas bancárias e o fluxo de caixa da economia**

A movimentação do *portfolio* de qualquer agente econômico, envolvendo ativos e passivos, pode ser vista como fluxo de caixa com recebimentos (entradas) e pagamentos (saídas) de valores monetários. Diariamente, cada agente tenta mantê-lo “zerado”, equilibrando entradas e saídas, por meio de financiamento dos saldos deficitários ou aplicação dos superavitários. O

equilíbrio espontâneo dificilmente ocorre, devido à falta de sincronia nos fluxos de entradas e saídas.

Em economias monetárias, os **bancos** são agentes especializados nessa tarefa de “zerar” o fluxo de caixa dos **agentes não bancários**. Essa é sua função primordial.

Para cumpri-la, os bancos fornecem a liquidez necessária para que o processo de pagamentos, compensação e liquidação de contratos funcione, calmamente. Eles estão aptos a desempenhar essa tarefa pois, além de centralizarem as contas correntes dos agentes econômicos, podem fornecer crédito, mercado secundário para ativos líquidos de segunda linha e facilidades de saques a descoberto que permitem aos agentes liquidar seus compromissos, quando os fundos esperados para tal fim, dentro do fluxo de caixa, ainda não estão disponíveis. Além disso, oferecem certa diversidade de produtos financeiros, com variados graus de liquidez e maturidade, capazes de atender as necessidades de aplicação das sobras de caixa dos agentes superavitários.

Quando os bancos “zeram” os fluxos de caixa de cada agente econômico, absorvem posições devedoras e credoras de perfis variados quanto a prazos, volumes e riscos, e tentam conciliá-las. O custo de manter sistema de informações sobre as diversas necessidades individuais de caixa e solvência dos tomadores de recursos é elevado. Sua economicidade requer grandes escalas de operações só encontradas em instituições financeiras, sobretudo as bancárias. Esse é outro motivo que explica a intermediação via sistema financeiro. Transações financeiras, no que diz respeito à *contratação*, podem ocorrer sem a participação de bancos, porém a *liquidação* de tais contratos ocorre preponderantemente dentro do sistema bancário.

A convergência para os **bancos** das transações monetárias e financeiras da economia torna-os **a figura central dentro do sistema de pagamentos**.

Ao “zerar” o fluxo de caixa diário de seus clientes, o banco desequilibra o seu próprio fluxo, tornando-o deficitário ou superavitário, pois os financiamentos concedidos dificilmente coincidirão com as captações. Em termos agregados, a outra ponta desse procedimento significa a “zeragem” do fluxo de caixa do setor real da economia, resultando na transferência dos diversos desequilíbrios de caixa do setor real da economia a cada instituição financeira. Como esse sistema funciona com partidas dobradas, cada pagamento terá sempre certo recebimento de igual valor, no consolidado do sistema bancário haverá um conjunto de instituições com fluxo deficitário e outro com fluxo superavitário. A “zeragem” do sistema bancário ocorrerá no mercado de reservas bancárias. Esse é o mercado para a moeda emitida pelo Banco Central.

O **mercado de reservas bancárias** destina-se à negociação das reservas bancárias entre os bancos e entre esses e o Banco Central.

No **mercado primário**, as transações são realizadas entre os bancos e o Banco Central. Nesse caso, o resultado da operação implica criação ou destruição de reservas, pois o Banco Central é o ofertante monopolista.

No **mercado secundário**, realizam-se as transações entre os bancos com as reservas já existentes; aqui, não há alteração do estoque total, há somente permuta interbancária. O *depósito interfinanceiro (DI)* é o título por meio do qual as transações de reservas, no mercado secundário, são realizadas. Assim, se um banco necessita de reservas, ele pode emitir um **DI**, para captar recursos junto aos bancos superavitários

Todas as transações financeiras realizadas, diariamente, pelos agentes econômicos são destiladas em poucas transações entre bancos, representadas por seus fluxos de caixa desequilibrados. A “zeragem” desses fluxos é realizada pela negociação interbancária dos saldos em conta-corrente que cada banco mantém no Banco Central, a chamada conta de reservas bancárias.

Assim, por meio desse sistema de pagamentos, percebe-se que qualquer espécie de operação financeira, realizada nos mais diversos segmentos do sistema financeiro, converge para o mercado de reservas bancárias<sup>123</sup>, no qual o Banco Central é o ofertante monopolista. Esse mercado, embora pequeno, é fundamental, pois transaciona a moeda que é o meio final disponível para liquidar transações financeiras.

A liquidação das transações interbancárias em moeda emitida pelo Banco Central é justificada pela sua segurança, pois trata-se de instrumento livre de risco, já que estão sob depósitos na autoridade monetária, e pela possibilidade de tomar emprestado nesse emprestador de última instância, quando não se obtém reservas bancárias em outras fontes. Além disso, o Banco Central, não sendo demandante, é participante neutro nesse mercado.

Supondo dado nível de oferta de reservas bancárias e que o Banco Central não está operando, há a possibilidade do mercado se “zerar” sozinho, desde que exista mercado interbancário de reservas eficiente, que transfira recursos dos superavitários aos deficitários. *A taxa de juros nesse mercado, entendida como o preço que se paga para obter liquidez, flutuará em decorrência dos desejos dos participantes em obter reservas.*

Como a conta de reservas bancárias não rende juros, os bancos superavitários tentarão minimizar seu saldo, ofertando recursos a melhor taxa positiva encontrada. Isso evita incorrer no custo de oportunidade equivalente à taxa de juros cobrada no *overnight*. Se os demais participantes já estiverem “zerados”, os juros tendem a zero. Entretanto, se elevam rapidamente, se a procura for elevada. Dessa forma, quanto mais eficiente for o sistema de compensação das posições credoras e devedoras entre os participantes desse

<sup>123</sup> RIBEIRO, Edmundo Maia de Oliveira. Mercado de reservas bancárias no Brasil. São Paulo: CES/BACEN, 1993. apresenta vários exemplos de

sistema, menor será a necessidade de manter encaixes ociosos, no Banco Central.

#### **TAXAS DE JUROS DO MERCADO DE RESERVAS BANCÁRIAS NO BRASIL:**

1. **pisso:** taxa de juros pela qual o Banco Central concede empréstimo de liquidez com garantias em títulos públicos. É *valor periodicamente revisto* que serve de *parâmetro* i. para as *intervenções diárias* da autoridade monetária no mercado; e ii. para *corrigir os empréstimos de liquidez* concedidos às instituições financeiras. É o custo pelo qual bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas podem tomar empréstimos no Banco Central do Brasil, dentro de certos *limites* (**valor-base** igual à média de 100% do exigível dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista e de 30% dos compulsórios sobre depósitos a prazo), definidos em função da *freqüência de utilização*. Podem usá-los para si ou para repassar para outras instituições financeiras.
2. **teto:** taxa de juros pela qual o Banco Central concede empréstimo de liquidez se o banco precisar, sistematicamente, de *mais recursos* que aquele **valor-base**, mesmo dando títulos de dívida pública como garantia. Ele terá que pagar essa taxa “punitiva” em relação à taxa de juros do mercado interbancário, dependendo da qualidade das *garantias constituídas* e da *freqüência de utilização*.
3. **Taxa SELIC:** taxa de juros pela qual o Banco Central negocia títulos do Tesouro Nacional (LTN, NTN) junto aos bancos, por meio de sua mesa de *operações de mercado aberto*. A taxa de financiamento diário dos títulos de dívida pública registrados no SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos – define o custo do dinheiro no *open market*, permanecendo entre aquelas duas taxas de juros básicas de referência: na medida em que fica mais próxima da teto, aumenta o estímulo para certos bancos tomarem dinheiro no Banco Central do Brasil, pagando apenas o piso, e repassá-lo a outras instituições financeiras.
4. **Taxa CDI:** taxa de juros pela qual os bancos transacionam reservas entre si, por meio da emissão de **DI** (depósitos interfinanceiros), também conhecido no mercado por **CDI** – Certificado de Depósito Interbancário.

Fomentar mercados interbancários eficientes é tarefa do Banco Central, porque garante menor volatilidade no caminho da taxa de juros de curto prazo. Seu papel deve ser ativo no aprimoramento do sistema de pagamentos para garantir a certeza da liquidação dos contratos e, por conseqüência, a estabilidade do sistema financeiro. Além da infra-estrutura, deve fornecer aparato legal para o surgimento de instrumentos e técnicas que garantam as transações de reservas bancárias entre as instituições financeiras de modo seguro. *A gerência de liquidez não pode funcionar bem se o sistema de pagamentos é precário.*



### 10.2.1. Demanda de reservas bancárias

A demanda por reservas bancárias tem motivação transacional e precaucional. A primeira, **motivação transacional**, destina-se à liquidação diária dos saldos de caixa resultantes da operação do sistema de pagamentos. Depende, basicamente, do perfil operacional de cada banco.

Por exemplo, um **banco varejista** possui depósitos estáveis pois além da movimentação ser simétrica, havendo relativa compensação entre retiradas e depósitos, a movimentação de cada cliente é infinitamente pequena em relação ao todo. Isso garante pequena flutuação líquida no seu fluxo de caixa, ocasionando pequena demanda por reservas. **Bancos atacadistas** (*corporate banks*), que trabalham exclusivamente com empresas de grande porte, efetuando volumosas e complexas operações financeiras como fusões, aquisições e incorporações de empresas, mesmo possuindo balanços de mesmo montante, observarão grandes flutuações diárias nos seus caixas, necessitando de maior demanda por recursos líquidos. É por esse motivo que bancos **varejistas** são, em geral, *financiadores* no mercado de reservas bancárias e os **atacadistas**, *tomadores*.

Mesmo com rendimentos nulos, a minimização dos encaixes em reservas bancárias deve ser realizada com prudência, para se evitar o risco de incorrer em penalidades. É nesse ponto que aparece a **motivação precaucional**. As penalidades por estar a descoberto em reservas bancárias aparecem na forma de *taxas de juros “punitivas”* (acima de mercado), cobradas tanto pelo Banco Central quanto pelos bancos financiadores no fornecimento dos recursos necessários.

Outra forma de penalidade é o *acionamento de crédito*. O limite que cada instituição está disposta a operar com a instituição deficitária, mesmo esta pagando os juros cobrados pelo mercado, pode se esgotar ou ser revisto, durante o processo, por se tratar de instituição de elevado risco. Isso geralmente ocorre quando o sistema opera com concessão de financiamento sem garantias.

O Banco Central também pode impor penalidades na forma de *restrições quantitativas*. Enfim, a demanda por reservas bancárias é largamente determinada por características operacionais e institucionais do sistema de pagamentos e pela atitude do Banco Central como provedor líquido de financiamento, ao final do dia, quando se fecha o balancete.

A demanda por reservas adquire perfil específico no caso de existir **recolhimento compulsório**. A discussão detalhada desse ponto será realizada mais adiante, por ora, serão destacados somente alguns pontos essenciais para continuação do argumento.

Bancos Centrais podem racionar a quantidade de recursos líquidos à disposição dos bancos com o estabelecimento de *recolhimentos compulsórios*. Em geral, esses são calculados como determinado percentual sobre a captação por depósitos e recolhidos *em espécie* ao Banco Central, na conta de

média diária dos valores sujeitos a recolhimento, em determinado período, chamado de **período de cálculo**. O tempo obrigatório de permanência desses depósitos, na conta de reservas, é chamado de **período de movimentação**. Desse modo, na vigência do período de movimentação, a demanda por reservas bancárias possui certo valor mínimo fixo, dado pelo exigível.

Daí, origina o *grande poder que o Banco Central possui para controlar o mercado de reservas bancárias*, pois, além de ser o ofertante monopolista, também consegue garantir, no curto prazo (período de movimentação), certa demanda relativamente estável.

Adotando a suposição de que o Banco Central não opera no mercado de reservas bancárias, ainda que as operações no mercado financeiro tenham provocado desequilíbrios individuais, nos fluxos de caixa dos bancos, com impacto em suas contas de reservas, *a oferta global ainda permanece a mesma*. Isso permite que o próprio sistema bancário, desde que exista sistema eficiente de reciclagem de reservas e em situações normais, efetue sua “**zeragem**”.

A **taxa de juros de overnight**, no mercado de reservas bancárias, é influenciada pelo maior ou menor desejo de obter liquidez. Se o sistema estiver com excesso de reservas, a taxa de juros cairá rapidamente. No caso contrário, quando houver escassez, sua tendência é de elevação. Esta taxa, cobrada por empréstimos de um dia, é o foco da discussão sobre o *gerenciamento da liquidez*, porque os desequilíbrios de caixa, na maioria dos casos, não ultrapassa esse prazo. Desequilíbrios de caráter permanente constituem problema de *solvência bancária* e não de *administração de liquidez*.

Situações de grande instabilidade da demanda por reservas bancárias requerem gerenciamento ativo, diariamente, da oferta de liquidez pelo Banco Central, se o seu objetivo é evitar grandes flutuações na taxa de juros de curto prazo. Entretanto, há certa estabilidade nessa demanda, construída em grande parte pelo Banco Central com a instituição do depósito compulsório.

#### 10.2.2. Oferta de reservas bancárias

Apesar de ser ofertante monopolista, o Banco Central pode exercer efetivo controle sobre a oferta de reservas bancárias? Como referido, na introdução deste capítulo, a resposta imediata seria afirmativa, visto que se trata de seu próprio passivo. Contudo, na oferta total da reservas bancárias, existem fatores que causam *expansão endógena*: expansão fora de seu controle. A tarefa de gerenciamento de liquidez envolve ações de compensação à medida que haja movimentação nesses fatores endógenos.

Para apresentar as linhas gerais da execução dessa tarefa, dividiremos, com base em Borio<sup>124</sup>, a oferta de reservas bancárias em elementos de

124

expansão **autônoma** e **não-autônoma**. A partir do balanço estilizado do Banco Central, apresentado anteriormente, e considerando-o como quadro de fontes e usos, deriva-se a seguinte identidade:

$$\text{Ativos Externos Líquidos} + \text{Empréstimos ao Governo} + \text{Empréstimos Líquidos aos Bancos} + \text{Carteira de Títulos} = \text{Papel Moeda em Circulação} + \text{Reservas Bancárias} + \text{Depósitos do Tesouro Nacional}$$

No desempenho de suas funções, o Banco Central realiza várias operações no mercado de reservas bancárias, que são acionadas por iniciativa de outros agentes. Tais operações provocam uma série de **injeções** e **vazamentos** autônomos, na quantidade de reservas existente no mercado. Essa **variação autônoma** é dada pelos seguintes elementos:

$$\text{Variação Autônoma de Reservas [(+) = injeção / (-) = retirada]} = \Delta\text{Ativos Externos Líquidos} + \Delta\text{Empréstimos ao Governo} - \Delta\text{Papel Moeda em Circulação} - \Delta\text{Depósitos do Tesouro Nacional}$$

A **variação não-autônoma**, que completa a variação total na oferta de reservas bancárias, é a atuação do Banco Central como gerenciador da liquidez. Em geral, essa acontece pela variação dos empréstimos líquidos aos bancos e da carteira de títulos, por meio da qual as operações de mercado aberto são conduzidas. Essa **injeção ou retirada de liquidez** tem *natureza compensatória* frente aos movimentos de reservas, gerados pela variação autônoma e pela demanda por reservas. Com esse arranjo, a variação do nível total de reservas bancárias pode ser representada do seguinte modo:

$$\Delta\text{Reservas Bancárias} = \text{Variação Autônoma de Reservas} + (\Delta\text{Empréstimos Líquidos aos Bancos} + \Delta\text{Carteira de Títulos})$$

Se a “zeragem” dos fluxos de caixa bancários ocorrer de maneira tranqüila, isto é, se a demanda transacional por reservas for plenamente atendida, os movimentos na taxa de juros de *overnight* serão mínimos.

**Há um nível de reservas bancárias que garante a estabilidade dessa taxa de juros. É esse nível que deve ser perseguido no gerenciamento de liquidez.**

Para tal fim, o Banco Central deve se empenhar na *previsão dos fatores que compõem a variação autônoma de reservas*, para guiar suas *ações neutralizadoras*. Com isso, em termos *ex-ante*, no planejamento da gerência de liquidez, pode-se tratar a variação na oferta de reservas e a variação na demanda por reservas como fossem intercambiáveis.

$$\text{Operações do Banco Central} = \text{Variação Autônoma de Reservas} -$$

Dentro do propósito de gerenciamento de liquidez, o Banco Central deve operar *injetando* liquidez, quando a adição autônoma de reservas for inferior ao nível demandado; e *retirando*, na situação inversa. Assim, evita-se impactos sobre o nível da taxa de juros, vigorando no mercado de reservas bancárias.

Para gerenciar a liquidez, no mercado de reservas bancárias, a primeira tarefa que o Banco Central deve realizar é *a previsão de qual será a situação de liquidez nesse mercado*. Em outras palavras, qual será o resultado líquido da movimentação de todos os fatores de expansão autônoma de reservas.

Os principais elementos dessa **previsão de liquidez** são os seguintes:

**Papel moeda em poder do público não bancário.** Os saques de papel moeda pela população drenam parte da reserva bancária que circula no sistema, afetando a capacidade dos bancos “zerarem” seu fluxo de caixa. Como a responsabilidade pelo fornecimento de papel moeda é do Banco Central, este deve acomodar tal desequilíbrio. Essa demanda por papel moeda segue certa rotina de sazonalidade, facilitando a previsão pelo Banco Central. Finais de semana, véspera de feriados e dias de pagamento são períodos característicos de saques, enquanto que no início de semana prepondera o retorno dos depósitos.

**Movimentação dos recursos do Tesouro Nacional depositados no Banco Central.** Na função de agente financeiro do governo, o Banco Central é o depositário dos recursos do Tesouro Nacional. A movimentação diária desses recursos provoca oscilações no nível de reservas bancárias. O perfil temporal de gastos e arrecadação impossibilita a movimentação perfeitamente sincronizada entre depósitos e saques. Nos dias de recolhimento de tributos e leilões de títulos de dívida pública, há retirada líquida de reservas do sistema, enquanto que no dia de pagamento de salários, há injeção líquida de reservas. Isso dificulta a reciclagem das reservas entre os bancos, sendo necessário a operação do Banco Central, para neutralizar os efeitos dessas retiradas e injeções sobre o fluxo de caixa da economia.

**Retorno dos financiamentos concedidos pelo Banco Central aos bancos.** O Banco Central financia os bancos para que esses cubram suas posições deficitárias de fluxo de caixa. Assim, na *concessão*, há expansão de reservas bancárias e, no *vencimento*, há contração de reservas.

**Operações com moeda estrangeira via movimentação de reservas Internacionais.** No seu papel de executor da política cambial e administrador das reservas cambiais, o Banco Central efetua no mercado interno operações de compra e venda de moeda estrangeira, sensibilizando a conta de reservas bancárias. Ao final do dia, o resultado dessas operações provoca oscilações no caixa dos bancos, denominados em moeda nacional, requerendo a participação do Banco Central para absorver ou recompor esses desequilíbrios.

**Depósitos Compulsórios.** Um banco é obrigado a cumprir o exigível de seu compulsório considerando o saldo médio dos depósitos, ao longo do *período de movimentação*. Desse modo, é possível que o banco administre seus

sua média, logo no início do período, com o recolhimento de depósito maior e sacar nos dias seguintes. Em geral, tal estratégia dependerá da possibilidade de especulação com o movimento da taxa de juros, no mercado de reservas bancárias, ao longo do período de movimentação.

A **variação autônoma de reservas**, apesar de acontecer via movimentação das contas do balanço do Banco Central, é decidida fora deste, pelos demandantes: os bancos. No entanto, *é possível que o Banco Central as antecipe e neutralize*.

Por exemplo, se, em determinado dia, há previsão de grandes vazamentos de reservas, o Banco Central pode abrir o mercado como *doador de recursos*, no valor do déficit esperado ou em montante ligeiramente menor, se deseja deixar o mercado *pressionado*. No entanto, as previsões das metas operacionais podem falhar, requerendo intervenções corretivas, ao longo do expediente ou ao final do dia. Para isso, o Banco Central deve estar equipado, para realizar tais intervenções.

Todo esse processo está sujeito a incertezas. Por isso, é necessário que, diariamente, o Banco Central refaça suas estimativas, incorporando novas informações. Quando existem recolhimentos compulsórios, o horizonte de previsão tende a ser o *período de manutenção*.

Essa **previsão de liquidez** representa o estágio inicial da implementação da política monetária. Ela é a base para as decisões sobre o volume, frequência e maturidade das operações desenhadas, para equilibrar o mercado.

As características desse processo variam consideravelmente de país para país, refletindo combinação de tradição e elementos específicos do quadro operacional. Assimetria de informações favorável ao Banco Central pode dificultar a percepção, pelos bancos, da estratégia diária de gerenciamento da liquidez que está sendo usada. Visando contornar esse problema, alguns Bancos Centrais, como é o caso da Austrália, Japão e Inglaterra, tornam de acesso público suas previsões<sup>125</sup>.

O Banco Central pode promover o ajuste compensatório de liquidez utilizando **operações discricionárias**, ou colocar à disposição dos bancos **standing facilities**. Ambas são fontes efetivas de financiamentos, com exigência de garantias, para reequilibrar os fluxos de caixa bancários.

A maioria dos bancos centrais prefere utilizar o *comportamento discricionário*, para o gerenciamento de liquidez. As **standing facilities** ficam como:

- “válvulas de segurança” para ajuste de desequilíbrios, ao final do dia, evitando saques a descoberto na conta de reservas bancárias;
- fonte subsidiada de liquidez: o subsídio fornecido pelo Banco Central é estimado por meio do *spread* entre a taxa cobrada nas operações de *standing facilities* e a taxa de *overnight*, no mercado de reservas bancárias;
- limite inferior para as bandas de variação da taxa de juros de *overnight*.

**Standing facilities** são créditos concedidos pelo Banco Central para atender bancos com problemas de caixa, em curto prazo, não previstos. Podem tomar a forma de redesconto de títulos elegíveis ou empréstimos com garantias. *A característica principal dessas operações é sua ativação por parte do tomador de financiamento, no caso os bancos.* Mas os termos do empréstimo estão sujeitos a limites quantitativos e de prazos, impostos pelo Banco Central. Seu uso excessivo pelos tomadores é desencorajado pela imposição de taxas de juros que crescem com a frequência na utilização, ou pela redução de sua cota.

Alguns Bancos Centrais, por exemplo, o Bundesbank e o Banco da Suíça, utilizam determinado “*corredor*” de taxa de juros, com os limites superior e inferior estabelecidos por *standing facilities*. Na Alemanha, a taxa-piso é a *discount rate*. Esta é subsidiada, com as restrições sendo realizadas via cotas de empréstimos pré-estabelecidas. Além desse valor, créditos adicionais chamados *Lombard Loans* são adquiridos à taxa-teto punitiva<sup>126</sup>.

Esse é instrumento que, em geral, está tendo uso limitado, na gerência de liquidez. Atualmente sua maior utilização ocorre em países nos quais o sistema de pagamentos e o mercado interbancário são ineficazes, para reciclar as reservas bancárias, ou naqueles cujo sistema financeiro atravessa crises de liquidez e solvência. Entre os países desenvolvidos, o Banco do Japão é o único caso em que este instrumento é a principal ferramenta de controle da liquidez<sup>127</sup>.

As **operações compromissadas** (*reverse transactions* ou *repurchase agreements*) são o instrumento eleito pela maioria dos Bancos Centrais, para efetuar o controle discricionário da liquidez. Essas operações consistem na compra e venda de títulos, em que o vendedor se compromete em recomprar o título a certo preço acordado e em data especificada, anterior àquela do vencimento do título que serviu de garantia. O preço desse pode variar, devido aos movimentos de mercado, durante a vigência da transação. Por essa razão, o comprador pode avaliá-lo abaixo de seu valor de mercado, vigente no instante da contratação, como forma de proteção adicional.

<sup>126</sup> BUNDESBANK. op. cit. 1995

As taxas negociadas, nesse tipo de contrato, são estabelecidas pelas partes e independem das taxas do título entregue como garantia. Durante o contrato, *não há mudança de propriedade do título*, por isso o direito pela totalidade dos juros proporcionados na sua vigência é do vendedor. Na verdade, *o que se negocia é dinheiro*, tendo como garantia a caução dos títulos.

Utiliza-se **acordos de recompra**, sob a ótica de quem vende o título, para aumentar a liquidez do sistema. Neles, o Banco Central fornece reservas bancárias aos bancos e recebe títulos. Em geral, tais acordos podem ser encerrados a qualquer tempo, dentro do período de maturação, por iniciativa de qualquer um dos contratantes. O contrário ocorre nos **acordos de revenda**. Como esses contratos destinam-se a retirar liquidez, na maioria dos casos, são feitos por período fixo, e não podem ser desfeitos antes da maturidade.

Para a tarefa de gerenciamento de liquidez, o Banco Central prefere utilizar mais as **operações compromissadas** do que as **operações finais**. Estas são operações de compra e venda de títulos, em que o resgate só acontece no vencimento do papel, isto é, o Banco Central não garante a recompra antes da maturação. Isso não impede que esses papéis sejam objeto de operações compromissadas entre instituições financeiras, para buscar financiamento. Também são conhecidas por **operações definitivas**.

A razão principal dessa preferência deve-se ao baixo impacto daquelas sobre o preço dos títulos entregues como garantia. Suponhamos que o movimento de algum componente da variação autônoma de reservas deixe o mercado *ilíquido*, por um dia, por exemplo, os repasses da arrecadação previdenciária ao governo, aumentando as entradas do fluxo de caixa do Tesouro Nacional.

No jargão do mercado financeiro, diz-se que em tal situação o Banco Central está **oversold** (*vendido*). Isso significa que o volume de reservas bancárias no mercado é menor do que o estoque de títulos, emitidos pelo Banco Central, mantidos nas carteiras dos bancos. Nesse caso, os bancos com fluxos de caixa *deficitários* têm dificuldade de financiar suas carteiras de títulos, no mercado interbancário de reservas. Como resultado, aceitarão pagar juros elevados para “zerar” seu caixa. A situação contrária ocorre quando o Banco Central está **undersold** (*comprado*).

Os recursos retornarão ao mercado de reservas assim que o governo iniciar seus pagamentos, emitindo cheques contra a conta que mantém no Banco Central. Note que, sob a ótica do sistema financeiro como um todo, excluído o Banco Central, esse processo é visto como *descasamento temporal passageiro* de fluxo de caixa.

Nesse caso de **oversold**, o Banco Central terá que operar no mercado comprando títulos, isto é, vendendo dinheiro, para acomodar a demanda por reservas. O que acontece quando são utilizadas **operações finais**?

O preço que será pago pelos títulos é definido em mercado. Bancos

preço. Por serem **operações definitivas**, no cálculo de seu preço estarão embutidas expectativas quanto ao movimento da taxa de juros ao longo do período de maturação do papel. Como a situação é de **oversold**, ou seja, de tendência de alta na taxa de juros de *overnight*, os bancos exigirão, por meio de suas propostas de venda, o maior preço possível ou a menor taxa de juros.

No dia seguinte, o Tesouro efetua vários pagamentos, revertendo a situação inicial. Agora cabe ao Banco Central enxugar o mercado, vendendo títulos, ou seja, comprando dinheiro. Nessa situação, os bancos apresentariam propostas de compra pelo menor preço possível ou a maior taxa de juros. Nas duas situações, o Banco Central estaria pressionado, pois para efetuar o ajuste de liquidez teria de ceder às expectativas do mercado quanto às taxas de juros *futuras*. Nestas, já está incluído o *prêmio de risco*, que são fortemente influenciadas pela situação de liquidez presente, no mercado de reservas bancárias.

Com a utilização de **operações compromissadas**, essa pressão, imposta pelo mercado, é minimizada. Com base em suas previsões quanto aos fatores da variação autônoma de reservas, o Banco Central pode estimar o retorno da liquidez ao mercado e efetuar acordos de recompra com vencimento compatível. No exemplo, o Banco Central venderia títulos com acordo de recomprá-los, no dia seguinte, efetuando operação de variação de reservas simétrica àquela gerada pelo recolhimento das receitas do governo. A calibragem da liquidez seria precisa, não causando impacto definitivo sobre o estoque de dinheiro. Além disso, as expectativas quanto à taxa de juros futura se confundiriam com a taxa de mercado vigente no dia, gerando pouca influência sobre os preços dos títulos envolvidos na operação e sobre seus mercados secundários.

**Operações compromissadas** também possuem a vantagem de fornecer mecanismo automático de correção, nos casos em que o Banco Central tenha deixado o mercado muito líquido. Se isso ocorrer, a taxa de juros do mercado interbancário de reservas cairá abaixo da taxa contratada no acordo de recompra e os bancos terão motivação para encerrar seus contratos com o Banco Central.

Alguns Bancos Centrais preferem operar em ambiente em que os bancos estão sempre sob pressão de reservas, e trabalham *ex-ante*, em suas previsões, para criá-la. Talvez a explicação para isso recaia na assimetria que existe na capacidade do Banco Central injetar e retirar reservas.

A maioria dos Bancos Centrais realiza **operações compromissadas** com títulos públicos. Isso cria mercado cativo para esses papéis, que funcionam como reservas de segunda linha, para enfrentar os desequilíbrios de fluxo de caixa.



### 10.3. Sinalização da política monetária para a estrutura de taxas de juros

**Sinalizar a política monetária** significa comunicar ao sistema financeiro as intenções do Banco Central quanto ao nível desejado para a taxa de juros básica (SELIC) de modo a guiar as expectativas do mercado e, como consequência, a estrutura de taxas de juros da economia. Os **instrumentos de sinalização** aparecem de várias formas e suas características dependem da força, clareza e nuances com que a autoridade monetária deseja expressar suas intenções e do grau de desenvolvimento do sistema financeiro.

Quando o Banco Central utiliza *instrumentos indiretos de ação*, ele tem que tornar claros os *sinais de política*, para que o mercado os reconheça como tal. Isso é importante, porque alguns mecanismos de sinalização operam calibrando a injeção de reservas no sistema, podendo ser confundidos com a tarefa de gerência de liquidez. A comunicação não deve conter “ruídos”. Por isso, seu transmissor deve evitar *inconsistências* entre os sinais emitidos, para não gerar problemas de interpretação. Apesar das instituições financeiras estarem sempre atentas ao que o Banco Central está fazendo, a comunicação da política de juros só funciona se os participantes entendem suas intenções.

#### 10.3.1. Formação da taxa de juros

Em suas decisões de gasto e *portfolio*, os agentes econômicos deparam-se com um elenco variado de taxas de juros, cada qual tendo sua relevância particular sobre essas decisões. Entretanto, o Banco Central não as controla, *diretamente*. Como *executor da política monetária*, sua *ação restringe-se à fixação da taxa de juros no mercado primário de reservas bancárias*. O elo de ligação entre o mercado de reservas bancárias e o restante do sistema financeiro, que garante a continuidade da sinalização da política, ocorre por meio de *mecanismo de formação de expectativas*. Os parágrafos seguintes mostrarão como esse elo é construído.

Na posição de ofertante monopolista, no mercado de reservas bancárias, o Banco Central, cumprindo seu papel de gerenciador de liquidez, pode deixar o mercado pressionado, forçando os bancos a tomarem emprestado junto a ele, para “zerar” seu fluxo de caixa. Ao fazerem isso, aceitam a taxa de juros *cobrada*, tornando-a *efetiva*. Denominamos essa **taxa de juros de básica**, pois é o *preço pago* pelos bancos, para obter financiamento em última instância, cobrindo, então, seus desequilíbrios de caixa.

Na outra ponta, figura a **estrutura de taxas de juros** que representa os vários custos do dinheiro em cada mercado. *O movimento dessa diversidade de taxas não é errático. Ele obedece a determinado fator condicionante comum*, mantendo-as correlacionadas. A correlação é tanto maior, quanto maior for o grau de substituição entre os ativos financeiros.

Esse movimento em bloco das taxas de juros, que facilita a tarefa de sinalização da política, é explicado pela *arbitragem* e pelo fato dos bancos, na

*expectativas*. O primeiro fator, embora secundário, garante o paralelismo entre as taxas de juros dos ativos com mesma maturação. O segundo, mais importante, cria o elo de ligação entre os movimentos da taxa básica com as demais.

A possibilidade dos bancos captarem recursos em três mercados distintos, isto é, junto a clientes, no interbancário e junto ao Banco Central, abre espaço para *arbitragem*. Essa tende a igualar as taxas de juros de ativos substitutos, após descontadas suas diferenças de risco e liquidez. Assim, por exemplo, certo banco pode tomar recursos na assistência de liquidez do Banco Central e emprestá-los no mercado interbancários de reservas, isto é, comprar **DI** de outro banco, enquanto os juros nesse mercado forem maiores que o cobrado pelo Banco Central. Tal oportunidade de negócio estimula outros bancos a procederem da mesma forma, elevando a oferta de liquidez, no mercado interbancário, com a conseqüente queda na taxa de juros nesse mercado, até desaparecer a motivação para arbitragem.

### 10.3.2. Estratégias dos bancos na fixação de suas taxas de juros

No cálculo capitalista bancário, a liquidez é o elemento mais importante. Pela própria natureza de seu negócio, bancos são firmas que operam constantemente alavancadas e com descasamento temporal entre a realização de ativos e a exigibilidade dos passivos. Os passivos bancários, em sua maioria depósitos, são exigíveis de imediato, enquanto que os ativos, sobretudo as operações de crédito, possuem vencimentos diferidos e contratualmente estabelecidos.

Os bancos, ao absorverem os desequilíbrios de caixa do setor real da economia, estão sujeitos a **uma série de riscos**:

- **risco de crédito** diz respeito ao retorno dos financiamentos concedidos. Os rendimentos futuros do tomador são incertos e a única coisa que os bancos podem fazer é agir discricionariamente, no estabelecimento dos termos contratuais e garantias.
- **risco de taxa de juros** refere-se à flutuação de taxas ativas e passivas que tornem o *spread* bancário negativo.
- **risco de liquidez**, ou seja, de não garantir a conversão de passivos exigíveis em liquidez, é o mais grave deles.

Essas características os obrigam a estarem sempre atentos às condições de financiamento, no curtíssimo prazo, *presentes e futuras*, dadas pelo mercado, primário e secundário, de reservas bancárias.

“*Fundar*” ativos, isto é, lastreá-los com captação monetária, dessa maneira, só é possível devido à confiança dos aplicadores, na solvência do sistema. Essa é garantida em parte pela ação do Banco Central, como

provedor marginal de liquidez ao sistema e, por outra parte, pela forma não irruptiva da concorrência bancária.

O negócio bancário consiste na geração de lucros por meio do diferencial entre **taxas ativas e passivas, presentes e futuras**. Como as expectativas quanto ao comportamento dos fatores que regem essas taxas são difusas e instáveis, a ação de cada banco está fortemente sujeita a comportamentos baseados em convenções. Nesse ambiente de incerteza, o *comportamento mimético* prepondera e os bancos tendem a seguir alguma liderança supostamente melhor informada ou que possua melhores condições para tratamento da informação.

Assim, *é comum bancos seguirem a política dos demais*, implicando manutenção de níveis semelhantes de taxa de juros. Além disso, os riscos de competição via preços são elevados. Se o banco decide pagar taxas de juros abaixo do mercado na captação, ele não atrairá clientes. Se pagar taxas maiores, levantará dúvidas quanto a sua situação econômico-financeira, abalando sua credibilidade. Se algum banco baixa suas taxas, unilateralmente, perderá depósitos remunerados e terá de se financiar no *mercado interbancário de reservas*, que, em geral, é mais caro do que no *varejo*, quando a captação é realizada junto a clientes. Ele também raciona o crédito em função do *risco do credor*. Esses motivos explicam a razão dos bancos só alterarem suas taxas, significativamente, fora da média do mercado, quando supõe que seus concorrentes farão o mesmo.

Além de agirem em bloco, bancos também são influenciados por conjunto comum de expectativas, no que diz respeito à obtenção de liquidez. Ao estabelecerem suas taxas, seja de captação, operações de crédito ou de financiamento da carteira de terceiros, eles consideram a taxa básica do Banco Central como custo potencial.

O impacto, no presente, dessa taxa não preocupa tanto, pois é conhecido e perfeitamente neutralizável. Porém, se, no futuro, houver inadimplência dos tomadores de empréstimos, aperto de liquidez no mercado secundário de títulos ou exigibilidade dos depósitos, o que importará é a taxa de financiamento cobrada pelo Banco Central. Dessa maneira, podemos dizer que *a taxa bancária é, hoje, aquilo que os bancos esperam que o Banco Central faça com sua taxa básica no futuro*. Esse horizonte de expectativa depende do prazo de maturação do ativo que o banco está cotando.

Deve-se destacar o **comportamento das taxas de juros dos diversos tipos de empréstimos bancários**, pois estas podem não responder rapidamente à  *sinalização dada pela taxa básica*. Cada taxa de juros cobrada, nas operações de crédito, não é composta por apenas *mark-up* fixo sobre o custo do dinheiro no atacado. Cada banco, individualmente, é discricionário na concessão de empréstimos. As garantias exigidas nesses contratos, desde que sejam negociáveis, podem reduzir, em parte, os riscos de liquidez da operação. O **lucro bancário** advém dos *spreads* entre taxas de juros **passivas e ativas**. Tais diferenciais de juros podem ser incrementados, para garantir  *margem de segurança* à operação, se o tomador é avaliado como de alto risco, mesmo

Desse modo, o **grau de inadimplência do mercado** é *fator condicionante do nível das taxas de juros cobradas nas operações de crédito*. Se certo banco possui elevada inadimplência em sua carteira de empréstimos é provável que ele minimize as perdas cobrando taxas de juros mais elevadas dos clientes adimplentes. “Os justos pagam pelos pecadores”.

A **tributação** é outro fator que influencia o nível das taxas de juros. A relação é direta, alíquotas maiores provocam taxas de juros maiores. Isso é mais acentuado nas taxas ativas. Nas taxas passivas, ou seja, taxas de captação, a relação pode não ser tão precisa se o banco opera em ambiente bastante competitivo. Nesse caso, o banco pode optar por não repassar aos clientes todo o impacto da tributação na forma de taxas menores com receio de perder parte de sua clientela que migrariam para outros bancos à procura de remunerações maiores.

Devido ao financiamento junto ao Banco Central, para cobrir problemas de liquidez, ser marginal, à primeira vista seria sensato imaginar que elevação na taxa básica envolveria somente impacto parcial sobre as taxas bancárias. Mas os bancos não seguem a teoria do custo marginal, na fixação de suas taxas. Eles são influenciados por conjunto comum de expectativas, por isso *a sinalização dada pelo Banco Central difunde-se por todo sistema financeiro*, fazendo elevar o custo de todas as fontes de financiamento disponíveis aos bancos, inclusive as potenciais.

#### ESTRUTURA DAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL:

- |   |
|---|
| <p>1. Por intermédio de leilões eletrônicos, nos quais entre o aviso do Banco Central ao mercado financeiro de qual operação quer fazer, no <b>over-SELIC</b>, e a divulgação do resultado o tempo é de meia hora, o Banco Central do Brasil estabelece o preço básico, isto é, a <b>taxa de juros de referência</b>, para o dinheiro.</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Por exemplo, se o objetivo macroeconômico é a diminuição do ritmo de crescimento, o Banco Central vai pagar <i>juro elevado</i>, independentemente do grau de liquidez no mercado financeiro, portanto, <i>acima do juro de mercado vigente</i>, até aquele momento.</li> </ul>  |
| <p>2. A <b>taxa do over-SELIC</b> é a primeira de espécie de <i>cadeia dos juros</i>: é a referência para o custo do dinheiro em todas as demais operações do mercado financeiro. A partir dela, é formada a taxa básica de juros no mercado interbancário: <b>a taxa de juros do CDI</b>.</p>  |
| <p>3. Nos negócios entre bancos superavitários e deficitários, eles fazem arbitragem ou especulam a respeito de quanto estará os juros do <b>over-SELIC</b>, no dia seguinte. Essas expectativas vão acabar “virando” juros, nos negócios de CDI mais longos, que vão servir de referência, assim como os rendimentos nominais das aplicações concorrentes (depósitos de poupança</p> |

com TR mais juros, fundos mútuos de investimento tipo FIF, FAC, etc.), na fixação das <b>taxas de juros dos CDBs</b> .
<ul style="list-style-type: none"> <li>• OBS.: com a concorrência pagando menos, os bancos podem reduzir os juros oferecidos pelos CDBs nas agências, <i>para pequenas quantias</i>, diferentemente do pago nos CDBs <i>para grandes aplicadores</i>.</li> </ul>
4. Por fim, os juros destes depósitos a prazo que servem de referência para estabelecer <b>a taxa de juros para empréstimos</b> : na ponta do crédito, o risco do credor com a inadimplência do devedor e uma série de impostos e recolhimentos compulsórios resultam no alargamento do <i>spread</i> bancário.
<ul style="list-style-type: none"> <li>• OBS.: os juros cobrados no crédito pessoal são bem maiores que os cobrados das empresas, sendo de 70 a 80% do crédito é direcionado para estas. Os portes destas também importam. Quanto maior o valor dos empréstimos e das garantias oferecidas, maior a possibilidade de negociação da taxa.</li> </ul>

### 10.3.3. Fixação da taxa de juros básica

O impacto da taxa básica sobre as demais depende de como os participantes do mercado analisam a ação do Banco Central. Se há aperto de liquidez, com conseqüente elevação da taxa básica, tal movimento deve ser avaliado, para identificá-lo como transitório ou permanente, isto é, se a operação diz respeito a erro na gerência de liquidez ou se o Banco Central está sinalizando alguma alteração na rota da política monetária. Por esse motivo, é fundamental que o mercado perceba, claramente, a estratégia de política que está sendo conduzida. *Quando as intenções oficiais são mal entendidas, as expectativas de mercado podem frustrar os desejos do Banco Central.*

Se o mercado está com folga de reservas, é possível que ele se torne mais insensível aos sinais do Banco Central. Como agravante, não existe maneira do Banco Central colocar pressão sobre os bancos, para diminuir o nível de suas taxas de juros, haja vista a assimetria que existe entre a injeção e a retirada de reservas bancárias do mercado. Talvez seja por essa razão que os movimentos de queda na taxa de juros ocorram de maneira gradual.

*O Banco Central possui alguma discricão para fixar a taxa básica, mas essa não é ilimitada. Ele pode estabelecer sua taxa somente dentro do intervalo de variação que o mercado aceita como razoável. Caso faça o contrário, pode provocar sérias conseqüências econômico-financeiras.*

Note que a taxa de juros básica *corrente* já foi, em algum momento passado, aquela *esperada* pelas instituições financeiras. Com base nessas expectativas, contrataram operações com sua clientela. Se o Banco Central altera significativamente o rumo além do que era esperado, o resultado pode ser a *instabilidade financeira* do sistema, e, se voltar atrás, a *perda de credibilidade*. Portanto, a sustentação de qualquer taxa estabelecida nela

autoridade monetária, depende, largamente, da concordância dos participantes do mercado.

Juntamente com os problemas de estabilidade financeira do sistema, a sinalização da política somente pela via operacional, sem nenhum outro instrumento de comunicação mais preciso, também faz surgir problemas de ordem técnica, caso a mudança de rumo da política não tenha sido efetivada de imediato, devido a sua não previsão pelos demais participantes. Os Bancos Centrais, que se enquadram nesse perfil operacional, têm resolvido esse problema por meio de operações de sintonia-fina e de caráter preparatório, nos dias que antecedem a mudança de rumo. Outra alternativa é o anúncio e a realização de outro leilão sinalizador, logo após o primeiro, com o Banco Central anunciando certa taxa mínima.

A desvantagem do uso de leilões para sinalizar a política é a falta de informação quanto à direção da política nos períodos intra-leilões, sobretudo em momentos de mudança de rumo. A solução, para isso, é utilizar-se das *standing facilities*, com ou sem “corredores” de taxas de juros. Com esse instrumento adicional, se obtém um grande reforço na sinalização das mudanças, tanto na clareza, quanto na velocidade. A utilização cada vez mais generalizada dos anúncios de metas operacionais, isto é, *taxa de juros básica*, pelos Bancos Centrais tem feito diminuir a importância das *standing facilities* para esse propósito.

Em geral, a sinalização envolve *ajustamentos de quantidades*, no mercado de reservas bancárias, para se definir **o nível programado da taxa de juros básica**, com transmissão de seus efeitos ao longo da estrutura de taxas de juros.

Porém, nos últimos anos, Bancos Centrais vêm desenvolvendo **mecanismos de persuasão** que não envolvem, diretamente, operações no mercado de reservas. Se os bancos acham que o Banco Central utilizará todos os instrumentos de pressões, para tornar efetiva a nova taxa, eles podem simplesmente não colocar resistência, antecipando o ajuste em suas ações por aquilo que pensam que o Banco Central os forçará fazer.

A base sobre a qual as taxas de juros *futuras* são estabelecidas é incerta e a correspondente formação de expectativas é fraca. Por isso, os mercados tendem a seguir qualquer *mínimo sinal*. Na falta de informações confiáveis, nos mercados financeiros, os atos e opiniões das autoridades passam a exercer grande influência e, se as ações passadas foram efetivadas no presente, a *credibilidade* nesse tipo de informação aumenta. Por isso, *o Banco Central funciona como espécie de liderança perante o sistema financeiro, guiando suas expectativas*.

Em termos de mecanismo de persuasão, *a tendência mundial entre os bancos centrais é o anúncio de metas para essa variável operacional: a taxa de juros básica*. Sua principal característica é a precisão e a transparência com que os sinais de política são transmitidos a todo o sistema financeiro. Essa clareza nos sinais emitidos tem levado à grande redução na volatilidade em

implantado, sendo o caso australiano paradigmático<sup>128</sup>. Opositores contra-argumentam que o anúncio de metas operacionais implica custos, como a perda de capacidade de efetuar mudanças na política e elevação dos riscos pelo atraso de ajustes necessários caso a credibilidade do Banco Central esteja em jogo<sup>129</sup>.

Grandes volatilidades na taxa de juros podem encobrir as verdadeiras intenções de política, dificultar a transmissão e induzir os participantes a verem mudança onde não existe. Não há regra geral sobre o quanto de variabilidade nos juros o sistema pode suportar sem prejuízo da sinalização. Por isso, *o grau de variabilidade é diferente entre os vários países e depende fortemente de cada condição institucional e da estratégia de sinalização utilizada*. O que deve ficar bem estabelecido é que anúncios de metas, para a taxa de juros, podem não ser suficientes, para esvaziar os problemas levantados pela volatilidade, ao menos que essa prática já esteja bem estabelecida.

No ajuste sinalizador da taxa de juros, observa-se, como característica comum entre os Bancos Centrais de países desenvolvidos, que a taxa de juros básica é movida várias vezes na mesma direção, antes de se reverter a política<sup>130</sup>. Exemplos dessa prática podem ser tirados dos procedimentos operacionais dos Bancos Centrais da Inglaterra, Austrália, Itália e Suécia<sup>131</sup>.

São várias as justificativas para esse **procedimento de “teste do mercado”**:

1. os executores da política não conhecem o exato impacto que as mudanças na taxa de juros causam na economia, por isso é melhor ir obtendo informações com as respostas dos participantes aos pequenos ajustes;
2. fornecer certo guia para os mercados, reforçando a transmissão;
3. precaução para não desestabilizar os mercados, pois alterações sucessivas de rumo causam instabilidades nos preços dos ativos, valorizando ou desvalorizando as carteiras das instituições financeiras;
4. riscos de potencial perda de credibilidade do executor da política, se as viradas de rumo são atribuídas à falta de consistência da política ou ao mero julgamento equivocado, no planejamento das ações.

Outro ponto importante, quanto à tática operacional de implementação da política, é a **velocidade do ajuste**. Sobre isso, não há consenso entre os

<sup>128</sup> BATTELINO, J; J. BROADBENT and P. LOWE. The implementation of monetary policy in Australia. BIS Conference Paper vol.3. Basle, march 1997.

<sup>129</sup> BORIO; op. cit.; 1997.

<sup>130</sup> GOODHART, Charles (1985). The operational role of the Bank of England. In: GOODHART, C. The Central Bank and The Financial System. London, Macmillan, 1995.

<sup>131</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Implementation and Tactics of Monetary Policy. Conference paper vol.3. Basle, BIS, march 1997.

vários Bancos Centrais. Grande parte das justificativas individuais para determinada escolha, deve-se à própria história operacional de cada Banco Central, por exemplo, se há passado de inflação elevada ou se a economia está sujeita a eventos imprevisíveis, que justifiquem ações fortes e imediatas, como é o caso das pressões de balanço de pagamentos. Como exemplo dessa não conformidade temos, de um lado, a Alemanha e a Suécia, que preferem ajustes pequenos sob a justificativa de que esse procedimento limita a volatilidade das taxas de mercado e reduz os custos associados ao retrocesso da política. De outro lado, a Austrália justifica seus grandes ajustes pela sua capacidade de reforçar a transmissão da política e coloca abaixo os riscos provenientes do atraso no ajuste. Quanto a estudos concretos, as implicações dessas diferenças de procedimento ainda permanecem inexploradas.



**Leitura adicional recomendada:**

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Implementation and Tactics of Monetary Policy*. Conference paper vol.3. Basle, BIS, march 1997.

**Comentário:** Esse material é composto por artigos que descrevem o modo pelo qual é implementada a política monetária em cada um de 13 países desenvolvidos.

BISIGNANO, J. *Varieties of monetary policy operating procedures: balancing monetary objectives with market efficiency*. BIS Working Paper No.35. Basle, BIS, July 1996.

**Comentário:** Esse texto descreve as principais tendências entre países desenvolvidos quanto aos procedimentos operacionais da política monetária.

BORIO, C.E.V. *Monetary policy operating procedures in industrial countries*. BIS Working papers N.40, Basle, BIS, March 1997.

**Comentário:** Esse amplo trabalho de pesquisa resenha os procedimentos atuais de implementação de política monetária, através de um quadro de referência comum, de maneira a realçar as similaridades e as diferenças entre diferentes países industrializados.

NAKAO, E.H. & RIBEIRO, E.M.O. Gestão da dívida pública mobiliária interna federal: a experiência brasileira. Texto apresentado no Seminário Internacional sobre Finanças Públicas, Brasília, setembro de 1996.

**Comentário:** O objetivo deste trabalho é analisar a utilização da dívida pública mobiliária interna federal não só como instrumento de política monetária, mas também como colateral nas operações de mercado aberto.

RIBEIRO, Edmundo Maia de Oliveira. Mercado de reservas bancárias no Brasil. São Paulo, CFS/BACEN, 1993.

**Comentário:** O trabalho objetiva discutir e comentar o funcionamento do mercado onde o Banco Central do Brasil atua, no sentido de controlar a liquidez bancária e a taxa de juros.

**Resumo:**

1. Os **objetivos operacionais da política monetária** recaem sobre o nível de reservas bancárias ou sobre a taxa de juros básica.
2. A **reserva bancária** é a conta de *depósito em espécie* que todos os bancos mantêm no Banco Central. O único controle que o Banco Central tem sobre as reservas bancárias é o *indireto*, por meio da influência da taxa de juros sobre o plano de gastos dos agentes econômicos. A impossibilidade de estrito controle sobre as reservas bancárias as desqualificam como a meta operacional de política monetária.
3. Apesar do foco sobre o controle de agregados monetários, Bancos Centrais, no mundo todo, conduzem, diariamente, a política monetária por meio da **fixação da taxa de juros de curto prazo**. Essa é, na prática, a variável-meta operacional.
4. O **mercado de reservas bancárias** destina-se à negociação das reservas bancárias entre os bancos e entre estes e o Banco Central. No **mercado primário**, as transações são realizadas entre os bancos e o Banco Central; neste caso, o resultado da operação implica criação ou destruição de reservas, pois o Banco Central é o ofertante monopolista. No **mercado secundário**, realizam-se as transações entre os bancos com as reservas já existentes; aqui, não há alteração do estoque total, há somente permuta interbancária.
5. O grande poder que o Banco Central possui para **controlar o mercado de reservas bancárias** está em, além de ser o *ofertante monopolista*, conseguir garantir, no curto prazo (período de movimentação), *demanda relativamente estável*.
6. A **taxa de juros de overnight**, no mercado de reservas bancárias, é influenciada pelo maior ou menor desejo de obter liquidez. Se o sistema estiver com excesso de reservas, a taxa de juros cairá rapidamente. No caso contrário, quando houver escassez, sua tendência é de elevação.
7. Há certo nível de reservas bancárias que garante a **estabilidade dessa taxa de juros**. Esse nível que é perseguido, no **gerenciamento de liquidez**.
8. A **previsão de liquidez** representa o estágio inicial da implementação da política monetária. Ela é a base para as decisões sobre o volume, frequência e maturidade das operações desenhadas, para equilibrar o mercado. A maioria dos bancos centrais prefere utilizar o *comportamento discricionário*, para o **gerenciamento de liquidez**.

9. O Banco Central está **oversold** (*vendido*) quando o volume de reservas bancárias no mercado é menor do que o estoque de títulos, emitidos pelo Banco Central, mantidos nas carteiras dos bancos. Nesse caso, os bancos com fluxos de caixa *deficitários* têm dificuldade de financiar suas carteiras de títulos, no mercado interbancário de reservas. Como resultado, sentem-se pressionados a pagar a taxa de juros que o Banco Central quiser, para “zerarem” seus fluxos de caixa
10. **Sinalizar a política monetária** significa comunicar ao sistema financeiro as intenções do Banco Central quanto ao nível desejado para a taxa de juros básica de modo a guiar as expectativas do mercado e, como consequência, a estrutura de taxas de juros da economia. Em geral, a sinalização envolve *ajustamentos de quantidades*, no mercado de reservas bancárias, para se definir **o nível programado da taxa de juros básica**, com transmissão de seus efeitos ao longo da estrutura de taxas de juros.

## **PARTE VI**

### **TEORIA FINANCEIRA**

## CAPÍTULO 11

### INSTABILIDADE FINANCEIRA: CICLO DE CRÉDITO

*“No primeiro dia, Deus criou o sol –  
então, o diabo contra-atacou e criou a queimadura de sol.  
No segundo dia, Deus criou o sexo.  
Em resposta, o diabo criou o casamento.  
No terceiro dia, Deus criou um economista.  
Este foi golpe duro para o diabo, mas, afinal, depois de muito pensar,  
ele criou um segundo economista!”*

#### 11.1. Introdução

Minsky desenvolve teoria para explicar porque a economia flutua, mostrando que a instabilidade e a incoerência exibidas periodicamente estão relacionadas com o desenvolvimento da fragilidade das estruturas financeiras. Ocorre normalmente, em economias capitalistas, no curso do financiamento da aquisição de ativos de capital, isto é, do investimento.

"A principal razão por que nossa economia comporta-se de diferentes maneiras, em diversos períodos, é que as práticas financeiras e a estrutura de compromissos financeiros variam. As práticas financeiras resultam em pagamento de obrigações incorporadas em contratos, que refletem as condições do mercado e as expectativas predominantes quando foram negociados e assinados. Os pagamentos das obrigações importam em dívida e são cumpridos à medida que a economia se move através do tempo. O comportamento e, particularmente, a estabilidade da economia mudam, assim como a relação do pagamento das obrigações com os fundos disponíveis para pagamentos varia, e a complexidade dos arranjos financeiros se desenvolve"

<sup>132</sup>.

**As fontes de mudança surgem de:**

- oportunidades lucrativas abertas às inovações financeiras, dado certo conjunto de instituições e regras;
- impulso para inovar as práticas financeiras em busca de lucros por famílias, empresários e banqueiros;
- intervenções legislativas e administrativas por governos e bancos centrais.

Se, com a passagem do tempo, o comportamento da economia muda, o fundamento intelectual de determinada legislação pode ser superado. Com o tempo, a legislação, e as instituições e costumes que ela criou, podem perder a legitimidade e advir alguma onda de desregulação. A modelagem do *processo de fragilidade financeira*, por Minsky, como se verá, enfatiza a base institucional

<sup>133</sup>, para exame das decisões de *portfólio* e restrições de crédito, que conformam algum ciclo monetário.

Para analisar como as obrigações financeiras afetam a economia é necessário observar as unidades econômicas em termos de seus fluxos de caixa. Uma *defasagem da sincronização* entre os pagamentos contratuais dos débitos e as receitas operacionais pode surgir, na relação bancos-empresas, quando posições em ativos de longo prazo são financiados por passivos de curto prazo.

Nesta breve introdução às idéias de Minsky já se destacam alguns *conceitos-chave* para entender seu pensamento. A abordagem da *decisão de investir* como parte integrante da composição do *portfólio*, em estado de incerteza, é **peça central da análise de Minsky**. A fonte das flutuações cíclicas está na *instabilidade do investimento*. A origem desta está na incerteza que cerca as decisões dos indivíduos e das firmas, numa economia capitalista. A *incerteza* surge porque essas decisões são descentralizadas, não-coordenadas, e podem resultar em processos de geração de *incoerências*, através de confronto de planos incompatíveis.

Neste capítulo, apresentaremos, inicialmente, conceitos básicos, que são necessários para o entendimento do *processo de fragilização financeira*. Depois, caracterizaremos as *posturas financeiras* dos agentes econômicos. A partir do exame da decisão de empréstimo, veremos o *processo de "instabilização da estabilidade"*, inclusive discutindo a elevação do *grau de fragilidade financeira*. Finalmente, teremos a visão do Minsky sobre o papel do *Big Bank* (Banco Central) e do *Big Government* (governo federal), no ciclo de crédito. Concluiremos com questionamento da aplicação da hipótese da instabilidade financeira, elaborada por Minsky, à realidade contemporânea.

---

133

Em artigo autobiográfico, Minsky revela o *início da influência institucionalista em sua obra*. "A experiência na Alemanha [onde serviu, no primeiro semestre de 1946, na Divisão de Estatística do Governo Militar americano] - e as interações com Saposs [David Saposs, chefe dessa Divisão, conhecido economista trabalhista, discípulo de John R. Commons, um grande economista institucionalista norte-americano] - imprimiu em mim a importância das instituições específicas e circunstâncias históricas sobre o que acontece no mundo. Desde esse tempo, penso eu ter entendido que abstrações teóricas são necessárias para ajustar o raciocínio - mas teoria abstrata é o início da análise econômica séria, não o produto final". Em sua opinião, "se eu decidisse, o curso padrão americano em economia seria eliminado e economia seria introduzida no contexto de ciências sociais e história. A maneira americana usual de ensinar economia molda economistas americanos que são bem treinados mas pobremente educados".

## 11.2. Decisão de portfólio

A **principal causa da instabilidade** está na decisão quanto à composição e financiamento do portfólio de cada agente. A cada momento esta decisão conta com novas informações e cenários do futuro. Minsky introduz as relações financeiras na teoria de investimento keynesiana. Ao incorporar a estrutura do passivo, ou seja, o financiamento da posição dos ativos, apresenta superação do capítulo 17 da *Teoria Geral* de Keynes, onde há a ausência explícita das relações financeiras das unidades econômicas que transacionam entre si. Na *decisão de portfólio*, Keynes enfatiza *como escolher* ativos em situação de *economia de mercado de capitais*. Minsky incorpora também *como financiar* a retenção ou a propriedade dos ativos no caso de *economia do endividamento*.

Com Minsky, há a introdução dos passivos na discussão. Interessa não só *a estrutura dos ativos*, mas também como se dá o seu financiamento, verificando *a composição passiva*. Cada unidade econômica é caracterizada por como, no seu fluxo de caixa, compatibiliza *as datas e os valores dos pagamentos* com *as datas em que espera receitas suficientes*, para cumpri-los. O fluxo de caixa de cada agente reflete, portanto, a tentativa de compatibilização do *custo de financiamento em seu passivo* com *a expectativa de retorno de seu ativo*.

A **decisão de portfólio** pode ser vista como a compatibilização de *fluxos de entrada de caixa* (receita e/ou crédito) com os *fluxos de saída de recursos*, para cumprir compromissos contratuais.

Os fluxos de entrada e de saída eram expectativas, que se firmaram em contratos. Mas, enquanto os retornos dos ativos continuam *incertos*, os pagamentos dos passivos contratados tornaram-se *certos*, pois, caso não sejam efetuados, o contratante sofre penalidades. O risco é de bancarrota, com exclusão do jogo econômico.

O conceito de **fragilidade financeira** surge dessa operação. Significa o *grau de prudência no endividamento* dos agentes econômicos que constituem o sistema financeiro, seja por critério de *liquidez*, isto é, disponibilidade de caixa, seja por *solvência*, ou seja, capacidade de pagamento.

Se a taxa de juros real, em relação aos preços dos produtos da firma, se eleva demasiadamente e o retorno líquido do investimento não a compensa, agrava-se a *fragilidade financeira*. Está dada pela relação entre o custo do serviço da dívida e o rendimento esperado.

A **capacidade de pagamento do devedor** é função de:

- vendas da produção corrente e/ou de ativos patrimoniais;
- grau de endividamento;
- prazo da dívida;
- custo da dívida: taxa de juros, correção cambial, correção monetária.

Verifica-se que as finanças de determinado agente não são só função de seu comportamento microeconômico. Estão interrelacionadas com os diversos mercados, que configuram *sistema instável*.

A **capacidade de saldar obrigações** por parte de devedor depende de:

1. o desempenho do *mercado de seus produtos* ou fluxo de lucro;
2. o comportamento do *mercado financeiro*, onde coloca títulos de dívida;
3. os preços (flutuantes) dos ativos, no *mercado secundário*.

### 11.3. Posturas financeiras

Charles Ponzi foi além da mera especulação. O nome desse “audacioso bostoniano” tornou-se sinônimo da *autotapeação financeira*. Galbraith, em seu livro sobre a crise de 1929, ironicamente, conta que “Ponzi acreditava nas vizinhanças boas, compactas: vendeu 23 lotes por acre” (...) “perto de Jacksonville” – ficavam a cerca de 100 km a oeste da cidade! “O *boom* [imobiliário] da Flórida foi a primeira indicação da disposição de ânimo da década de 20 e a convicção de que Deus desejava que a classe média americana fosse rica”. Foi quando começou-se a construir um mundo de simulação especulativa, habitado não por gente que precisa ser persuadida a acreditar, mas por gente que quer desculpa por acreditar. No caso da Flórida, Ponzi percebeu que a afluência desse tipo de crente seria tão grande que as praias, os brejos, os pântanos e as terras cobertas de mato, tudo isso castigado por sol inclemente e varrido por “eventuais” furacões, teriam valor...

A perícia de Ponzi foi lidar com a característica da obsessão especulativa, percebendo que, à medida que o tempo passa, a tendência para enxergar além do simples fato dos valores crescentes em relação aos fundamentos, ou seja, as razões das quais ele depende, vai diminuindo. Não há por que não fazer isso, pois o número de pessoas que compram na expectativa de vender com lucro continua a aumentar em ritmo tal que mantém os preços em ascensão. Só quando o aparecimento de compradores novos, tão essencial à realidade dos preços em elevação, declina, o impulso especulativo se dissipa.



As atividades exacerbadamente especulativas de Ponzi erigiam-se sobre dívidas crescentes. Adotando métodos legais ou não, não cumpria o pagamento nem do principal, nem dos juros. Construía e detonava "correntes da felicidade", que eram "pirâmides" invertidas que se sustentavam enquanto novas entradas cobrissem as saídas de caixas e se desmoronavam quando rompia algum "elo mais fraco"<sup>134</sup>. Não alcançou prosperidade, mas, para a posteridade, tornou-se símbolo de postura financeira encontrada entre agentes econômicos<sup>135</sup>.

As **posturas financeiras** referem-se à *combinação dos fluxos de entrada e de saída de caixa* das unidades decisórias.

Na **postura defensiva**, a composição do portfólio visa, essencialmente, a manutenção da solvência, com os valores patrimoniais do ativo sendo superiores aos valores do passivo e as receitas previstas maiores do que os pagamentos a serem efetuados.

Na **postura especulativa**, os valores patrimoniais do ativo são também superiores aos valores do passivo, mas assume-se insolvabilidades temporárias, com as receitas não cobrindo o principal (a amortização), embora os juros das dívidas (obrigações de curto prazo) continuem sendo pagos. Os agentes, que assumem tal postura, especulam com a possibilidade de serem refinanciados.

Na **postura Ponzi**, as dívidas são emitidas para serem "roladas" – e os credores "enrolados"... Os agentes têm a expectativa de que, a partir de certo momento, com eventos e taxas de juros favoráveis, os fluxos de receitas cobrirão pagamentos necessários, para validação das dívidas pendentes.

---

<sup>134</sup> Na Albânia, surgiu "cadeia da felicidade" com promessa de lucro fácil envolveu aplicações financeiras de parte significativa da população. Sua ruptura e a perda generalizada da riqueza fictícia detonaram uma rebelião popular contra o governo, acusado de envolvimento com a "corrente". No Brasil, houve construtora, contando inclusive com crédito de banco oficial, para rolagem de suas dívidas, envolveu cerca de 42 mil famílias com promessas de atender "o sonho da casa própria" a relativamente baixo custo. Para isso, retrocedeu até ao escambo, pois, na falta de dinheiro, fazia troca direta de apartamentos por espécie, qualquer mercadoria do comprador com alguma liquidez. Até que "o sonho

São **características dos passivos** dos agentes:

- **hedgers**: predominam dívidas de longo prazo e fartos recursos próprios; ficam a salvo do mercado financeiro, se o mercado de bens operar como se espera;
- **especulativos**: os ativos de longo prazo financiados via obrigações de curto prazo, determinando contínua reconstrução do passivo; têm a expectativa de obter no futuro fluxo de caixa suficiente, para amortizar a dívida.
- **Ponzi**: suas dívidas crescem em termos absolutos, porque seu serviço não é atendido; os novos empréstimos necessários para pagar juros são incorporados ao principal.

Um exemplo de postura financeira *Ponzi* é a adotada pela previdência social em *regime de repartição*, aquele em que as contribuições correntes da população economicamente *ativa* pagam as pensões da população *inativa*. Essa transferência de renda é viável até que fatores *demográficos* como o aumento da esperança de vida, a diminuição da taxa de fecundidade, o envelhecimento da população, *conjunturais* como a elevação da taxa de desemprego, e/ou *estruturais* como o maior grau de informalidade no mercado de trabalho, provocam crescentes déficits, detonando a crise da previdência social.

Uma solução, apontada por muitos analistas do problema, é incentivar o uso do *regime de capitalização*, pelo menos na previdência privada complementar. Há dois tipos de planos de capitalização, os *de benefícios definidos* e os *de contribuição definida*. Os primeiros caracterizam-se pela fixação do valor dos benefícios a serem pagos, ficando as contribuições, tanto do empregador, quanto do empregado, como fator variável. Vice-versa, os últimos caracterizam-se pela fixação do valor das contribuições, ficando variável o valor dos benefícios futuros, na medida que dependerá da capitalização das contribuições.

Esses dois tipos de fundos de pensão diferem na distribuição de risco entre a empresa-patrocinadora e o empregado-participante. No *plano de benefício definido*, o patrocinador se compromete a pagar aos participantes pensão relacionada aos ganhos profissionais, recebidos durante suas carreiras, tal como predeterminada porcentagem do salário final, sujeita à ponderação dos anos de serviços na empresa. Então, os participantes trocam parte dos salários correntes por pensões futuras, pagas pelo fundo constituído e com capitalização à taxa média de retorno em longo prazo no mercado de capitais. As patrocinadoras arcam com o risco do investimento, pagando os benefícios compromissados, mesmo se o fundo se mostrar insuficiente. Na prática, usualmente, essa insuficiência é antecipada, quando os ativos declinam seu valor ou os passivos elevam, mantendo sempre um balanço atuarial. Nesse caso, a *postura financeira da empresa patrocinadora de plano de benefício definido* é *especulativa*.

A característica de compartilhamento do risco está ausente dos esquemas dos *planos de contribuição definida*, onde as contribuições são fixadas e os benefícios variam com os retornos do mercado de capitais: todo o risco é assumido pelo empregado-participante. No caso de *crash* na bolsa de valores, justo no ano da aposentadoria, tal risco do plano de contribuição definida pode ser extremamente severo. Essa possibilidade, sem dúvida, dificulta a adesão dos empregados da empresa-patrocinadora, que propõe esse plano como parte de sua política de recursos humanos, de planejamento tributário ou mesmo de autofinanciamento. *A postura financeira da empresa-patrocinadora de plano de contribuição definida é defensiva.*

*Outro exemplo clássico de postura financeira especulativa é a adotada, por definição, pelos bancos.* Devido a sua especialização, eles descolam os prazos de suas *aplicações*, principalmente em empréstimos, dos prazos de suas *captações*, pois têm condições de, diariamente, se refinanciar junto ao mercado financeiro.

O interesse maior nessa caracterização de posturas financeiras é verificar o predomínio de cada qual, ao longo do ciclo de crédito. De acordo com a volatilidade dos valores dos ativos, nos diversos mercados, os agentes econômicos podem assumir, mesmo involuntariamente, uma ou outra postura financeira. Depende do funcionamento dos mercados:

- **defensiva** = f( normalidade do *mercado de bens e fatores de produção* )
- **especulativa** = f( normalidade do *mercado financeiro* )
- **Ponzi** = f( apoio do *mercado financeiro* )

#### 11.4. Processo de “instabilização da estabilidade”

O **processo de instabilização da economia** é visto sob dois pontos de vista distintos quanto ao financiamento do investimento: o do *devedor* e o do *credor*.

A **decisão de empréstimo** depende de:

- **risco do tomador de empréstimos** quanto à *rentabilidade esperada*
- **risco do prestador** quanto à *insuficiência da margem de garantia*, no caso do tomador não pagar sua dívida.

Se o *risco do devedor* está associado à incerteza referente ao retorno do próprio ativo financiado em sua compra, o *risco do credor* envolve esta incerteza acrescida do risco do tomador não pagar nas condições estipuladas em contrato. Este *risco do credor* tem de ser compensado não só com a taxa de juro imposta em cada contrato, além do encurtamento de prazo, como também com certa margem de segurança, expressa por colateral sob forma de ativo em garantia.

As opções de fundos de terceiros são a emissão de novas ações e os contratos de empréstimos. No caso desta última opção, o decisivo é a *aversão ao risco* do credor e/ou do devedor, quando há aumento dos fundos externos em relação aos fundos internos. A idéia é análoga ao *princípio do risco crescente*, de Kalecki.

O **risco do devedor** envolve dois aspectos:

1. a taxa de retorno de qualquer capital é inversamente proporcional à acumulação de riqueza.
2. aumento da participação relativa do investimento financiado por endividamento provoca reavaliação subjetiva da margem de segurança.

Nesse caso, cai a taxa de desconto atribuída aos ganhos esperados. Isto, por sua vez, implica na queda do **preço de demanda do ativo de capital**. Esta é a taxa de retorno de um ativo representada pela seguinte fórmula:  $q - c + l + a$ , onde  $q$  é o rendimento,  $c$ , o custo de manutenção ou de financiamento,  $l$ , a liquidez,  $a$ , a variação patrimonial, avaliado ou cotado a preço de mercado. Naquele caso, cai o valor presente do fluxo de caixa esperado proveniente de sua utilização:  $q - c$ .

A elevação do **preço de oferta do ativo de capital**, isto é, o custo de reposição ou preço de indução para produzi-lo, ocorre por causa do adicional com valor capitalizado do fluxo de caixa destinado aos compromissos financeiros. Estes são elevados com a maior parcela do investimento financiada externamente.

O maior *preço de demanda* do bem de capital face ao *preço de indução da decisão de produção* de bem de capital é a causa primária da variação positiva do investimento. O **boom de investimentos** ocorre quando há menor aversão ao risco e maior uso da margem ociosa da capacidade de endividamento. O aumento do *grau de endividamento* expressa a variação do uso de fundos externos face aos fundos internos. Há maior pressão da demanda e aumento dos preços dos ativos retidos.

O bom desempenho econômico e as altas taxas de retorno do capital aplicado conduz a um clima de expectativas otimistas. Os baixos riscos de endividamento avaliados pelos credores e devedores dão margem a que os investimentos sejam sustentados por *criação endógena de dinheiro* através do crédito bancário. O período de tranquilidade financeira e prosperidade econômica tende a levar à redução da margem de garantia requerida pelos bancos e a aumentar o grau de alavancagem financeira das empresas não-financeiras, subestimando-se os futuros riscos do financiamento externo em relação ao uso de fundos internos.

Quando se eleva o fluxo de caixa referente ao pagamento de compromissos financeiros diante do fluxo de receita esperada, é sintoma da diminuição do *grau de prudência no endividamento*. Com o aumento relativo dos encargos financeiros, há maior dependência de *refinanciamento* por parte

expansão, com a necessidade de crédito, se as autoridades monetárias tentam regulamentar a relação entre os bancos e seus clientes, o interesse mútuo de mutuantes e mutuários resulta em *inovações financeiras* fora do controle do Banco Central. Há *criação endógena de moeda*.

Ao longo desse *boom*, as margens de segurança requeridas na concessão de crédito são diminuídas. A estrutura de ativos aponta na direção de maior grau de especialização em bens de capital, caindo a parcela relativa dos ativos mais líquidos perante aos menos líquidos. A decisão de investimento através da aquisição de ativo de capital, para propiciar maior fluxo de caixa (*q*), implica em *decisão de portfolio*, em que a emissão de dívidas significa aumento do fluxo de obrigações (*c* sendo tanto custos de retenção de ativos quanto custos financeiros) e menor grau de liquidez (*l*) no portfolio, por causa da revenda dos ativos líquidos, para aquela aquisição.

Aumenta, portanto, a imobilização dos balanços das firmas, que passam a ter menor margem de manobra frente às novas necessidades de refinanciamento. Para honrar os compromissos financeiros, eleva-se a dependência de crédito de curto prazo em relação à capacidade de pagamento com receitas correntes. Os períodos de *boom* dos ciclos econômicos, enfim, são caracterizados por maior grau de endividamento.

Seqüência causal do **processo de “instabilização da estabilidade”**, que ocorre no ciclo de expansão:

1. *expectativas* correspondidas e *contratos* cumpridos;
2. diminuição das exigências de *margens de segurança*;
3. aumento do *prazo das aplicações produtivas*, investimentos que têm longo prazo de maturação, financiados com base em *endividamento de curto prazo*;
4. elevação da *renovação de empréstimo* e da *recontratação de captação bancária*;
5. abreviação dos *prazos de pagamento* e aumento dos *juros*;
6. aumento da *freqüência de pagamentos* para saldar débitos que vão vencendo;
7. maior necessidade de *liquidez*;
8. aumento do prêmio para se abandonar a liquidez (a taxa de juros).

Assim, mesmo sem **choque exógeno**, pode haver **reversão endógena**, devido à maior necessidade de liquidez não ser atendida com taxa de juros compatível com o fluxo de caixa. Isto pode ocorrer por problema de avaliação econômico-financeira, ou seja, revisão das expectativas quanto ao risco do credor e do devedor, na relação entre banqueiros e clientes, devido ao menor ritmo de vendas no mercado de bens e serviços.

A **inversão do ciclo de expansão** pode se dar em função de

- aumento percentual do *estoque* de dívida face ao *saldo* de fundos próprios e/ou
- o aumento do *fluxo* do serviço da dívida face ao *fluxo* de receitas.

Além destas *receitas correntes*, obtidas no *mercado de bens e serviços*, o devedor pode buscar fundos para cumprir os compromissos financeiros através de duas alternativas. Via *refinanciamentos* o torna dependente do comportamento do *mercado financeiro*. Ou por meio da *liquidação* de seu patrimônio imobilizado (ou aplicado) no *mercado de ativos*.

Se a taxa de juros sobe, as unidades especulativas tentam se refinarciar ou vender ativos, o que, se for realizado simultânea e agregadamente, abaixa seus preços. Menores lucros comprometem mais o fluxo de caixa e podem levar outras unidades à necessidade de refinanciarem a dívida e, se não conseguirem saldar os débitos que vão vencendo, também venderem ativos e assim sucessivamente. Elevação do grau de fragilidade financeira com iliquidez e insolvência de empresas endividadas resulta em processo de *passagem do predomínio* do agente *hedge* para o *especulativo*, com risco de alcançar o do *Ponzi*.

A insolvência das unidades *especulativas* e *Ponzi*, provocada pela elevação exógena da taxa de juros, atinge indiretamente as *hedges*. Isto ocorre tanto com a queda da demanda de bens dos agentes especulativos e Ponzi, quanto a crise detonada no *lado real*, quanto com a queda dos preços dos ativos colocados à venda para saldar débitos.

A venda de ativos, para obtenção de "caixa", se generalizada, pode provocar **queda nos preços dos ativos**, inclusive resultar em menor margem de garantia em termos reais, e desencadear a reversão de expectativas para novas decisões de investir. A queda do *preço de demanda dos ativos de capital*, inclusive das cotações das ações, induz as aquisições de controle acionário de plantas existentes. Há revisão das decisões de novos investimentos, pois os gastos com *preços de oferta de bens de capital* tornam-se maiores do que o preço de comprar o já existente, ou seja, maiores do que os gastos com *fusões, aquisições e associações com empresas existentes*.

Com a **queda dos gastos em investimentos** e, conseqüentemente, da demanda efetiva, surge *processo de deflação dos débitos*. Os recursos disponíveis são utilizados para saldar as dívidas e/ou adquirir ativos mais líquidos. A preferência pela liquidez, sob forma de moeda e quase-moeda, resulta da reavaliação subjetiva dos agentes econômicos quanto à estrutura de seus passivos. Em ajustamento financeiro, as firmas devedoras se dedicam a processo de alongamento do perfil da dívida, buscando *funding* para trocar dívida de curto prazo por dívida de longo prazo.

Não só os empresários devedores, mas também os banqueiros credores revêm suas posições.

O **estado de crédito** descreve as expectativas dos credores em relação aos negócios de seus clientes.

A revisão das expectativas conduz a novas avaliações subjetivas, que expressam a dúvida quanto à capacidade de honrar as dívidas por parte de seus clientes. Pioram as condições de crédito em termos de prazo, exigências de garantias e custo. O resultado é a diminuição do *grau de alavancagem financeira* das firmas.

O **grau de alavancagem financeira** expressa a medida em que o endividamento financia operações ativas das empresas, elevando a taxa de retorno sobre os capitais próprios correspondentes. A *alavancagem financeira* é positiva quando o uso de capitais de terceiros impõe custos inferiores ao rendimento obtido com seu uso.

A deterioração das condições de crédito, portanto, é decisiva. Na verdade, a *preferência pela liquidez*, que eleva a taxa de juros, e a *flutuação do investimento*, porque a demanda insatisfeita por crédito a curto prazo conduz à venda generalizada e à queda dos preços dos ativos, expressam *dois aspectos do mesmo fenômeno* de reação face à quebra do estado de confiança que se mantinha na expansão. Os preços dos ativos de capital e dos títulos financeiros são voláteis, ao longo do ciclo completo.

Em suma, as configurações incoerentes resultantes de planos incompatíveis das empresas não-financeiras e das instituições financeiras com atuação própria refletem a divergência de expectativas quanto às margens de segurança. A elevação do risco do credor e do tomador de crédito acaba por produzir queda na demanda por investimento, com reflexo no desemprego e na renda, conduzindo a economia a período de recessão.

A *hipótese da instabilidade financeira*, de Minsky, apoia-se em dois aspectos do processo de fragilidade financeira. Do *lado passivo*, o encarecimento do serviço da dívida e sua necessidade de rolagem provocam pressão de liquidação dos valores dos ativos. Do *lado ativo*, a queda dos lucros conduz à deterioração da capacidade de validação dos débitos. Em poucas palavras, a *hipótese da instabilidade financeira* constitui o principal instrumental analítico, elaborado por Minsky, centrado na mudança do estado de expectativas de lucro a longo prazo, que baliza as decisões empresariais para emitirem e de seus credores para reterem títulos de dívida, com o objetivo de financiarem posições em ativos de capital e projetos de investimento.

### 11.5. Papel do *Big Bank* e do *Big Government*, no ciclo de crédito

As razões para o não atendimento da demanda de crédito são:

1. público não-bancário não mais querer adquirir ativos financeiros e “liberar” moeda para propiciar *finance* ou *funding*;
2. a restrição ao refinanciamento, devido ao aumento do *risco do credor* (*exposure* do banco), constatado com a análise do *credit score* do devedor: o comprometimento do seu faturamento mensal com dívidas, acompanhado pela cobrança bancária de seus títulos;
3. as Autoridades Monetárias não sancionarem mais a criação de moeda bancária sobre a base tradicional de reservas e/ou elevarem a taxa de juros de referência.

O papel do *big bank* (Banco Central), segundo Minsky, no auge econômico, deve ser acomodar a necessidade de liquidez real, provocando um aborto das crises financeiras. Com isso, haveria a continuidade dos processos de expansão de capacidade produtiva, os lucros seriam validados, permitindo o pagamento dos compromissos.

A receita de política monetária, prescrita por Minsky, é:

- atitude acomodatória quanto à endogeneidade da oferta monetária.
- rígido controle institucional e/ou fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos.

O papel do *big government* (governo federal), na crise econômica, deve ser de intervenção via **política fiscal ativa**. O aumento do gasto público autônomo (independentemente das expectativas reinantes) garante o nível da demanda efetiva e compensa a eventual queda do gasto privado em consumo e investimento. Mantendo os lucros, devido ao multiplicador de rendas, as empresas obtêm receitas maiores que os pagamentos previstos no balanço de cada agente econômico. É receita tipicamente keynesiana.



### 11.6. Hipótese da instabilidade financeira em contexto de desintermediação bancária

Para concluir, como provocação à reflexão, propomos ao leitor discutir se a hipótese da instabilidade financeira de Minsky, construída apropriadamente para *economia de endividamento*, onde predominava o mercado de crédito, estaria adequada para *economia de mercado de capitais*, onde predomina o lançamento de títulos de dívida direta e ações em relação ao financiamento bancário.

Nesse questionamento da aplicabilidade das idéias de Minsky, são **perguntas-chave**: na economia contemporânea, conceitos básicos, na explicação da fragilidade financeira sistêmica, como *risco do credor* e *risco do devedor*, seriam válidos? O mercado de derivativos afastaria o risco sistêmico? Como ocorreria a reversão endógena em ciclo de preços dos ativos? Ocorrendo isso, haveria refinanciamento do investidor?

Nossa postura metodológica sugere defender a **tese** da adequação da teoria de Minsky ao novo cenário institucional do sistema financeiro, desde que para isso sejam feitas as mediações analíticas necessárias.

Não devemos incorrer no “vício ricardiano” de transplante direto de teoria pura para explicação da realidade, mas sim adequar os conceitos à nova realidade histórico-institucional.

De fato, o ciclo de inflação e deflação dos preços dos ativos, acompanhado de crises de deflação de dívidas, ou seja, dos ativos bancários, se diferencia, em parte, do ciclo de negócios *a la* Minsky. Neste, quando o *preço de demanda* dos ativos de capital, cotados pelo mercado, está maior do que o *preço de oferta* desses ativos, há produção de bens de investimento. Pode ocorrer o aumento dos *preços de mercado dos ativos* ser maior do que o dos *preços da produção corrente*, porém, esse fenômeno não estimular decisões de investimento consistentes. Nossa hipótese analítica é que os investidores percebem as frágeis bases dos ciclos especulativos alavancados pelo crédito, para a circulação financeira mas não para a circulação industrial, sujeitas às crises bancárias.

O mercado de futuros e de opções e as “finanças” fora-de-balanço, principalmente em fundos mútuos de investimento administrados por bancos, obscurecem o montante de riscos embutido nos portfólios. Complicam a análise do risco do credor. Os bancos fazem operações de alavancagem financeira, permitindo os investidores seguirem tendência especulativa, confiando na *securitização* de ativos. No entanto, tudo isso dá mera ilusão de transferência do risco entre os agentes individuais, não permitindo perceberem o acréscimo no risco global ou sistêmico. Nos *crashes*, a maior velocidade na transferência de dados e venda de ativos resulta em maior velocidade do colapso dos valores dos ativos. Há, logo, generalização da pressão das vendas.

Outra diferença entre a *economia de endividamento* e a *economia de*

refinanciadas, como mostra Minsky, mas dívidas com investidores de mercado são improrrogáveis. Eles não reinvestem seu dinheiro, se há queda de preços dos ativos.

No entanto, a hipótese da instabilidade financeira de Minsky não se torna anacrônica em razão das mudanças institucionais que caracterizam o sistema financeiro. Permanece a instabilidade inerente ao capitalismo: mesmo com suas transformações, está sujeito, recorrentemente, às crises financeiras. Enquanto os agentes econômicos tiverem, em suas decisões descentralizadas e/ou descoordenadas, cenários futuros divergentes, terão planos incompatíveis, nas relações financeiras, gerando incoerências sistêmicas.

Na história do pensamento econômico, “Minsky não morreu”, pelo contrário, o paradigma de Wall Street está cada vez mais vivo e influente. Seu esquema analítico contempla o conceito de inovações financeiras, ou seja, abre espaço teórico para que as mudanças recentes, como outras futuras, enriqueçam a hipótese da instabilidade financeira.

Leitura adicional recomendada:

MINSKY, Hyman. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, Yale University Press, 1986. Cap. 8 (Investment and Finance) e 9 (Financial Commitments and Instability).

**Comentário:** Nesses capítulos, Minsky condensa o essencial de sua obra.

FAZZARI, S. & PAPADIMITRIOU, D. (ed.). Financial Conditions and Macroeconomica Performance (Essays in Honor of Hyman P. Minsky). NY, M. E. Sharpe, 1992.

**Comentário:** Vale a leitura de todos esses ensaios em honra de Minsky, mas, particularmente, os biográficos.

DEOS, Simone S.. A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais. PA, Dissertação de mestrado pela UFRGS, 1997.

**Comentário:** Apresentação da hipótese da instabilidade financeira e de suas críticas, buscando sua adequação ao contexto contemporâneo.

BASTOS, Pedro P. Z.. Readaptando a hipótese da instabilidade financeira (Minsky está morto?). Leituras de Economia Política 3. Campinas, IE-UNICAMP, 1997.

**Comentário:** Instigante artigo sobre a contemporaneidade de Minsky.

**Resumo:**

1. Depois de apresentar o conceito-chave de *decisão de portfólio*, na obra de Minsky, analisamos as posturas financeiras dos agentes econômicos, o processo de instabilização e o papel da política monetária e da política fiscal.
2. A **decisão de portfólio** refere-se a que ativos escolher e reter (*economia de mercado de capitais*) e como financiar a retenção ou propriedade dos ativos (*economia do endividamento*), ou seja, trata da compatibilização de *fluxos de entrada* de caixa (receita e/ou crédito) com os *fluxos de saída* de recursos para cumprir compromissos contratuais.
3. A manutenção de uma **postura financeira defensiva** depende da normalidade do mercado de bens e fatores de produção; *postura especulativa* está condicionada à normalidade do mercado financeiro; e assumir a *postura Ponzi* necessita do apoio do mercado financeiro; logo, em condições anormais de instabilidade financeira, os agentes econômicos são conduzidos, involuntariamente, a assumirem as posturas especulativas ou até mesmo a Ponzi.
4. A **decisão de empréstimos** refere-se ao *risco do tomador* de empréstimo quanto à rentabilidade esperada e ao *risco do prestador* quanto à insuficiência da margem de garantia no caso do tomador não pagar; trata de conciliar pontos de vista distintos quanto ao financiamento do investimento, de acordo com os graus de aversão ao risco do credor e do devedor, cada qual levando em conta sua relação *fundos externos / fundos internos*.
5. O **grau de fragilidade financeira** refere-se ao nível de prudência no endividamento, dado pela capacidade de pagamento dos serviços da dívida com receitas obtidas no *mercado de produtos*, isto é, bens e serviços, ou com refinanciamentos conseguidos no *mercado de crédito*, ou, em última instância, com recursos resultantes da liquidação patrimonial, ou seja, vendas no mercado de ativos, ou seja, *mercado de capitais*.
6. A **receita de política monetária**, dada por Minsky, é a adoção de atitude acomodatória quanto à endogeneidade da oferta monetária em simultâneo com rígido controle institucional e/ou fiscalização administrativa permanente sobre a atuação dos bancos.

## CAPÍTULO 12

### CIRCUITO

#### DECISÃO-FINANCE-INVESTIMENTO-RENDA-APLICAÇÕES-FUNDING

*“Em alguns países, há pequenos grupos radicais que recusam a falar a língua oficial e a maioria dos cidadãos não pode entendê-los. Eles são chamados separatistas. No nosso país, nós temos o mesmo tipo de grupo. Eles são chamados de economistas”.*

#### 12.1. Introdução

Convencionalmente, para avaliar os pretensos limites que o consumo elevado das famílias, ou sua contrapartida sob forma de *poupança privada* limitada, e/ou do governo, resultando em baixa ou nenhuma *poupança governamental*, representada pela obtenção superávit fiscal, imporiam à trajetória de crescimento econômico sustentado, se faz análise quantitativa da importância da restrição da *poupança interna*, para a retomada do crescimento a um ritmo mais intenso.

Nesse sentido, segue-se a tradição do que ficou conhecida como a do *modelo dos três hiatos*. Constitui a evolução do *modelo de dois hiatos*, cuja concepção original é de Chenery (1961).

Formalmente, temos a *equação da demanda agregada*:

$$Y = (C + I) + (G - T) + (X - M), \text{ onde: } Y = \text{PIB};$$

$$(C + I) = \text{demanda efetiva privada};$$

$$(G - T) = \text{déficit público};$$

$$(X - M) = \text{saldo de transações correntes}.$$

Ela pode ser reformulada de maneira a destacar a *função investimento-poupança*:

$$I = (Y - C) + (T - G) + (M - X), \text{ onde: } I = \text{investimento};$$

$$(Y - C) = \text{poupança privada (lucros retidos no caso das empresas)};$$

$$(T - G) = \text{poupança governamental (superávit fiscal)};$$

$$(M - X) = \text{poupança externa (transferências financeiras do exterior)}.$$

Os **recursos escassos**, de acordo com o *modelo dos três hiatos*<sup>136</sup>, que poderiam limitar o crescimento do investimento, seriam:

1. a *escassez de poupança*;
2. a *restrição fiscal*;
3. o *teto de divisas*.

Vamos criticar, inicialmente, essa *tese da escassez da poupança*, baseada em conceituação equivocada. Posteriormente, apresentaremos a visão do circuito monetário em que se destaca a necessidade crucial não de *poupança*, em seu sentido convencional, mas sim de *financiamento*. Depois, para ser crítica construtiva, analisaremos a alternativa conceitual de utilização dos conceitos de *finance* e de *funding*.

## 12.2. Crítica ao conceito de poupança

No primeiro dia de aula do curso de “Introdução à Economia”, aprende-se que a renda é a soma do consumo e do investimento  $Y = C + I$  e a poupança é o diferencial da renda e do consumo  $Y - C = S$ , logo, de acordo com a aritmética, a poupança é igual ao investimento  $S = I$ . A partir desse ponto, cada aluno depende de sua sorte.

Se o professor for neoclássico, ele fará a seguinte leitura dessa identidade contábil, que é verdadeira por definição: baixa poupança  $S_{t-1}$  ocorre devido a alto consumo  $C_{t-1}$ , o que acaba resultando em baixo investimento  $I_t$ , queda da renda  $Y_t$  e do emprego  $N_t$ . Em poucas palavras, a lição será: *a escassez da poupança é devido ao excesso de consumo*.

Se o professor for keynesiano, ele criticará essa *visão estática* e mostrará que ele contém inversão lógica ao ver a poupança  $S_{t-1}$  determinado o investimento  $I_t$ . Dirá que se trata de “falácia da composição”, que ignora o “paradoxo da parcimônia”, se todos os indivíduos passarem a poupar mais  $S_{t-1}$ , cortando seu consumo  $C_{t-1}$ , a sociedade, ao contrário do que a visão neoclássica (e a ética protestante) sugere, não enriqueceria. Na verdade, obteria menor renda  $Y_t$  e emprego  $N_t$ ; conseqüentemente, também menor poupança  $S_{t+1}$  agregada.

Este professor oferecerá, então, *visão de dinâmica econômica*, em que maior consumo  $C_{t-1}$  aumenta a relação  $Y / K$ , isto é, a utilização da capacidade produtiva, estimulando o investimento  $I_t$ ; este, via o multiplicador, eleva a renda  $Y_t$  e o emprego  $N_t$ . Assim, ao final do processo, a poupança  $S_{t+1}$  agregada, dada pela diferença contábil entre a renda gerada  $Y_t$  e o

consumo agregado do período considerado  $C_{t-1}$ , será também maior. A lição será: *demanda aquecida gera recursos para pagar o financiamento.*

Outra aula que o aluno “sofre” é a de “Contabilidade Social”. Nesta, são apresentados uma série de conceitos de poupança.

- **poupança externa** = *déficit* do balanço de pagamentos em transações correntes;
- **poupança interna real** = *fluxo* de renda utilizado no gasto em bens e serviços associado ao investimento;
- poupança interna *financeira* = **saldo de aplicações das sobras líquidas de recursos em ativos financeiros.**

Intuitivamente, o aluno poderia pensar que esses conceitos, em que se mistura *fluxos* e *estoques*, são complementares e/ou “compensatórios”: quando cai a poupança *externa*, sobe a poupança *interna* (e vice-versa). Ou, então, que a poupança *financeira* e a poupança *real* são interdependentes. Isso está longe da realidade, mas até economista consagrado pela *midia* pensa também dessa forma.

- Há diferentes maneiras de descrever** a conta corrente do balanço de pagamentos:
1. como a *variação do ativo externo líquido*, dada pela diferença entre o investimento externo líquido e o crédito líquido da economia, obtido no resto do mundo:  **$CC = B^* - B^*_{-1}$**
  2. como o *saldo do balanço comercial mais o fator líquido dos pagamentos do exterior* (pagamento de juros sobre ativos líquidos externos):  **$CC = X - M + NF = BC + r B^*_{-1}$**
  3. como a *diferença entre a poupança nacional e o investimento*:  **$CC = S - I$**
  4. como a *diferença entre a renda e a absorção*, ou seja, o gasto total dos habitantes, que é expresso por  **$A = C + I$** :  **$CC = Y - A$**

A dedução convencional desses conceitos, sugerida após suas apresentações, é que a necessidade de captar *poupança externa*, via déficit na conta corrente, ocorre se nação está desacumulando ativos líquidos internacionais, ou seja, está devedora líquida do resto do mundo. Em outros termos, se a nação gasta (*absorve*) mais do que ganha.

**A formulação da abordagem por absorção do balanço de pagamentos é a seguinte:**

**$RN = C + I + G + X - M + RL_{rm}$ , onde RN é a renda nacional e  $RL_{rm}$  a renda**

**$A = C + I + G$**  => a **absorção (A)** é a parte da renda nacional (RN) que é absorvida pelos gastos internos ( **$C + I + G$** ).

**$RN = A + BTC$** , onde **BTC** é o saldo do balanço das transações correntes.

$$BTC = RN - A$$

**$BTC > 0$**  =>  **$A < RN$**  => poupança nacional positiva = *capacidade de financiamento*

**$BTC < 0$**  =>  **$A > RN$**  => **necessidade de financiamento** => o país usa poupança externa para gastar mais do que sua renda.

Vale a pena lembrar as hipóteses sobre os fatores determinantes de cada um dos componentes do  **$BTC = X - M + RL_{rm}$**

**Exportações X** = f( taxa de câmbio real [  $e_r$  ]; renda real *no exterior* [  $Y^*$  ])

**Importações M** = f(  $1 /$  taxa de câmbio real [  $e_r$  ]; renda real *interna* [  $Y$  ])

Dependem da *elasticidade-preço* e da *elasticidade-renda*.

O **aspecto financeiro do saldo do balanço de transações correntes BTC** tem sua origem na diferença entre a *renda nacional (RN)* e os *gastos internos (A)*:

$$RN = C + S + TI \text{ (impostos líquidos de subvenção)}$$

$$BTC = RN - A = C + S + TI - C - I - G$$

$$BTC = (S - I) + (TI - G)$$

Portanto, déficit do balanço de transações correntes ( **$BTC < 0$** ) significa que há excedente do *investimento privado* sobre a *poupança privada* (  $[S - I] < 0$  ) e/ou *déficit fiscal* (  $[TI - G] < 0$  ).

O **excesso de gastos**, ou a **insuficiência de poupança**, correspondente ao déficit externo, seria devido:

- às escolhas privadas;
- à política fiscal adotada.

A dedução desse *modelo da abordagem pela absorção do balanço de pagamentos*, para a política econômica, é que, *ceteris paribus*, isto é, com a renda nacional **RN** dada pelo pleno emprego ou pelo corte temporal, política fiscal *expansionista*, além de déficit fiscal, provoca *déficit* do balanço de transações correntes **BTC**, e política fiscal *restritiva*, obtendo *superávit* fiscal, provoca *superávit* desse balanço **BTC**.

A visão do *mainstream* é que, em *economia fechada*, o efeito deslocamento (*crowding-out*), provocado pela expansão dos gastos governamentais, reduz a poupança privada e leva ao declínio do investimento privado. Em *economia aberta*, o aumento de gastos públicos provoca a redução de outras formas de gastos, inclusive a redução das exportações líquidas e, conseqüentemente, do saldo do balanço de transações correntes BTC, ou seja, eleva a necessidade de financiamento externo.

De acordo com o cálculo das Contas Nacionais através de agregados macroeconômicos keynesianos, a poupança *interna* não se contrapõe à poupança *externa*. Porém, no raciocínio convencional, a poupança *total* da economia resulta da soma da poupança *externa*, contabilmente igual ao déficit em conta corrente, e da poupança *doméstica*. Esta última, por sua vez, é composta, pela poupança *pública*, calculada pela diferença entre o investimento do governo e o déficit público, e pela poupança *privada*.

Na realidade, os economistas ortodoxos manipulam as estatísticas de maneira tal que a poupança privada é obtida residualmente. Eles tem a Formação Bruta de Capital Fixo, obtida por proxies como evolução da indústria de construção e máquinas e equipamentos, além de sua importação. Daí subtraem a “poupança externa”, ou seja, o déficit do balanço de transações correntes, para obter a “poupança doméstica” e desta subtraem a “poupança (ou despoupança, sic) governamental”, para alcançar como resíduo contábil o que, conceitualmente, deveria ser o ponto de partida: a “poupança privada”.

Essa evidência empírica, apresentada aparentemente em defesa da “tese da escassez da poupança”, pode ser vista como demonstração de posição contrária, ou seja, que o que, de fato, ocorre é “escassez de gastos”. Em outros termos, a série temporal com a composição da poupança em percentual do PIB pode sugerir leitura equivocada. Por exemplo, economista pode afirmar que “a existência de déficit em conta corrente (poupança externa) é a expressão da poupança interna do Brasil ser insuficiente para financiar o investimento agregado”.

Se a esse argumento junta-se a opinião de que “a piora do déficit na conta corrente dos últimos anos espelha, em parte, a deterioração da questão fiscal”, chega-se à proposição de “reduzir o déficit público para abrir espaços maiores de investimento junto com esforço de redução do consumo. Com isso, haverá aumento maior de poupança pública e privada disponível no setor interno para investimento e o Brasil depender menos de recursos externos”. Essa idéia tornando-se oficial, muitos cidadãos deste país pagarão a conta, com mais ônus social devido a equívocos de alguns economistas.

São vários os equívocos. Percebe-se logo que, quando cai o investimento, em anos de recessão, em que há queda do PIB, amplia-se a capacidade ociosa e reverte-se a expectativa dos empresários. Isso leva à suspensão de seus projetos de ampliação da capacidade produtiva. Em outras palavras, quando cai a renda, conseqüentemente, também cai o resíduo contábil classificado como “poupança”.



Importante é destacar a aparente correlação, com ou sem defasagem, entre as séries anuais da poupança total (ou investimento) e de crescimento do PIB. Mas é *correlação espúria*, devido à interdependência demonstrada. Conceitualmente, quando cresce o investimento, multiplica-se a renda, que resulta em maior “poupança”, dada pela diferença entre a renda e o consumo do período. E vice-versa.

O cálculo da composição da poupança agregada é *residual*, ou seja, tendo seu total, obtido pelo investimento, subtrai-se o que é possível apurar *diretamente*: a “poupança externa” (déficit na conta corrente do balanço de pagamentos) e a “poupança do governo” (déficit público descontando-se seus investimentos). A “poupança privada”, portanto, é resíduo contábil, obtida *indiretamente*, pois não há possibilidade de levantamento estatístico do “consumo agregado”, para subtraí-lo da renda gerada no período, e obter *diretamente* essa poupança.

Sendo assim, evidentemente, dado o investimento e/ou a poupança total, elevando-se o déficit no balanço de transações correntes, por exemplo, em razão de câmbio defasado, déficit do balanço comercial, crescimento de viagens internacionais, despesas com fretes, remessas de lucros e dividendos, pagamento de juros internacionais, etc., vai se obter queda da “poupança interna”. Sendo o déficit público a outra informação disponível, alcança-se por diferença a “poupança privada”.

Na verdade, **variáveis exógenas**, determinadas discricionariamente, como a taxa de juros e a taxa de câmbio, explicam mais o déficit público (“poupança do governo”) e o déficit na conta corrente (“poupança externa”) do que qualquer abordagem pelo excesso de gastos não-financeiros internos, privados ou públicos.

No entanto, alguns economistas, de acordo com a abordagem por absorção do balanço de pagamentos, colocam a origem do déficit na conta corrente na diferença entre a renda nacional e os gastos internos. Explicam-no pela existência de excedente do investimento privado sobre a poupança privada e/ou déficit fiscal. O excesso de gastos (ou insuficiência de poupança), correspondente a esse déficit externo, dependeria então de escolhas privadas e/ou governamentais.

Outro equívoco é supor *dada* a produção doméstica, a partir de hipotético pleno emprego. Em visão estática, evidentemente, ocorre sempre o que se traduz por “efeito esvaziamento” (*crowding out*): para aumentar os gastos em investimento, necessariamente tem de cortar consumo privado e/ou gastos públicos ou então ter maior déficit em transações correntes externas. É incrível o que os economistas tiram de pobre identidade contábil: sugerem recessão com a maior desfaçatez! Aliás, por isso Deus criou os economistas: para os desastres naturais parecerem amenos...

Por fim, deve-se salientar que a definição de *poupança financeira* como saldo de aplicações financeiras distingue-se do conceito econômico convencional da poupança

O total de **saldos financeiros** não corresponde àquele conceito econômico convencional de **poupança**, referente ao resíduo entre o *fluxo* total da renda gerada (valor adicionado) e o *fluxo* de consumo agregado, em dado período, visto que:

- os *depósitos à vista*, considerados *poupança financeira*, se multiplicam a partir do *finance* concedido para o capital de giro inicial do investimento, além de que renda *recebida* (faturamento), em contas correntes, não significa renda *não consumida* (poupança);
- parte do excedente em circulação pelo setor financeiro *financia consumo e especulação* (e não só *investimento*), descaracterizando-o como *poupança* enquanto *parcimônia*;
- há *dupla contagem*, na emissão total de ativos financeiros, pois sobre a *dívida primária* criam-se várias "*camadas*" de *ativos derivativos* (*dívida secundária*), que decorrem de (ou são lastreados por) os ativos de lançamento primário.
- há *ilusão monetária*, no crescimento do total de haveres financeiros, pois este inclui também *ativos indexados*, que se elevam através da correção monetária por índice de inflação, e não devido a aumento da poupança;
- saldo de ativos financeiros de cada família corresponde a sua *aplicação bruta* (e não líquida), ou seja, não revela se ela é predominante credora ("poupadora") ou devedora.

No debate sobre a pretensa "escassez da poupança interna", para ele ser produtivo, tem de se definir com precisão sobre o que se está falando. O **conceito de poupança** é objeto de controvérsia entre os economistas. Há aqueles se guiam pela teoria dos fundos de empréstimos e outros de opinião que, na macroeconomia dinâmica, é dispensável tal conceito, pois só gera confusão e pode ser substituído pela visão do circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding*.

Os **conceitos de poupança** sob os pontos-de-vista *microeconômico* e *macroeconômico* se diferenciam:

- **poupança individual**: *saldo* com a parcela *não gasta* da renda recebida.
- **poupança macroeconômica**: *diferença ex-post* entre fluxo de renda e fluxo de gastos agregados em bens de consumo, ou seja, corresponde ao fluxo de gastos agregados em bens de investimento.

A **poupança real agregada** não é nem a simples soma de poupanças individuais, nem corresponde ao saldo líquido das aplicações financeiras. Em termos dos agregados macroeconômicos, o gasto em investimento resulta *ex-post* (*a posteriori*) em poupança equivalente por definição. É, portanto, resíduo contábil não objeto de decisões, ou seja, variável-resultado. Não se decide a *não gastar* mas sim a *aplicar*. O poder de compra não destinado ao gasto é aplicado inclusive em estoque de ativos monetários. Se não se decide a gastar

partir desse fluxo de renda não recebida, mas sim a partir do próprio estoque líquido de riqueza e/ou do crédito compromissado. Logo, sendo a lógica da escolha individual diferente da lógica do comportamento agregado resultante, também o conceito de poupança microeconômica é dispensável.

Se os capitalistas não podem decidir o que lucram, também não podem decidir *ex-ante*, antes do valor adicionado, o que podem "poupar", ou seja, reter dos lucros. Só podem decidir *ex-ante* o que investem com capital próprio, isto é, lucros retidos aplicados em portfólio, e/ou com empréstimos de capital de terceiros. Em macroeconomia dinâmica, adota-se os conceitos de *finance*, finanças disponíveis aos gastos de investimento iniciais, e *funding*, consolidação financeira das dívidas de curto prazo no tempo adequado à maturação do investimento e sua amortização. Com eles chega-se à noção simples de que os investimentos *ex-post* provêm de financiamento (*finance*) para efetivação das decisões de gastos em investimentos *ex-ante* e não de "poupança prévia".

### 12.3. Circuito monetário

As diferentes fases técnicas do **processo de criação e anulação de moeda**, a partir da concessão de empréstimo por parte de banco, até o pagamento dos salários e matérias-primas, o retorno da liquidez às mãos das empresas, e o reembolso final do crédito, são descritas por Graziani, baseando-se na teoria keynesiana <sup>137</sup>.

A primeira fase, **criação de liquidez**, é representada pela concessão às empresas de empréstimo que lhes permite cobrir os custos de produção.

Qualquer empresa pode ter recursos, em princípio, de duas **fontes de financiamento**:

1. por empréstimo bancário no *mercado de crédito*;
2. por colocação de títulos e/ou ativos no *mercado de capitais*.

Este último pode ser, também, fonte de liquidez para as empresas.

A segunda fase da sequência, **financiamento da produção**, consiste na utilização que as empresas fazem dos empréstimos recebidos. Embora se enfatize o *financiamento dos investimentos*, a produção de bens de consumo, assim como a produção de bens de capital, exige a disponibilidade de fornecimento de fundos.

- o **financiamento inicial (*finance*)**, empréstimo de capital de giro para as empresas financiarem a produção, é fornecido pelo crédito bancário, ou seja, a fonte não é a despesa dos consumidores.

- no que se refere ao **financiamento final** (*fundings*), os fundos que permitem às empresas reembolsar as dívidas aos bancos, e que as empresas obtêm vendendo, seja bens, seja títulos, é evidente que estes fundos não podem senão vir das rendas precedentemente distribuídas.

Pode ocorrer que as famílias decidam manter parte de sua renda sob forma líquida e que, em consequência, as empresas não estejam em condições de reembolsar, completamente, as dívidas aos bancos. Se isto ocorre, os empréstimos bancários que não são reembolsados não servirão a financiar mais nem o consumo nem os investimentos. O papel maior dos bancos será captar os encaixes líquidos que serão formados em alguma parte no mercado.

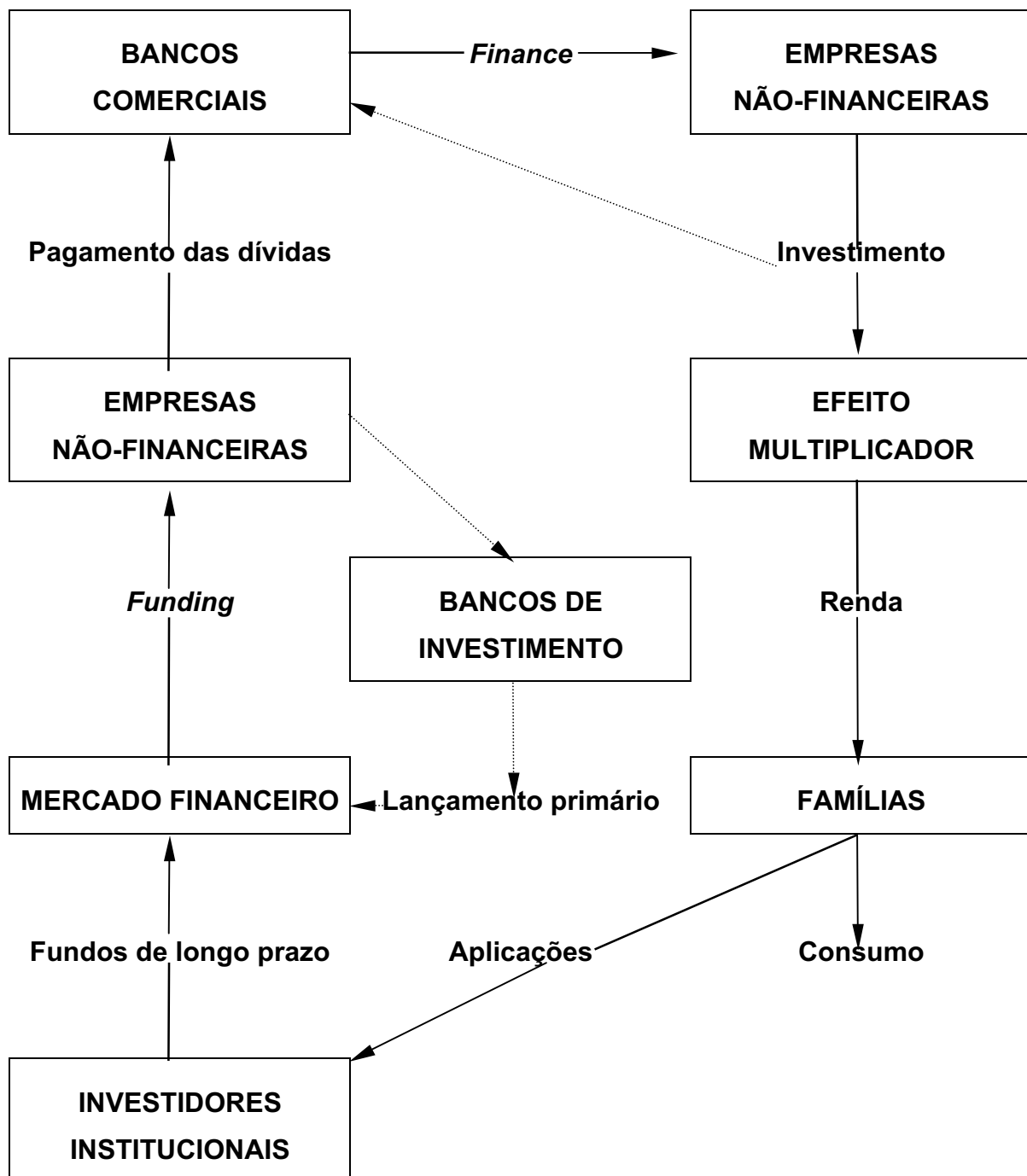
A terceira e última fase é a do **reembolso dos empréstimos**. A maior parte dos autores prefere pensar que são unicamente as *poupanças*, e não os *gastos de consumo*, que fornecem o *financiamento final*. O objetivo típico da empresa é quitar sua dívida com os banqueiros.

O empresário, antes de decidir algum investimento, pode se sentir tranqüilo sob duas formas.

1. antes de tudo, obtendo **financiamentos a curto prazo (finance)**, que sejam suficientes para o período de produção do investimento.
2. depois, sabendo que pode **consolidar suas dívidas de curto prazo (funding)** por meio de uma emissão de títulos prazo, em condições satisfatórias.

Por isto, o **papel do mercado de capitais** não é o de financiar os investimentos (que podem ser tão bem financiados pelos lucros retidos) mas sim o de tornar acessível às empresas, na medida mais completa possível, a chamada, convencionalmente, "*poupança financeira*" (aplicações de longo prazo) das famílias, afim de reduzir seus endividamentos com os bancos (ver fluxograma).

### Fluxograma do Circuito *Finance-Investimento-Renda-Aplicações-Funding*



## 12.4. Finance

Discutindo o caso particular de estado estacionário, Keynes empregou o termo "fundo rotativo" para designar a liquidez (*finance*) que, sem interrupção, as empresas despejam sobre o *mercado de bens e serviços* e recuperam do *mercado de crédito*. Deve-se advertir que, mesmo se esses fundos rotativos pareçam funcionar de forma regular e automática, dependem sempre da vontade dos bancos em renovar os empréstimos. Daí o poder de influência exercido pelos bancos através de suas decisões referentes aos refinanciamentos.

O controle do financiamento (*finance*) é, de fato, como Keynes reconhece, um dos instrumentos mais poderosos, para regular a taxa de investimento, mesmo que às vezes perigoso, pois é mais possante quando é empregado como *freio* do que como *incentivo*. Isto não é mais do que, de maneira diferente, descrever o poder exercido pelos bancos através do controle da oferta de moeda, ou seja, através do controle da liquidez.

Boa parte da controvérsia a respeito do circuito *finance* - investimento - poupança - *funding*, tanto nos anos 1930's, entre Kalecki, Robertson, Keynes e Ohlin<sup>138</sup>, quanto nos anos 1980's, entre Asimakopulos, Kregel e Davidson<sup>139</sup>, deve-se à resistência mental em se abandonar totalmente os conceitos da *teoria dos fundos de empréstimos*, de origem neoclássica.

Especificamente, o conceito de "poupança" não possui nenhum papel indispensável em teoria econômica dinâmica<sup>140</sup>. Pode ser abandonado e substituído com vantagem explicativa por *funding*.

A confusão conceitual inicia-se porque, em Keynes, parte-se do financiamento do investimento, mas, ao final do processo multiplicador da renda, é a poupança que financia o investimento. Como sugere Chick, "evidentemente, isto é estranho, uma vez que não se pode financiar algo, depois que isto já aconteceu, se antes de mais nada se precisa de fundos para poder fazer com que aconteça. É até mesmo mais estranho ainda para o leitor que foi convencido no Capítulo 3 [da *Teoria Geral*] de que a poupança e o investimento são idênticos na definição de Keynes. Consequentemente, um não pode financiar o outro"<sup>141</sup>.

Somente em 1937, em resposta à crítica de Ohlin, Keynes apresenta o conceito de *finance*, que ajuda a esclarecer a questão, mas que, até o

<sup>138</sup> KALECKI, M. , KEYNES, J. M. & OHLIN, B.. Artigos de 1936/7. Clássicos de Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988. pp. 291-341.

<sup>139</sup> ASIMAKOPOULOS, A. Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving. Cambridge Journal of Economics. Vol. 7, 1983. pp. 221-233.

ASIMAKOPOULOS, KREGEL e DAVIDSON. Finance, Liquidity, Saving and Investment. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. 9, n. 1, fall 1986. pp. 79-110.

<sup>140</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. A Controvérsia sobre as Relações entre Investimento, Poupança e Crédito. Ensaio de Economia Monetária. SP, Bional-Educ, 1992. pp. 115-142.

<sup>141</sup>

presente, a literatura econômica convencional não o absorveu adequadamente. É necessário entender bem todo o circuito.

A renda é parte das finanças, pois, na média e em nível agregado, financia o consumo. Geralmente, sobra algum dinheiro. Porém, a renda corrente não financia o investimento. Para isto, o investidor tem ou que vender seus ativos, principalmente os ativos financeiros, ou obter financiamento externo. Por isso, o investimento é sensível aos juros.

No *fluxo circular da renda*, somente os *gastos correntes* que são, em parte, financiados pela renda corrente, incorporada, quando recebida, ao estoque líquido de riqueza. Em nível macroeconômico, o dinheiro é, então, gerado por quem gasta. O problema, em nível microeconômico, é de quem deseja gastar mais do que ganha, para investir, ou seja, fazer *gasto extraordinário*.

Alguns investimentos podem ser financiados pelo fluxo de caixa corrente da empresa, resultante das vendas correntes, mas estas não constituem fonte de financiamento suficiente para a economia como um todo. Os "fundos internos" são também constituídos pelo patrimônio em ativos acumulados a partir dos lucros previamente retidos, que não foram nem distribuídos nem gastos. É comum a confusão entre o *fluxo* de renda e o *estoque* de riqueza líquida, quando se enxerga as carteiras das empresas em termos de *saldo*s de ativos financeiros como fossem compostas de suas "poupanças internas", que é conceito ligado a *fluxo*.

As instituições financeiras, especialmente os bancos, são consideradas fontes fundamentais de fundos para as empresas e depositárias de "aplicações financeiras", ao invés de "poupança", dos agentes econômicos superavitários. São de importância crucial para a *ruptura de Keynes com a teoria dos fundos de empréstimos*. Esta era uma tentativa de preservar a tradição clássica de explicar o juros como fenômeno real, como prêmio pela "espera", que igualava as forças da parcimônia (*poupança*) e da ganância (*investimento*), embora adaptando essa teoria à economia creditícia.

Keynes, no entanto, mantinha a idéia de que as *decisões* de poupar e investir são tomadas por pessoas diferentes. Keynes queria com essa idéia diferenciar-se dos neoclássicos que argumentavam que a poupança era pré-requisito do investimento, mas que fluía automaticamente para sua efetivação, pois os bancos, como meros intermediários passivos, cuidavam dessa canalização. O argumento keynesiano era que, quaisquer que fossem as intenções de poupadores e investidores, o investimento e a poupança seriam iguais *ex-post*, tal como as compras e as vendas são iguais, embora as grandezas planejadas *ex-ante* não fossem iguais, a não ser por acaso.

Ao reverter a ordenação causal implícita no esquema clássico, em que o volume de investimento efetivamente realizado é determinado pelo volume de poupanças, pois o crédito cria a possibilidade de reversão, Keynes consegue argumentar que a taxa de juros é determinada independentemente da poupança e do investimento, que são variáveis interdependentes. A taxa de juros não poderia ser a "retribuição pela renúncia ao consumo", isto é, pela



manutenção de ativos não monetários. Em Keynes, o juro é determinado pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda.

A teoria de Keynes admite que há fundos suficientes, disponíveis à dada taxa de juros, para sustentar todos os projetos de investimento cuja eficiência marginal do capital seja maior do que essa taxa de juros. Na verdade, Keynes jamais fala da elasticidade da oferta de fundos, ou de qualquer forma de financiamento, na *Teoria Geral*. Somente no curso do debate com seus críticos, em 1937, que introduz dois importantes conceitos: o motivo *finance* e o *funding*.

No motivo-finanças, Keynes reforça sua idéia de que o investimento independe de poupança prévia. Na realidade, implica em demanda adicional por liquidez que pode ser suprida com a expansão da oferta de moeda creditícia. Portanto, *o nível de investimento efetivo vai depender da disposição do sistema bancário sancioná-lo, criando crédito*. Dessa forma, está no *Postulado da Validade Monetária* da Teoria Alternativa da Moeda.

Cintra resume bem a questão. "O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante *a posteriori*, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Precisa, sim, de crédito. A expansão do crédito precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança" <sup>142</sup>.

O motivo *finanças* tornou explícito (em 1937) o que na *Teoria Geral* (1936) estava implícito no princípio da demanda efetiva: a independência da decisão de investir em relação ao fluxo de renda "poupada", isto é, renda recebida e não consumida, devido à existência do crédito e ao estoque líquido de riqueza própria.

O **motivo *finance*** foi apresentado por Keynes como a demanda por liquidez necessária para a concretização do investimento, isto é, que surge entre a *decisão* de investir e a sua *efetivação*. Portanto, é a condição monetária anterior, ou seja, em antecipação, para a realização do planejado *gasto discricionário*, distinto dos *gastos rotineiros*, que representa demanda adicional por saldos "inativos".

Quando os *gastos* de investimento são *realizados*, a *liquidez* do sistema como um todo é *restaurada* e o motivo *finanças* desaparece. Em outros termos, com a liberação dos recursos líquidos represados restabelece-se o nível prévio de liquidez.

Nas próprias palavras de Keynes: "as **finanças** (ou o dinheiro) que estão *atreladas* durante o intervalo entre o planejamento e a execução [dos gastos em investimento], são *liberadas* no devido tempo, depois que foram pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem".

Os fundos para atender o motivo *finanças* estariam em fundo rotativo do sistema bancário, que, segundo Keynes, se recomporia na medida em que os gastos em investimento fossem realizados. Está aí a noção de que o investimento *ex-post* provêem de finanças para investimento *ex-ante*, porém, com *falácia da composição*, mais uma vez devido à ênfase na retenção de liquidez do tomador de empréstimos. A *ótica microeconômica* não permitiu a Keynes e seus discípulos “fundamentalistas” a *visão macroeconômica* de que a liquidez é “liberada” para a rede bancária girá-la logo que o empréstimo devido é depositado na conta corrente do demandante de crédito.

As decisões de gastos de investimento abrangem **fluxos monetários** que não têm pontos-de-partida sincrônicos devido a diferentes horizontes de decisão:

1. a demanda por dinheiro por *finance motive*, até quando o empréstimo concedido é depositado em conta corrente, permitindo, com a redistribuição da posse de ativos líquidos (modificações nos portfólios individuais), não “a restauração do nível prévio de liquidez”, mas sim o início do *processo de multiplicador monetário* em função da relação do setor bancário com o público não-bancário;
2. do *processo multiplicador de renda*, que tem início com o gasto de investimento efetivado, e durante o qual são gerados fluxos de renda e aplicações;
3. da geração de renda pelas decisões de produção, utilizando-se da nova capacidade produtiva, até terminar sua vida útil.

O *fundo rotativo de Keynes* recompõe-se pelos gastos. O *fundo rotativo de Robertson* recompõe-se pela amortização dos empréstimos<sup>143</sup>. Sugerimos que o *fundo rotativo do sistema bancário* amplia-se logo quando a demanda de *finance* é atendida pela concessão do empréstimo em conta corrente.

O empréstimo cria aumento de depósitos à vista na rede bancário. Isto, que pode não ser aparente em determinado banco em particular, é visível sob o ponto-de-vista do sistema bancário como um todo: qualquer empréstimo pode tomar forma de depósitos ou aplicações em outros bancos. Tobin (1963) é clássico nesse tema.

Outros autores também estão atentos à diferenciação entre demanda por moeda *microeconômica* e oferta de moeda *macroeconômica*. Carvalho (1995:19), apropriadamente, alerta: “*finance* e *funding* não são realmente conceitos microeconômicos, embora tenham contrapartida micro. Eles são

<sup>143</sup> Esta última noção não faz parte do universo de Keynes, pois ele está preocupado apenas com o interregno entre o investimento planejado e o realizado, e não com a etapa que se estende até a amortização dos empréstimos realizados para financiamento do investimento: cadeia financiamento investimento lucro financiamento validade através de

conceitos macroeconômicos que são parte de modelo-macro de demanda efetiva”.

Em seu *paper*, Carvalho sustenta a visão que a distinção entre *finance* e *funding*, e o papel especial dos bancos como criadores de crédito, são argumentos conceituais que devem aparecer, sob formas específicas concretas, em qualquer economia organizada como *economia monetária de produção*. No entanto, para atender a necessidade de *funding*, ou seja, a transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo, as instituições financeiras dependem das aplicações em ativos financeiros de longo prazo, ou seja, da propensão do público adquirir títulos financeiros de longo prazo (ou ações), ao longo do processo de multiplicação da renda. Portanto, as mudanças recentes no mercado de capitais como desintermediação bancária, papel crescente dos investidores institucionais, generalização do banco universal ou múltiplo, proliferação dos produtos derivativos, processo de securitização, tendência à globalização financeira, etc., evidentemente, facilitam a obtenção de *funding*.

### 12.5. Funding

A consideração dinâmica do sistema financeiro mostra que o *planejamento* do investimento depende crucialmente das expectativas de geração de lucros, mas sua *efetivação* depende do crédito. Se cai a taxa de investimento, há recomposição da estrutura dos ativos e menores lucros futuros. O maior peso relativo dos passivos revela aumento da *fragilidade financeira*, pois o serviço da dívida eleva-se em ritmo superior ao do rendimento esperado. O resultado é que as empresas não-financeiras passam a ter dificuldades para saldar dívidas com sistema bancário.

#### **Alternativas para solucionar o problemas das dívidas de curto prazo:**

- ou *repactuar dívidas*, pois com endividamento cai a relação entre capital próprio e capital de terceiros e aumenta o grau de fragilidade financeira;
- ou *promover recomposição patrimonial*, com abertura de capital (entrada de novos sócios) ou lançamento de novas ações.

A obtenção do *funding* está condicionada à propensão do público adquirir títulos financeiros de longo prazo ou ações, ao longo do processo de multiplicação da renda. É, portanto, aplicação da chamada pelos economistas ortodoxos de *poupança financeira*, que convencionalmente corresponde à renda acumulada em estoque de saldos financeiros, representando poder de compra diferido.

Nada garante conversão automática das obrigações em curto prazo em dívidas de longo prazo.

No **processo de captar *funding***, as empresas não-financeiras negociam junto ao mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento. Fazem lançamentos de títulos dívidas de longo prazo e de direitos de propriedade, por exemplo, debêntures e ações colocadas junto a fundos de pensão, fundos de ações, etc.

Para diminuir os riscos, devido à instabilidade financeira, as empresas não-financeiras recorrem então ao mercado de capitais, onde há aplicação em ativos financeiros de longo prazo. Somente através dele pode-se atender a necessidade de *funding*, ou seja, transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo.

Como observa Studart, as instituições financeiras têm papel fundamental na acomodação de horizontes temporais contraditórios<sup>144</sup>. São problemas, portanto, de adiantamento de poder de comando, isto é, *finance*, que depende do *mercado de crédito* ou da existência de sistema bancário desenvolvido, e compatibilização de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários, ou seja, *funding*, que depende do *mercado de capitais* ou da existência de mercado organizado de ações. A não-existência de mecanismos de consolidação financeira reduz a capacidade de financiamento, o que força as empresas não-financeiras a recorrerem mais ao autofinanciamento. Caso este também não seja viabilizado, as decisões de gastos em investimento não terão continuidade, não sendo, portanto, *efetivadas*. A não validação da demanda por moeda reverte as decisões.

Por fim, deve-se observar que, face às expectativas favoráveis, os empreendedores podem obter linhas de crédito para garantir suas necessidades de capital de giro, mesmo antes de sua capacidade produtiva expandida estar operando. Se as autoridades monetárias *sancionam* os empréstimos bancários de *finance*, a expansão monetária pode aparecer ao observador casual como *causa* do investimento. Interpretação ingênua dessa *defasagem* pode sugerir "causalidade unidirecional" da moeda aos preços e produto. Esta interpretação negligencia o ímpeto causal residente nas ações preparatórias dos empresários.

Na Teoria Alternativa da Moeda, o motivo *finance* para demanda por moeda supõe a prévia decisão de gasto em investimento. A oferta efetiva de moeda bancária pode (ou *não*) *sancioná-la*, com os *efeitos* expansionistas ou contracionistas conhecidos.

Se a preferência pela liquidez do público não-bancário não permitir a consolidação financeira do endividamento, os bancos individualmente são obrigados a reduzir a margem de segurança, pois aumenta o risco do credor com a inadimplência de devedores. Estes investidores endividados são obrigados a rolar passivo continuamente, em longo prazo, até a maturação do investimento. Mas isto não significa que cai, necessariamente, a relação ativos

<sup>144</sup> STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-

*líquidos / ativos ilíquidos* de cada banco, depende da necessidade de provisão para devedores duvidosos.

Há um risco excessivo no contínuo refinanciamento a curto prazo, em função da variação da taxa de juros, das condições de crédito, etc. A disponibilidade de *funding* diminui o risco devido à instabilidade financeira.

Nas decisões de refinanciamento, importa, mais do que a *preferência pela liquidez* de cada banco, a sua *preferência por segurança*, sem grande descolamento dos prazos de seus passivos e de seus ativos, seja na carteira de empréstimos, seja na de títulos. Durante as expansões econômicas, excepcionalmente, há *preferência por rentabilidade*, em operações com avaliação de custos de oportunidade, por exemplo, entre buscar receitas em operações de crédito ou lucros com títulos e valores mobiliários, entre captar no mercado junto ao público não-bancário ou no mercado interbancário e junto ao banco central, sob forma de empréstimos de liquidez, e assim por diante.

## 12.6. Conclusão

A metáfora da “dança das cadeiras”, aquela brincadeira em que um número maior de pessoas do que de cadeiras tem de sentar assim que a música parar, dá uma imagem do que realmente acontece no circuito do financiamento. Na festa, para os convidados não perceberem a insuficiência de assentos, o melhor é tocar sempre alguma música dançante. Quando parar, será a crise. Algo análogo ocorre na dinâmica da economia. Se os gastos em investimento ficarem restritos às *dadas* rendas, ou às chamadas pelos ortodoxos “poupanças individuais”, será a crise, pois não serão realizados. Mas, se o circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding* funcionar, cumulativamente, ele poderá sustentar o crescimento econômico. É necessário certo mecanismo de arranque no investimento *ex-ante*, para gerar poupança interna *ex-post*. O crescimento do investimento e, conseqüentemente, a multiplicação da renda nacional, geram a chamada “poupança”. O que importa é colocar o motor em funcionamento (“tocar a música”), em processo de retroalimentação.

Portanto, trata-se de esboçar estratégia de desenvolvimento com políticas voltadas para a expansão sustentada do investimento, do produto e do emprego, e, *em consequência*, da chamada “poupança”. Ao contrário do que defende o argumento da “poupança prévia”, não é a falta de “poupança” que impede o investimento, mas sim, entre outros fatores, justamente a falta dessa estratégia para orientar as expectativas empresariais de longo prazo, além do não enfrentamento dos problemas institucionais do financiamento. Nessa estratégia de desenvolvimento, deve-se buscar a geração de círculo virtuoso pelo fator de sinergia criado entre o crescimento coordenado de fundos de pensão, o desenvolvimento do mercado de capitais e o aumento das “finanças industrializantes”.

**Leitura adicional recomendada:**

Debate entre KEYNES, KALECKI e OHLIN (artigos de 1937). Clássicos da Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988. pp. 291-341.

**Comentário:** Trata-se da controvérsia, ocorrida após a publicação da *Teoria Geral*, a respeito da possibilidade de aplicação do método *ex-ante* e *ex-post*, para esclarecer a questão da poupança; nela, Keynes sugere o uso dos conceitos de *finance* e *funding*.

SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia Contemporânea (The Years of the High Theory). SP, Hucitec, 1991. pp. 222-244.

**Comentário:** Shackle faz resenha da citada controvérsia, dentro do seu estilo literário, que se destaca entre todos os autores de grande obra econômica.

CHICK, Victoria. A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros. Ensaio FEE. PA, Ano 15, n. 1, 1994. pp. 9-23.

**Comentário:** Didática, apesar de polêmica, apresentação do tema, sob ponto-de-vista pós-keynesiano.

DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. London, MacMillan, 1996. Part II.B, cap. 4 a 7 (Circulation Views)

**Comentário:** Nessa parte da publicação do *The Jerome Levy Economics Institute*, com a coletânea de artigos dos participantes do seminário entre pós-keynesianos norte-americanos e “circulacionistas” franceses, há apresentação da Teoria do Circuito Monetário.

**Resumo:**

1. A **questão do financiamento** foi tratada com o exame crítico do conceito convencional de *poupança* e a apresentação da alternativa de adoção dos conceitos de *finance* e *funding*.
2. Os tradicionais conceitos de poupança confundem *estoque* com *fluxo*, por exemplo, a **poupança externa** é *déficit* do balanço de pagamentos em transações correntes; a **poupança interna real** é *fluxo* de renda utilizado no gasto em bens e serviços associado ao investimento; e a **poupança interna financeira** é *saldo* de aplicações das sobras líquidas de recursos em ativos financeiros; apesar da aparente existência de complementariedade entre eles, rigorosamente, tratam de fenômenos independentes.
3. O “paradoxo da parcimônia” revela que os conceitos *micro* e *macroeconômico* de poupança referem-se a fenômenos distintos e até mesmo antagônicos, pois a **poupança individual** refere-se à parcela não gasta da renda recebida e a **poupança macroeconômica** estabelece a diferença *ex-post* entre o fluxo de renda e o fluxo de gastos agregados em bens de consumo, ou seja, corresponde ao fluxo de gastos agregados em bens de investimento; se os gastos individuais em consumo forem cortados em massa, a renda e, em conseqüência, a poupança macroeconômica podem ser reduzidas.
4. Segundo Keynes, o conceito de **finance** refere-se às finanças (ou ao dinheiro) que estão atreladas durante o intervalo entre o planejamento e a execução do gasto em investimento, e são liberadas, no devido tempo, depois que foram pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem; chamamos a atenção para o fato que o *multiplicador monetário* dispara a partir do momento que os empréstimos concedidos são depositados nas contas correntes dos clientes, ou seja, com antecedência em relação ao *multiplicador da renda*.
5. O processo de **funding** se inicia quando as empresas não-financeiras negociam junto ao mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento, através dos lançamentos de títulos de dívidas diretas e/ou de direitos de propriedade como debêntures e ações, para fundos de pensão, de ações, de investimento, etc.

**PARTE VII.**

**SISTEMA FINANCEIRO**



## CAPÍTULO 13

### CIRCUITO DE FINANCIAMENTO

### NA ECONOMIA BRASILEIRA<sup>145</sup>

*“Para um economista, a vida real é um caso especial”.*

#### 1. Introdução

Instituições financeiras, enquanto construções resultantes de ações coletivas, constituem fenômeno político. São, portanto, datadas e localizadas. Frutos de determinado contexto histórico, em certo país, sofrem o condicionamento da origem. Se não se adequarem às condições mutantes, correm o risco de ficarem esclerosadas.

O institucionalismo, escola de pensamento econômico norte-americana, influenciada principalmente pela obra de Thorstein Veblen (1857-1929), desenvolve análise econômica baseada no estudo das estruturas, regras e comportamentos das instituições. Critica a ortodoxia pelo uso de modelos puramente abstratos em que se busca a generalização teórica, não levando em conta o ambiente institucional que envolve a economia.

Nesta parte do nosso livro, referente a estudos do sistema financeiro, o nível de abstração vai ser, necessariamente, menor. Tendo como pré-requisito a *teoria pura*, vista anteriormente, agora vamos dedicarmos à *teoria aplicada*, isto é, à análise do funcionamento do sistema financeiro. Neste capítulo, o **objeto** vai ser o exercício de sua função principal: *financiar*.

No contexto norte-americano, a desintermediação bancária, isto é, redução da fração de riqueza em circulação através dos bancos comerciais, era tendência predominante até que alguns foram autorizados a atuar como bancos universais. No Brasil, há “tropicalização antropofágica miscigenada” das “ideias fora do lugar”. Por isso, é interessante verificar o surgimento, aqui, de formas alternativas ao financiamento bancário, através de securitização, *factoring*, *leasing*, lançamento de ações, debêntures, eurobônus. Cabe também analisar o papel de instituições financeiras “não-monetárias”, cuja captação não se dá através de depósitos à vista, como o SFH (Sistema Financeiro de Habitação), o BNDES, e os investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos de investimento).

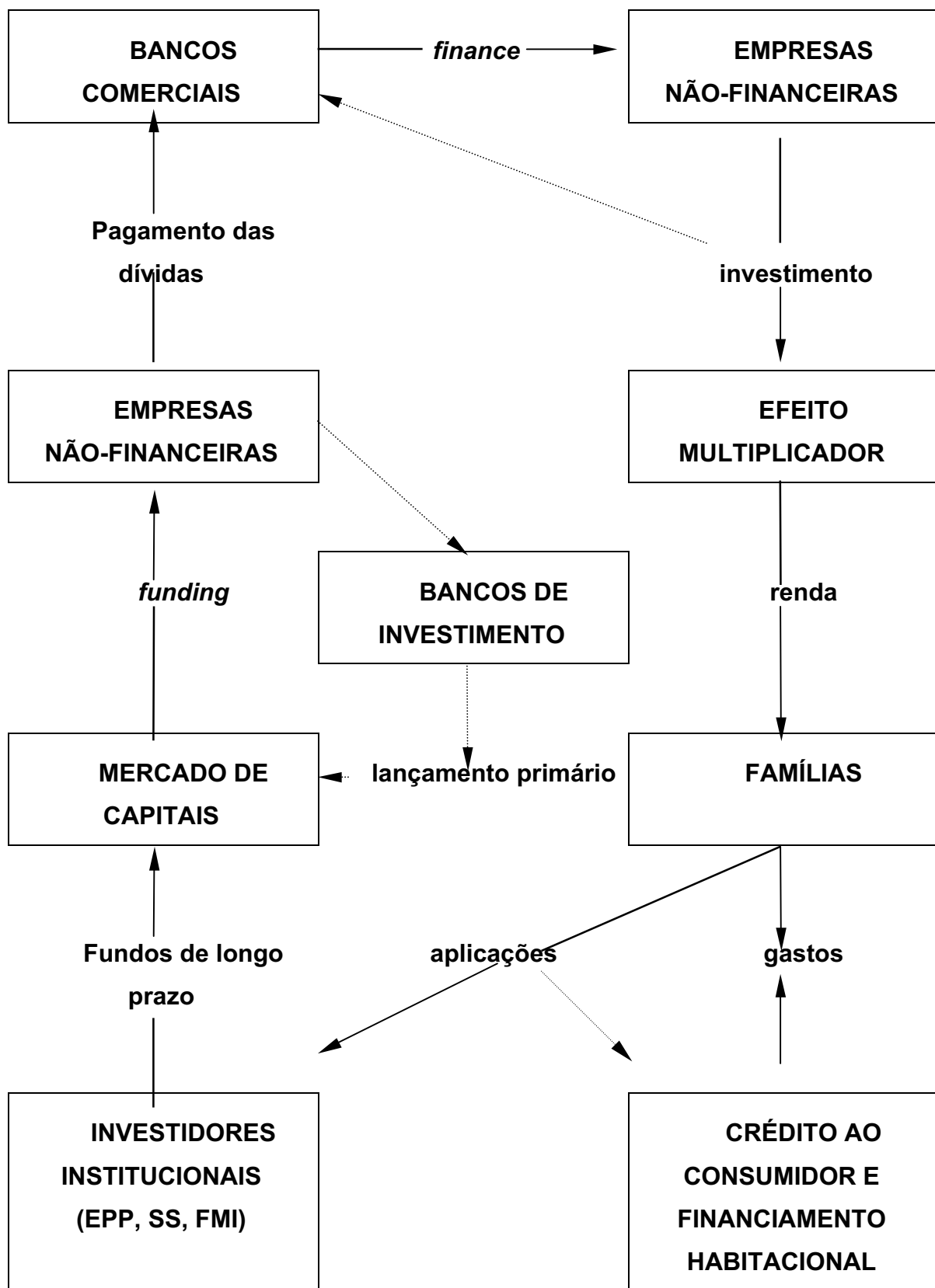
Para não ficar no plano meramente descritivo ou fatorial, vamos integrá-lo à *Teoria do Circuito*. O fluxograma desse circuito, apresentado mais adiante, oferece representação gráfica dos caminhos do financiamento. Como o **objetivo** deste capítulo é esclarecê-lo, expondo-o, *passo a passo*, de forma aplicada à economia brasileira, ele segue os passos desse circuito, sendo dividido em quatro tópicos.

O primeiro tópico apresenta breve “antecedente histórico” sobre o financiamento, durante o regime de alta inflação, vigente até meados de 1994, na economia brasileira. O segundo trata da relação bancos-clientes (empresas não-financeiras), através do *finance*. O atendimento da demanda por liquidez que surge com a *decisão* de investir é necessário, para sua *concretização*, isto é, para a *realização* desse *gasto discricionário planejado*, distinto dos *gastos rotineiros*. O motivo *finanças* explicita a independência da decisão de investir em relação ao fluxo de renda “poupado”, devido à existência do crédito. Crédito não é poupança. Em seus subtópicos, enfoca o endividamento das empresas e o financiamento bancário de curto prazo .

O terceiro tópico diz respeito à etapa renda familiar - decisão de gasto em consumo ou imobiliário (“casa própria”) versus alternativa de aplicações tanto em bancos, via depósitos de poupança e Certificado de Depósito Bancário, quanto em fundos de pensão, seguradoras ou fundos mútuos de investimento. Especificamente, em subtópicos, examina crédito direto ao consumidor, *factoring* (desconto de cheques pré-datados), *leasing* (arrendamento mercantil), financiamento habitacional.

No quarto tópico, o foco se dirige para o atendimento do *funding* para consolidação e alongamento do perfil das dívidas de curto prazo das empresas não-financeiras por parte dos citados investidores institucionais. Examinará o financiamento de longo prazo do BNDES e as alternativas do lançamento de ações e debêntures, no país, e de bônus e *notes*, no exterior.

A conclusão completa o circuito com diagnóstico a respeito do mercado de crédito, tanto de curto, quanto de longo prazo, e do mercado de capitais. Defende que o problema do financiamento não é só de insuficiência de oferta de fundos de empréstimos, mas também de carência de demanda, nas condições contratuais oferecidas. Deduz que a política econômica deve estimular não o aumento da denominada “poupança *ex-ante*”, mas sim o circuito dinâmico do financiamento, ou seja, a decisão crucial de investir.



### 13.2. Antecedente histórico

Ao contrário do que se propaga, a queda real dos empréstimos, durante o regime de alta inflação, não é só decorrente de “má vontade” dos banqueiros. O crédito efetivamente contratado estabelece interdependência entre oferta e demanda, ou seja, se ele diminui, trata-se não só de problema de carência de fundos para empréstimos, mas também de escassez de demanda por esses fundos, dentro das condições contratuais oferecidas. Em contrato *mútuo*, isto é, contrato pelo qual se transfere a posse de dinheiro a outrem, que se obriga a pagar-lhe, na mesma moeda, a quantidade recebida acrescida dos juros aceitos, há permutação de interesses entre o *mutuante* e o *mutuário*, ou seja, reciprocidade de vontades.

A **hipótese-explicativa**, para o estado do crédito pré-estabilização do nível de preços, é que o *risco de fragilidade financeira* torna-se imenso, dado o grau de indexação da economia.

Há grande dispersão de preços relativos, quando se adota pluralidade de indexadores. Nessa circunstância, o tomador de empréstimo indexado pelo índice geral de preços tem de possuir estado de confiança tal na taxa de retorno de sua receita operacional que não lhe permita dúvida a respeito da superação do serviço da dívida. Em outros termos, tem de ser sempre, durante o período de empréstimo, líder na remarcação de preços de seus produtos acima da média ponderada dos preços dos produtos componentes da cesta básica de consumo. Aceitar taxa de juros *real*, acima da taxa de inflação, imprevisível além de horizonte de curto prazo, é opção de desesperados, aos quais os próprios bancos tentam demover. O problema maior não é a taxa de juros, mas a correção monetária sujeita a eventuais choques inflacionários. Há, portanto, fuga do crédito indexado.

O *risco do devedor* é enorme. Quem recorre a empréstimos externos também não está isento, na medida que é submetido a maxidesvalorizações cambiais e choques dos juros internacionais. Os contratos internacionais têm cláusula de correção cambial e de repactuação periódica à taxa de juros vigente no mercado internacional (*prime rate* ou *libor*). Quem garante que contra outras surpresas? O governo, estatizando as dívidas externas (via Resolução 432, Circular 230, etc.), torna-se o maior devedor e efetua alguns expurgos na correção monetária da dívida interna, para ganhar solvência. A rentabilidade operacional das empresas pode ser insuficiente para pagar as dívidas. A estratégia de proteção adotada então pelas grandes empresas privadas é buscar zerar as despesas financeiras líquidas, reduzindo suas dívidas ao mínimo necessário e aplicando em ativos financeiros de maneira que os juros *recebidos* superem os juros *pagos*.

O *risco do credor* amedronta os banqueiros. Nesse caso, o problema diz respeito ao valor efetivo das garantias oferecidas pelos devedores. A liquidez dos ativos reais, em geral imóveis urbanos, é baixa, devido à atração maior das aplicações em ativos financeiros. Banco prudente evita ficar imobilizado. Para a realização das vendas desses imóveis, os preços podem ser tais que elas não ressarcem as perdas com as inadimplências.

Porém, alcançada a estabilidade dos preços, o estado de crédito se modifica. A fixação do câmbio, na economia dolarizada (“urverizada”, sic), leva à queda da taxa de inflação. Com o aumento do poder aquisitivo médio real, infla-se a “bolha de consumo”. A expansão do crédito bancário é devido tanto ao aquecimento da demanda, quanto à compensação da perda do ganho inflacionário dos bancos com *floating*. Mas permanece certo resíduo inflacionário em função do próprio método de cálculo da taxa de inflação, da desindexação gradativa, da lenta convergência de variações dos preços relativos dos bens comercializáveis e não comercializáveis a nível internacional, etc. Como a moeda nacional não se desvaloriza de acordo com essa inflação, sofre *sobrevalorização cambial*, que provoca déficit no balanço comercial, por queda da exportação e aumento da importação) As empresas sofrem esmagamento das margens de lucro pela situação de menor competitividade, em fase de maior competição, devido à abertura externa da economia. Após choque exógeno como efeito de crise internacional, política restritiva da demanda agregada provoca aumento da inadimplência e, portanto, corte do crédito doméstico. Ocorrendo refluxo de capital externo e queda dos preços dos ativos, há grande risco de agravar a crise bancária.

A busca de financiamento externo para compensar o déficit nas transações correntes e equilibrar o balanço de pagamentos leva à “armadilha da dívida”. Há limite, dado pela percepção do mercado financeiro internacional da situação dos macrofundamentos e/ou do ponto de inflexão do ciclo de preços dos ativos, para esse financiamento. Eventual ataque especulativo à moeda nacional resulta em insustentabilidade da reserva cambial e flexibilização do regime cambial. Há dificuldade de defesa com alta dos juros contra ataque especulativo à taxa de câmbio pelo risco de provocar crise sistêmica. Os mecanismos de defesa das reservas internacionais são, geralmente, o controle de fluxos de capital e a mudança de regime cambial.

### 13.3. Relação bancos-clientes

#### 13.3.1. Endividamento das empresas

O autofinanciamento aparece como maior fonte de recursos para o investimento, principalmente, na modernização de equipamentos, informatização, programas de qualidade e produção, reorganização interna e treinamento, bem menos em novas unidades, na maioria das empresas. Na segunda posição vem o BNDES como fonte para mais de 1/4 das empresas. Outras origens de recursos, em cerca de 1/5 delas, são os bancos privados e os empréstimos no exterior. Menos de 1/10 das grandes e médias empresas privadas se utilizam de recursos vindo da matriz no exterior, bancos estatais, empresas do exterior, incentivos fiscais, subscrição de ações e empresas nacionais, além de outros não discriminados.

O grande uso de **autofinanciamento** mostra que as empresas fogem do mercado de crédito devido, aparentemente, às taxas de juros. Quando há maior demanda por outras fontes, isto indica o esvaziamento do próprio caixa. Daí, a necessidade de buscar *funding*.

Após a estabilização dos preços, o endividamento das empresas cresce. Porém, há a tentativa de alteração o perfil do endividamento, crescendo o tomado em longo prazo, enquanto o em curto prazo cai. As dívidas em longo prazo em geral sugerem que as empresas voltam a fazer investimentos. Quando certa empresa utiliza linhas de financiamento de agências oficiais do exterior, ela está, necessariamente, importando máquinas e equipamentos.

Empresas capitalizadas, líquidas e com grau de endividamento relativamente baixo, em comparação internacional, que tradicionalmente não trabalham com alta alavancagem, pois não têm o hábito de tomar recursos de terceiros, oferecendo recursos próprios como garantia, passam, após a estabilidade de preços (e de câmbio) e a abertura competitiva, a optar por buscar recursos no mercado. Mas o ambiente macroeconômico composto por juros elevados, crédito interno escasso, moeda nacional valorizada em relação ao dólar, choque de consumo, devido a menor perda real de renda, atinge diferentemente as diversas empresas. Além desse ambiente, comum a todos agentes econômicos, é preciso analisar cada setor e cada empresa, para se ter avaliação melhor da situação financeira. Os graus de endividamento são heterogêneos entre empresas de acordo com porte, origem de capital, atividade, natureza jurídica, etc., e setores. Crescem mais em certos setores do que em outros. A mudança do perfil da dívida de curto para longo prazo é mais acentuada em empresas de determinado setor.

Empresa que, animada com o surto de consumo, toma dinheiro emprestado para expandir seus negócios se choca, depois, com medidas anticonsumo, com juros altos e refinanciamento escasso. Fica com dívida cada vez mais cara, vendas em queda, rentabilidade menor e clientes também com dificuldades de cumprir seus pagamentos. Esse endividamento em curto prazo

junto ao governo, mediante atrasos nos pagamentos de impostos. Também ficam em situação desconfortável as empresas como revendedoras de veículos, supermercados, e distribuidoras em geral, que vivem do ganho financeiro com *floating* e não se adaptam ao fim da inflação.

O **endividamento** em si não é problema, desde que o projeto financiado gere receita futura suficiente para pagar empréstimo tomado. O problema surge quando escasseiam as melhores fontes de financiamento, que dispõem de recursos com prazo de carência maior e taxas de juros mais compatíveis.

Depois, com o abrandamento da política monetária e a facilidade do crédito de curto prazo, o endividamento bancário cresce em todos os setores. Eles buscam melhores condições de financiamento, querendo produzir mais, modernizar serviços e vender a prazo. O primeiro ano após Plano de Estabilização é marcado pela euforia, o segundo, pela grande inadimplência, e o terceiro, pelo amadurecimento das empresas, organizando-se para tomar empréstimos junto a bancos e conceder crédito a seus clientes. Antes, as empresas recorrem aos bancos para cobrir as grandes perdas com a inadimplência. Depois, os empréstimos passam a ser destinados à ampliação da produção. No entanto, em sua maioria, os empréstimos continuam sendo em curto prazo.

O risco do tomador de empréstimos a curto prazo é devido à tática adotada pelos bancos. Esta consiste em rolar as dívidas em prazos curtos, obrigando o cliente a arcar com juros cada vez maiores. O que não é pago é rolado, sempre a taxas crescentes. Sabendo que o cliente dependente desses refinanciamentos está condenado, cada banco trata, então, de procurar se ressarcir da maneira mais rápida possível. Seu raciocínio é que o cliente ali endividado também deve para outros bancos. Portanto, se afrouxa as condições de sua parte, o que sobrar de recursos será apropriado por quem endurecer, beneficiando o concorrente. Só clientes mais articulados obtêm renegociações com o conjunto de bancos credores. A maior parte dos micros, pequenos e médios empresários descapitalizados não conseguem e não sobrevivem. Cabe ao banco central enfrentar este problema de desarticulação sistêmica.

Em **novo modelo de financiamento**, privilegiam-se instrumentos não diretamente bancários. Com base em recebíveis, ou em previsão de faturamento, a empresa não-financeira emite títulos de dívida direta e os coloca junto a investidores institucionais: seguradoras, fundos de pensão, fundos mútuos de investimento.

A “desintermediação bancária” não implica em redução da atuação dos bancos. Eles tornam-se os principais responsáveis, diretamente, ou através de subsidiárias, pelo lançamento primário dos títulos de dívida direta e/ou de ações e pela administração de fundos mútuos de investimento.

Há pelo menos quatro **instrumentos**, para sair da armadilha do crédito junto ao sistema bancário:

- *commercial papers*: papéis pré-fixados emitidos com lastro nas previsões de faturamento;
- *securitização* de recebíveis;
- desconto de contratos imobiliários, vendidos num *mercado de hipotecas*;
- captar no mercado de *euromoedas*.

Deve-se observar que as grandes empresas, retirando-se do mercado de crédito convencional, indo em direção ao mercado de capitais, abrem espaço para as pequenas e médias.

Para a **implantação plena do capitalismo financeiro**, é necessário acelerar:

- a modernização do mercado de capitais,
- a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas
- o papel regulador da CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Debate-se o fim da distinção entre ações ordinárias e preferenciais, a abertura de capital e profissionalização das empresas familiares, a transparência nos balanços contábeis, e o respeito aos acionistas minoritários.

Dentro dessas **reformas**, discute-se também:

- a criação de *fundos de ativos*, para previdência dos funcionários públicos,
- a mudança do regime previdenciário *de repartição* em *de capitalização*,
- a transformação de *fundos sociais* (com renda fixa) em *fundos de investimentos* (com renda variável).

Na reavaliação do circuito de financiamento, surge a **hipótese** de que não se tem problema de escassez de “poupança interna”. Há dinheiro suficiente para alavancar investimentos na área produtiva e, conseqüentemente, o crescimento. A massa de recursos aplicados pelos fundos mútuos de investimento, fundos de pensão e seguradoras representa colchão razoável de *funding*.

Boa parte do dinheiro dessas aplicações, investida em títulos de dívida pública, pode ser reaplicada em atividades produtivas. A anunciada utilização dos recursos da privatização de empresas estatais no abatimento da dívida mobiliária federal é totalmente insuficiente para evitar explosão do endividamento líquido do setor público, inclusive com o reconhecimento dos



Além da receita pela venda propriamente dita das ações das empresas estatais, supostamente, há aumento da receita fiscal com o pagamento de impostos por essas empresas privatizadas. Mas somente com a diminuição dos encargos financeiros, devido à queda da taxa de juros básica, o crescimento da arrecadação fiscal e o gradativo resgate de títulos de dívida pública, há possibilidade de serem redirecionadas as aplicações de renda fixa para renda variável, propiciando transferência de recursos do mercado de crédito para o mercado de capitais. Através da correção da distorção no esquema de financiamento utilizado pelos tomadores de empréstimos, as empresas devedoras podem lançar ações e debêntures neste último mercado, elevando o grau de alavancagem financeira através de associações com novos parceiros.

### 13.3.2. Financiamento bancário

O CMN - Conselho Monetário Nacional - aprova medidas que facilitam o acesso das empresas a recursos de terceiros. Qualquer sociedade anônima passa a poder captar recursos no mercado interno com a emissão de *commercial papers*, espécie de notas promissórias, com a intermediação dos bancos. Empresas comerciais e prestadoras de serviços são autorizadas a *securitizar* os créditos recebíveis, como as prestações de crediários. O capital de giro das empresas foi facilitado com a eliminação de entraves para elas emitirem debêntures lastreadas na securitização de recebíveis de qualquer natureza, cabendo aos bancos vendê-las no mercado. A participação dos bancos reduz os custos para as empresas, que, na prática, acabam transformando venda a prazo em operação à vista. Esta operação passa por Sociedade de Propósito Exclusivo (SPE), que securitiza os recebíveis.

O fenômeno de emissão de títulos com lastro em créditos a receber, para serem lançados em mercados secundários, é conhecido por **securitização**. *Securitização de empréstimos* é a transformação de empréstimos em títulos negociáveis, que são revendidos a investidores.

Para deslançar o crédito, é necessário, no entanto, recorrer a terceiro organismo, centralizador de informações e articulador do sistema bancário, ou seja, tomar precaução contra o risco sistêmico. Por exemplo, os bancos definem linhas de crédito para cada empresa conforme a capacidade de endividamento, mas não sabem ao certo quanto elas devem para todo o mercado. Isto ocorre, principalmente, no caso das companhias de capital fechado, pois há milhares dessas companhias. Por isso, os bancos criam central de informações para apontar o nível de endividamento de todas as empresas que fazem empréstimos bancários. As instituições passam a fornecer dados à Central sobre o quanto estão emprestando a cada cliente, e em que prazo. Ela faz as contas e repassa os dados consolidados aos bancos. Para a criação e consolidação de Central de Risco de Crédito, montada também pelo Banco Central, é exigido o fornecimento de informações sobre as operações de créditos das instituições financeiras acima de certo montante, mas não abrange todas as operações de varejo, por falta de capacidade de processamento computacional dessas informações.

A medida faz parte de esforço da análise de crédito pelos bancos, induzido pela elevada inadimplência. O Banco Central exige dos grandes bancos a adoção de sistema de *credit scoring*, isto é, classificação de risco de crédito, que define parâmetros para avaliação dos clientes de excelente a inadimplente e empenho de capital próprio em garantia. Assim, ele pode advertir àqueles que estiverem fora dos parâmetros de risco considerados aceitáveis, forçando-os a constituir reservas adicionais. Em vez do nível de reserva bancária contra calotes ser definido pelo volume de empréstimos em atraso, os bancos passam a formar provisões conforme o risco potencial de seus clientes.

Apenas grandes instituições financeiras têm *credit scoring* implantado e funcionando. O *credit scoring* é espécie de placar que avalia cada cliente com base em dados cadastrais, como idade, sexo, renda, tempo de serviço e estado civil, determinando, em função de parâmetros estatísticos, se o risco de crédito daquele cliente é alto ou baixo. Somente grandes instituições financeiras são dotadas de *behaviour scoring*, sistema que atribui pontuações com base no comportamento histórico do cliente.

No mesmo sentido precaucional, aumenta o **mercado de *vendor***, modalidade de crédito relativamente segura para bancos. Quem costuma ser financiado pelo *vendor* são distribuidores e comerciantes de produtos no varejo. A operação representa risco muito baixo para o banco envolvido, porque a garantia da operação não é dada pelo financiado, mas sim pelo vendedor da mercadoria, geralmente, indústria sólida, com excelente risco de crédito e cliente do banco que está intermediando a operação. O fornecedor, que passa a receber à vista pelas suas vendas, é quem indica ao banco quais os compradores que devem ser financiados via *vendor*. Caso esse comprador não honre os pagamentos, o banco tem o direito de debitar automaticamente a conta corrente de seu cliente, a indústria.

A dificuldade no alongamento dos prazos de financiamento é que nem os *devedores*, no caso, os consumidores, nem os *credores* com passivo a curto prazo como as lojas, as financeiras, e os bancos, sabem como tratar o crédito em longo prazo. Antes, a mercadoria era entregue na casa do comprador pela loja vendedora, o que representava garantia adicional do crédito, pela comprovação do endereço. Com a massificação do consumo, qualquer cliente, inclusive morador de outra cidade, sai com eletrodoméstico de “pronta-entrega” da loja, pagando somente a entrada de uma série de prestações “a sumir de vista”...

O **risco do crédito ao consumidor** se eleva à medida que o prazo aumenta, porque cresce a possibilidade de ocorrência de acidentes ou imprevistos com o tomador, inclusive de perda da fonte de renda, no caso de assalariado que se torne desempregado.

Os credores reduzem os limites de crédito direto ao consumidor, por exemplo, de 30% para 20% da renda comprometida com o crediário, na medida em que alongam o prazo. Por outro lado, como os juros costumam

subir progressivamente, de acordo com o prazo, os próprios clientes-consumidores evitam financiamentos mais longos.

O financiamento do capital de giro para as empresas tem alongamento, mas o empresário ainda considera o juro alto, para tomar esses recursos dos bancos, exceto no caso de uma operação subsidiada ou *leasing*. Mas aí já se trata de investimento e não capital de giro. Uma das principais consequências da liberação dos prazos, aliada à estabilidade da inflação, é justamente a grande demanda por recursos para financiar investimentos em longo prazo. Essa liberação estimula o consumo, e, conseqüentemente, as empresas sentem a necessidade de ampliar sua capacidade de produção.

### 13.4. Financiamento aos gastos das famílias

#### 13.4.1. Crédito direto ao consumidor

Grandes redes varejistas recorrem ao mercado de capitais, para elevarem seu capital de giro e, portanto, ampliem a capacidade de efetivarem operações de crédito direto ao consumidor. Para isso, utilizam tanto de lançamento de ações e debêntures conversíveis, com prazo de três anos, quanto de *commercial papers*, com vencimento em até 180 dias. Desta forma, usam linha de financiamento em longo prazo, adequada às operações. As emissões desses títulos de dívida direta, intermediadas por bancos, aprovadas pela CVM e analisadas por empresa de *rating*, visam os investidores institucionais e os estrangeiros.

As grandes cadeias de comércio varejista, capitalizadas, podem usar parcela maior de capital próprio para parcelar suas vendas. Essas grandes empresas de comércio funcionam como instituições financeiras, ganhando na diferença entre a taxa de juros que pagam na captação de recursos e a que cobram em seus crediários. Possuem também relacionamento privilegiado com determinado banco, que consegue captar e repassar-lhe recursos com custo menor do que obtem seus concorrentes.

No entanto, a maioria dos pequenos e médios lojistas não tem caixa para bancar mais do que os tradicionais três pagamentos com cheques pré-datados ou pagamentos parcelados em cartão de crédito, e tem de recorrer às financeiras para manter seus clientes. A maioria dessas lojas sem fôlego financeiro têm baixo faturamento por ano. Há bancos e financeiras explorando esse nicho do mercado, em que a loja precisa ter certo volume mensal de financiamento, para manter acesso ao cadastro de milhões de clientes dessas lojas, que receberam financiamento.

As **vendas do comércio** são realizadas, basicamente (85%), *a prazo*. Os comerciantes têm ganhos financeiros superiores às receitas obtidas na atividade-fim. Os ganhos maiores são das lojas que não dependem de bancos. O consumidor em geral calcula se pode pagar a prestação, sem observar o valor real dos juros embutidos nas prestações. O crediário com prazo mais

longo é a forma utilizada pelo comércio para estimular as vendas, e instrumento de concorrência entre lojas.

Entretanto, o risco é a inadimplência, provocada pelo aumento da fragilidade financeira do consumidor, devido à imprudência no endividamento. O reajuste salarial anual gira, em média, em torno da taxa de inflação, mas quem compra a prazo paga juros reais absurdamente elevados. Entretanto, como a massa da população continua carente de uma série de produtos, estima-se que cerca de 80% dos consumidores que quitam carnês voltam a se endividar no mesmo dia, comprando novamente a prazo.

#### 13.4.2. *Factoring*

Há casos, mesmo em grandes lojas, de sérios prejuízos, provocados em grande medida pela falta de critérios no financiamento de clientes, aceitando cheques pré-datados sem garantias e sofrendo inadimplência de seus emissores. Isso coloca dúvida a respeito da capacidade de organização das finanças pessoais ou dos orçamentos domésticos por parte dos consumidores.

As **empresas de *factoring***, isto é, fomento comercial, são companhias não-financeiras, pois *factor* é “casa compradora”, que descontam cheques pré-datados e adiantam outros recebimentos de vendas a prazo para o comércio, mediante deságio sobre o valor de face deste ativo.

As *factorings* pagam IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) como pessoas físicas. Sob o ponto-de-vista do governo, elas operam como intermediárias de contratos com pessoas físicas, trocando cheques pré-datados para o comércio.

O *factor* trabalha com recursos próprios ou os capta através da emissão de debêntures ou *commercial papers*, ou de uma conta garantida junto aos bancos. Nesse caso, o *factoring* trabalha como intermediário de recursos, tomando, junto aos bancos, os recursos que são dificultados os empréstimos diretos aos pequenos e médios tomadores. Mas essa operação não se caracteriza como atividade financeira, porque a empresa de *factoring* não pode devolver o contrato para o vendedor original da mercadoria, já que não tem o direito de regresso e não pode parcelar os pagamentos.

Medida governamental traz formalmente para o sistema bancário essas inovações financeiras, realizadas antes apenas por alguns bancos, através de companhias de *factoring* coligadas ou pela custódia informal dos cheques, dados como garantias nos empréstimos de capital de giro às empresas de *factoring*. Para os grandes bancos, a vantagem é novo acesso ao mercado de crédito para pequenas e médias empresas, que não têm limites elevados de empréstimos nas carteiras tradicionais de descontos de duplicatas e capital de giro.

Mas os bancos têm vantagem de “direito de regresso” contra eventuais calotes dos consumidores. Os cheques pré-datados que são devolvidos por falta de fundos têm o prejuízo arcado pelos lojistas. O risco do crédito é do

lojista, caso contrário, não teria cuidado na concessão do financiamento via cheques pré-datados.

### 13.4.3. Leasing

O arrendamento mercantil, isto é, o *leasing* sofre redução nos novos negócios, após ter período de grandes negócios, quando os prazos de crédito direto ao consumidor se ampliam. Com o aumento do IOF, o *leasing* surge como alternativa natural ao crédito direto ao consumidor. Encarado como prestação de serviço, o arrendamento mercantil não é alvo de IOF, mas sim do ISS (Imposto sobre Serviços), cuja alíquota ao ano é bem menor do que a do IOF.

O ***leasing*** é espécie de contrato de aluguel de bem durável, feito por Sociedade de Arrendamento Mercantil (SAM) com opção de sua compra ao final do financiamento, deduzindo de seu valor os aluguéis que pagou ao longo do tempo) ou seja, o cliente paga o financiamento ainda sem ter o bem em seu nome.

Basicamente, trata-se de financiamento de médio a longo prazo, podendo o contrato incluir cláusula prevendo sua renovação ou compra do bem pelo arrendatário, por um valor previamente estabelecido. Pode ser o valor de mercado ou valor mínimo denominado Valor Residual Garantido (VRG), baseado no prazo da operação e/ou no tempo de depreciação ou da vida útil do bem.

O *leasing* é forma da empresa de ter qualquer bem móvel ou imóvel, novo ou usado, nacional ou estrangeiro sem necessidade de comprar e perder capital de giro. A dedução de aluguéis, lançados contabilmente como despesa operacional, e a não imobilização de capital dão vantagens fiscais. Além disso, o *leasing* permite a modernização constante do equipamento, através de sua substituição, quando se tornar obsoleto.

O *leasing* operacional está muito ligado ao nível de investimento das empresas, à renovação de equipamentos e frotas. O *leasing* de veículos compõe a maior parte da carteira do setor; máquinas e equipamentos, inclusive de informática, respondem por parcela maior da carteira do que a de imóveis e demais bens. A liberação do *leasing* para pessoa física é filão de mercado alternativo ao do crédito direto ao consumidor.

Enquanto o *leasing financeiro* é mais parecido com financiamento, sendo que há a opção de aquisição ou não do bem no final, o *operacional* se parece mais com aluguel. Neste caso, os custos de seguro e manutenção do bem costumam ficar por conta da Sociedade de Arrendamento Mercantil. O governo determina que o custo de financiamento do *leasing* operacional não pode ultrapassar certo percentual do valor do bem. As empresas do setor afirmam que essa norma o inviabiliza, devido a todas as despesas adicionais.

#### 13.4.4. Financiamento imobiliário

O Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) é apresentado como alternativa ao “falido” Sistema de Financiamento Habitacional (SFH) para financiamento sob critério de mercado. As regras do SFH e do uso do FGTS, na aquisição da casa própria, no que se refere a quais mutuários até certa faixa salários mínimos são beneficiados por financiamento mais barato, são fixadas por Conselho composto por representantes do Governo Federal, empresários e trabalhadores. Os recursos do Orçamento da União continuar financiando com subsídio moradia para famílias com renda até três salários mínimos. O SFI é direcionado aos imóveis destinados às classes média alta e alta.

A **principal razão para a falência do SFH** foi a renda dos mutuários não ser corrigida como as prestações do financiamento imobiliário, ou seja, a reposição dos salários ficar sempre defasada em relação ao crescimento da correção monetária dos depósitos de poupança.

A queda dos salários reais refletia em fragilidade financeira dos mutuários, pois eles não conseguiam pagar o serviço da dívida com seus rendimentos correntes. Com os expurgos da correção monetária, gerou-se enorme subsídios lançados no “buraco do BNH” ou encampados pelo Fundo de Compensação de Variação Salarial (FCVS). Quando essas dívidas são “novadas”, isto é, reconhecidas formalmente pelo Tesouro Nacional, estas transformam em títulos de dívida pública (CVS) com vencimento em longuíssimo prazo, mas sendo remunerados por juros. É a maneira compulsória de se criar *funding* para lastrear o perdão das dívidas de potenciais clientes inadimplentes.

**Outras características do SFH:**

- Estado como âncora do sistema;
- garantias frágeis para o investidor privado;
- baixa expectativa de retorno face ao risco, para o financiamento privado em longo prazo às camadas de baixa renda;
- inexistência de mercado secundário de crédito;
- alto custo para o mutuário;
- concentração em imóveis residenciais;
- descasamento entre a oferta e a demanda de financiamento para imóveis.

O SFI tenta **corrigir essas falhas** com:

- parceria entre o Estado e o setor privado;
- desregulamentação;
- constituição de garantias sólidas para o investidor;
- criação de mercado secundário de títulos imobiliários;
- maior atração para o investidor e conseqüente aumento da oferta de financiamento;
- suposta queda do custos para o mutuário.

O governo estende às operações referentes a imóveis quatro **instrumentos jurídicos**:

- a companhia securitizadora imobiliária;
- os certificados de recebíveis imobiliários;
- o regime fiduciário;
- o contrato de alienação fiduciária.

A **companhia securitizadora imobiliária** adquire os créditos das empresas que fazem empréstimos para a aquisição e construção de imóveis, para securitizá-los, transformando-os em títulos padronizados, de maneira que tenham alta negociabilidade no mercado secundário. Na prática, a companhia emite Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que são remunerados a taxa de juros fixa ou flutuante, para serem colocados junto aos investidores institucionais. No regime fiduciário, mesmo no caso de falência da companhia.

contrato de alienação fiduciária, o credor poderá executar com rapidez a garantia, uma vez que a propriedade do imóvel só é transferida para o devedor depois da quitação integral da dívida.

O **fundings primário do SFI** continua sendo formado com recursos captados por instituições financeiras que concedem crédito imobiliário como a Caixa Econômica Federal, bancos com carteiras de crédito imobiliário, e associações de poupança e empréstimos. A diferença é que essas instituições podem vender os respectivos créditos em mercado secundário, em operação típica de mercado de capitais, por intermédio de companhias *securitizadoras*.

### 13.5. Relação investidores institucionais - mercado de capitais

#### 13.5.1. Investidores institucionais

No sentido de compreensão do papel sistêmico, exercido pelos investidores institucionais, vale a pena sumarizar as funções que, idealmente, espera-se que todo sistema financeiro cumpra. Convencionalmente, enfoca-se seis **funções**<sup>146</sup>:

1. fornecimento de meios para *compensar e liquidar pagamentos*, facilitando a troca de bens, serviços e ativos.
2. fornecimento de mecanismo para *concentrar fundos* dos indivíduos, facilitando a aquisição de ativos indivisíveis de grande escala e a diversificação da posse de ações das empresas.
3. fornecimento de meios para *transferir recursos financeiros* ao longo do tempo, através de regiões e entre setores de atividade. Por exemplo, as famílias podem otimizar suas aplicações de fundos durante os ciclos-de-vida, o mercado de capitais facilita a separação entre proprietários e gerentes de empresas, os fundos de pensão acumulam provisões para aposentadoria e propiciam *fundings* para se financiar o investimento empresarial.
4. fornecimento de meios para *administrar a incerteza e controlar o risco*, via *hedge*, diversificação de portfólio e seguros, com separação entre emprestadores de *capital de giro*, para investimento produtivo, e fornecedores de *capital de risco*, que arcam com risco financeiro.
5. fornecimento de canais para se *informar dos preços dos ativos*, ajudando a coordenar as decisões descentralizadas, nos vários setores da economia.

---

<sup>146</sup> DAVIS, E. Philip. The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour. The future of the financial system. Australia, Proceedings of a Conference - Reserve Bank of Australia, 1998.



6. fornecimento de meios para *lidar com problemas*, tais como informação privilegiada, controle e constrangimento de contratos, risco moral, seleção adversa, etc.

Essas funções têm sido crescentemente assumidas por investidores institucionais. Inovações financeiras estabeleceram mercados secundários para títulos recebíveis, via *securitização*, nos quais as chamadas “instituições financeiras não-monetárias” cumprem papéis tradicionalmente preenchidos por bancos.

Certa combinação de fatores é considerada responsável pelo crescimento dessas instituições. Do *lado da oferta*, inovações relacionadas à securitização reduziram seus custos, por exemplo, via melhorias na estrutura do mercado de capitais redutoras de custos de transação, disponibilidade de melhor informação sobre preços dos ativos, uso de derivativos no controle de risco. Tornaram-nas capazes de preencher larga faixa de funções, facilitando o crescimento do mercado de fundos e possibilitando a securitização dos empréstimos. Seu próprio crescimento lhes propiciou capacidade de exercer controle sobre seus devedores. Os bancos tiveram menor competitividade, inclusive oferecendo menos produtos financeiros atraentes, devido às obrigações regulatórias e à necessidade de diminuir a alavancagem financeira, face às perdas com empréstimos.

Do *lado da demanda*, esses investidores institucionais, inclusive os fundos de pensão, são capazes de preencher tanto a carência de *funding* para consolidação financeira em longo prazo das dívidas de curto prazo, por parte das empresas endividadas, quanto a necessidade de aplicações financeiras de longo prazo, com altas taxas de retorno e baixo risco, por parte da população envelhecida e não atendida pela previdência social. Para tanto, têm sido estimulados por incentivos fiscais.

**Em termos gerais, o crescimento dos investidores institucionais se relaciona com o do mercado de capitais. Conceitualmente, mercados de ativos são meios através dos quais títulos de propriedade podem ser subdivididos e tornados negociáveis, para facilitar a diversificação de risco.**

Apesar da tendência geral dessas instituições espriarem, o contraste entre países quanto ao tamanho do mercado de crédito e do mercado de capitais ressuscita a questão de se os mercados de capitais são precondição do desenvolvimento dos investidores institucionais ou se essas instituições podem emergir primeiro, e então estimularem o desenvolvimento do mercado de capitais. Na realidade, parece haver relação de “mão-dupla”. Embora essas instituições financeiras possam se desenvolver com base no mercado de crédito, sua maior vantagem está no mercado de capitais. Empréstimos requerem monitoramento, portanto, as relações de clientela podem dar aos bancos certa vantagem comparativa, em *economia de endividamento*. Negociações e compartilhamento de riscos são mais eficientemente empreendidos em *economia de mercado de capitais*, onde os custos de transações são menores. Então, a existência de mercado de capitais facilita o crescimento dos fundos mútuos de investimento. Pode também estimular o desenvolvimento de fundos de pensão. Mas essas instituições instigam, mais adiante, o crescimento do mercado de capitais.

Assim, justifica-se a **discussão a respeito da predominância da economia de endividamento ou da economia de mercado de capitais**. Debate-se até que ponto os modelos estrangeiros, como o anglo-saxão (sistema financeiro baseado em *mercado de capitais*), o franco-nipônico (baseado no *crédito público*), e o germânico (baseado no *crédito privado*), são referências úteis. A conclusão a ser tirada parece ser que não há “o” caso brasileiro puro, mas sim miscelânea “canibalizada”, parecida um pouco com outros, mas diferente de tudo. É a “tropicalização antropofágica miscigenada”.

Como foi visto, focalizam-se nos investidores institucionais todas as esperanças de constituição de novo esquema de financiamento, em economia estável, sem as distorções do “curto-prazismo” do regime de alta inflação. Em outros termos, na transição de *economia de endividamento* para *economia de mercado de capitais*, são necessárias não só as instituições que propiciam *finance*, mas também as que forneçam *funding*.

“Os investidores institucionais estão sempre presentes no mercado de capitais, pois suas aplicações são compulsórias, de acordo com as normas de composição de suas carteiras, baixadas pelo Conselho Monetário Nacional, com o duplo objetivo de reduzir o risco de seus investimentos e de direcionar recursos para aplicações consideradas prioritárias pelo governo. A atuação dos investidores institucionais é fundamental para o mercado, pois, pelo seu peso, no contexto, eles garantem o nível de estabilidade do mercado [são *market makers*]. Da mesma forma, o especulador garante o nível de liquidez do mercado”<sup>147</sup>.

O enfoque aqui será somente destacar as dimensões desses investidores institucionais. Remete o leitor à literatura especializada, para aprofundamento.

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) são também chamadas de **fundos de pensão**. É nome consagrado pela prática, embora não conste da lei, e que resultou da versão imperfeita da expressão inglesa “*pension funds*”. A versão mais adequada teria sido “fundos de previdência”, já que pensão, no Brasil, é termo mais associado a tipo específico de benefício previdenciário, pago a cônjuge sobrevivente e filhos menores de algum segurado em regime previdenciário, e não à previdência em sentido amplo, que abrange, além das pensões, benefícios por doença, invalidez, aposentadoria, etc.

Fundos de pensão são pessoas jurídicas de direito privado que “têm como objeto a administração e execução de planos de benefícios de natureza previdenciária”. Gerem, portanto, recursos de terceiros, isto é, dos participantes, acumulados em um ou mais planos de benefícios de caráter previdenciário, sendo que, no caso de administrarem mais de um plano, a contabilização e controle devem ser feitos de forma segregada por plano, e consolidados por EFPC.

---

147 FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. Rio de

O sucesso no objetivo principal do fundo de pensão, que é pagar benefícios, depende do êxito na aplicação dos recursos de terceiros que ele arrecada e que, na qualidade de administrador, investe.

Aspectos fundamentais dos investimentos em fundos de pensão:

são recursos de terceiros, portanto, devem ser geridos com a prudência que esta situação exige, principalmente, porque sua finalidade é pagar benefícios quando há perda da capacidade laborativa do participante seja por morte, seja por invalidez;

são recursos de vulto, porque são resultado da reunião da aplicação previdenciária de várias pessoas, para ser investida coletivamente;

são recursos disponíveis por longo prazo, porque, em geral, a relação de um participante com seu plano de previdência administrado por fundo de pensão dura décadas;

são recursos destinados a se tornarem líquidos, porque em algum momento deverão ser convertidos em dinheiro para pagamento de benefícios previdenciários (renda mensal, pecúlio, etc.).

Ainda que as EFPC sejam pessoas jurídicas de direito privado, que gerem recursos de terceiros igualmente privados, ou seja, pessoas físicas participantes dos planos de previdência, a sua atividade é disciplinada pelo Poder Público. O Estado regula a atuação dos fundos de pensão, porque ela resulta na formação de *funding* previdenciário de grandes proporções que:

- tem origem em esforço coletivo de diversas pessoas físicas e jurídicas,
- conta com incentivos fiscais por parte do Estado,
- tem a finalidade social de pagar benefícios,
- possui capacidade de impulsionar ou retrain atividades econômicas específicas.

O **mercado de seguros** surgiu da necessidade de proteção coletiva para perdas individuais. Com o pagamento antecipado de certa quantia denominada *prêmio*, que representa pequena parcela do valor do bem segurado, após o dano ou a perda do bem, chamado *sinistro*, é possível receber *indenização* que permita a reposição integral desse bem segurado. Para arcar com os eventuais sinistros, as *seguradoras*, que são gestoras da racionalidade de aceitação de riscos, constituem *fundo de reserva técnica* que garanta o pagamento desses sinistros. Tornam-se, sujeitando-se às normas sobre a aplicação de suas reservas técnicas, grandes investidores institucionais do mercado de capitais.

O seguro é produto de grande interesse de comercialização pelos bancos múltiplos. Os maiores retornos patrimoniais das seguradoras têm parte importante do lucro em companhias de capitalização ou previdência privada, além de obterem elevados ganhos financeiros com o grande valor disponível em caixa. Embora a maior aplicação das reservas técnicas seja ainda em títulos de dívida pública federal, a tendência é o aumento do volume de recursos aplicados pelas seguradoras em renda variável, devido à estabilização econômica e o conseqüente desenvolvimento do mercado de ações. O aumento da demanda por produtos como previdência e seguro de vida, considerados de longo prazo, permite evitar as turbulências de curto prazo desse mercado bursátil, concentrado em ações de poucas empresas.

A aplicação em **Fundos Mútuos de Investimento** se caracteriza pela aquisição de cotas de aplicações abertas e solidárias, representativas do patrimônio do Fundo, que têm o benefício da valorização diária. Embora os aplicadores tenham o direito de resgatar suas cotas em prazo curto, nem todos o fazem ao mesmo tempo. Assim, sempre fica uma grande soma disponível, que pode ser aplicada, seja em títulos de renda fixa, seja em títulos de renda variável.

As autoridades econômicas determinam os *limites de composição da carteira* de cada tipo de fundo, o que, por sua vez, determina o seu *perfil de liquidez*. No entanto, a escolha da *composição de risco e de rentabilidade* é realizada por cada instituição financeira administradora de fundos mútuos de investimento.

O conceito do chamado **chinese wall** é que deve existir, dentro das instituições financeiras, a nítida separação entre a Administração dos Recursos Próprios, em suas Tesourarias, e a Administração dos Recursos de Terceiros. Os fundos mútuos de investimento são autorizados a aplicar apenas percentual menor de seu patrimônio em títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras coligadas, para não concentrar risco.

De acordo com a **volatilidade do fundo**, ou seja, a dispersão para baixo ou para cima da rentabilidade diária em relação à média da rentabilidade em determinado período, Fortuna<sup>148</sup> classifica os fundos mútuos de investimento em:

- **fundos de curto prazo**: baixíssima volatilidade com liquidez diária;
- **fundos de renda fixa**: baixa volatilidade;
- **fundos de renda variável e fundos *hedge***: média volatilidade;
- **fundos de ações**: alta volatilidade.

### 13.5.2. Financiamento em longo prazo

Os setores de infra-estrutura e exportação são os que mais demandam recursos do BNDES. Ele também aloca capital para concessão de empréstimos a projetos de investimento e financiamento às exportações. O perfil dos empreendimentos pode ser tanto para reposição de máquinas e equipamentos quanto para novas fábricas ou plantas industriais.

O Sistema BNDES, isto é, o próprio BNDES e suas subsidiárias FINAME-Agência Especial de Financiamento Industrial e BNDESPAR-BNDES Participações, presta colaboração financeira às empresas cujos projetos sejam considerados prioritários no âmbito de suas políticas operacionais.

O Sistema BNDES apóia, nos setores de atividade de Indústria, Infra-estrutura, Agropecuária e Comércio e Serviços, os projetos que tenham por **objetivos**:

- implantação, expansão, realocação, modernização;
- capacitação tecnológica;
- exportação de máquinas e equipamentos;
- melhoria de qualidade e aumento de produtividade;
- reestruturação e racionalização empresarial;
- conservação do meio ambiente;
- conservação de energia;
- gastos com infra-estrutura econômica e social;
- participação de capitais privados nos investimentos em infra-estrutura.

O custo do financiamento concedido pelo Sistema BNDES é composto pela TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo, acrescido de certo *spread* para cada

produto, setor de atividade e região, que inclui a comissão do repassador, quando for o caso. Ele opera, direta ou indiretamente, através de agentes financeiros públicos e privados credenciados, como bancos de desenvolvimento, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos. O prazo de pagamento, ou seja, carência e amortização, varia com o produto e de acordo com a capacidade de pagamento do empreendimento, da empresa ou do grupo econômico.

As principais fontes de recursos para financiamento do BNDES são:

- o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador);
- o retorno dos financiamento feitos;
- a captação de dinheiro no exterior.

Um dos principais negócios vislumbrados pelos bancos é a área de **project finance**. Consiste em dividir o risco entre o empreendedor e o financiador, os quais são remunerados pelo fluxo de caixa proporcionado pela entrada em operação do empreendimento. É de grande utilidade na expansão de empresas em atividades que exigem elevados investimentos iniciais, como hidroelétrica, telecomunicações, estradas de ferro, saneamento básico, mineração, etc. A queda dos ganhos em outros tipos de operações e a perspectiva de grande demanda de recursos, está levando bancos de investimentos a se prepararem para explorar o novo filão.

A BNDESPar, por exemplo, idealizou programa de **private equity** com a constituição de família de fundos de ações (fechados) de *carteira livre*, em que tem participação de 20% do patrimônio de cada fundo, até certo limite absoluto. Representa a alavancagem de recursos de longo prazo para capitalização de empresas emergentes com compra de participação no capital, além de estimular a indústria de fundos. Os investimentos são feitos à medida em que há identificação e aprovação de projetos ligados à emissão primária de ações e destinados à expansão e modernização de empresas.

São fundos de investimento em ações de 2ª e 3ª linhas, destinados a investidores institucionais, reunindo pequenas participações em lotes estratégicos, capazes de garantir ao administrador condições de acompanhar de perto o desempenho das companhias e de se tornar o formador de mercado (*market maker*) para esses papéis. Pretende-se o registro das cotas desses fundos em bolsas de valores, para negociação no mercado principal ou no de balcão, obtendo mercado secundário para dar liquidez aos investidores.

Os fundos de **private equity** são especializados em comprar participações em empresas, para vendê-las mais tarde. Ao contrário do investidor em bolsa de valores, que torna-se acionista passivo da companhia, o investidor em **private equity** é sócio ativo, que participa de suas decisões estratégicas.

### 13.5.3. Mercado de capitais

Na teoria, as Bolsas de Valores representam o meio mais barato das empresas obterem recursos para investimentos, que é premissa básica de crescimento autossustentado. Porém, bolsas podem ser insignificante, em termos macroeconômicos, se movimentam, em média, baixo volume por dia, em negócios concentrados em poucas ações.

A concentração do mercado acionário em papéis de poucas empresas justifica-se pela possibilidade das operações especulativas no mesmo pregão, chamadas de *day trade*, no mercado de opções e de futuros. Outras empresas não preenchem, nesse caso, os requisitos necessários para mercados mais especulativos.

A concentração dos negócios indica que as bolsas de valores não têm servido ao propósito de capitalização das empresas privadas. Muitas empresas de capital aberto só se tornaram sociedades anônimas por casuísmo, ou seja, para captar recursos esporadicamente por meio de debêntures e não para buscar sócios na bolsa de valores.

Os donos de empresas familiares não permitem que parcelas significativas ou dominantes do capital da empresa estejam em poder do mercado. Há relutância dessas empresas em abrir seu capital, o que pode ser explicado pelo esperado baixo valor de mercado das ações em relação ao valor patrimonial.

Os fundos de pensão, eventualmente, se tornam o maior investidor em ações, só sendo superados em certas ocasiões por fundos de investimento estrangeiro. São os únicos investidores com os quais as empresas de capital aberto podem contar permanentemente. Assim, o mercado acionário se torna concentrado nas mãos de investidores institucionais, pela ordem, fundos de pensão, bancos administradores de fundos mútuos de investimento e seguradoras. Estima-se que a presença de pessoas físicas no mercado não alcança percentual expressivo do volume total de negócios. Há ausência desses investidores pessoas físicas por causa de experiências insatisfatórias e prejuízos decorrentes de quedas históricas nas bolsas de valores. As altas taxas de juros também atraem investimentos em títulos de renda fixa, assim como a alta taxa de inflação atrai para aplicações indexadas.

Outro dos dilemas do nanico mercado de ações é o descaso das empresas abertas com acionistas minoritários. Os pequenos sócios são geralmente tratados como investidores de segunda classe, devido à distorção na estrutura de capital das companhias abertas. Como elas podem ter 33% do

preferência no pagamento de dividendos), o sócio majoritário pode controlar alguma empresa aberta com propriedade de apenas 17% de seu capital, sendo 51% das ações ordinárias. Isto estimula a falta de profissionalismo no trato com os minoritários.

A grande maioria dos negócios são feitos com ações *preferenciais*. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, o percentual das ações *ordinárias* é de 100%. Se os empresários arriscassem de fato o controle das empresas, colocando mais ações *ordinárias* na Bolsa de Valores, provavelmente, elas seriam melhor administradas e muito mais eficientes. O mercado de capitais cresceria muito mais.

A preferência dos megainvestidores, como fundos de pensão, fundos de capital estrangeiro, seguradoras, instituições financeiras e fundos diversos, é por grandes empresas que tenham muitos títulos em circulação. São as empresas cujos papéis contam com pronta liquidez e grande volume em circulação, que estão em condições de absorver as ordens de compra e venda dos investidores institucionais.

Nesse contexto de baixa, a maioria das empresas deixa de fazer emissões públicas de ações. Os investimentos são diminutos e as empresas, capitalizadas, preferem ter liquidez com sobras de caixa, para obtenção de receitas financeiras. Em vez de emitir ações para colocá-las junto ao público, as empresas optam por *recomprar*, retirar do mercado as próprias ações, que estão desvalorizadas, como forma de investimento. Esse comportamento das sociedades anônimas acaba por provocar grande escassez de papéis que o mercado costuma chamar de “segunda linha”.

Esse quadro do mercado acionário necessita mudar, quando a economia, estabilizada, começa a exigir novos investimentos. Ganhos rápidos e fáceis no mercado de aplicações financeiras deixam de existir. Para investir na produção, a melhor forma de capitalização é o mercado de ações. Os fundos de pensão, nesse novo cenário, preferem ações ordinárias, para que possam participar, se não do controle, pelo menos da orientação estratégica da empresa. Em economia estável, é possível pensar em dividendos como forma de rendimento. Os fundos de pensão, em suas decisões de investimento, dão também preferência às ações de empresas rentáveis, que distribuam parte de seus lucros.

Sendo assim, o mercado *primário* de capitais amplia muito sua absorção de ações e títulos financeiros como debêntures e notas promissórias. A ***underwriting*** (subscrição) é uma das operações cuja prática é explicitamente autorizada aos bancos de investimento e bancos múltiplos com a carteira de investimentos. Consta da intermediação do lançamento primário, no mercado de capitais, de ações, debêntures ou outro título mobiliário qualquer, em que o banco recebe certa comissão proporcional ao volume colocado. Pode ou não existir o compromisso formal da instituição financeira coordenadora da operação garantir a colocação de determinado lote de ações a certo preço, previamente pactuado com a empresa emissora. Um *stand-by* ocorre quando o banco assume a subscrição, após determinado prazo.



**Debênture** é título emitido por sociedade anônima, com garantia de seu patrimônio e *com* ou *sem* garantia subsidiária da instituição financeira que a lança no mercado, para obter recursos em médio e longo prazo, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil de endividamento. Ela garante ao comprador juros periódicos e reembolso do principal, que é o valor nominal da debênture, na data do seu vencimento, não dando direito de participação nos bens ou lucros da empresa.

O setor financeiro, em especial as sociedades de arrendamento mercantil, lidera as captações de recursos através da emissão de debêntures, sendo responsável por mais da metade dos novos lançamentos. As empresas de *leasing* só podem captar seu *funding* com a emissão de debêntures. As empresas de administração e participações elevam sua participação. O setor de comércio, por sua vez, está descobrindo as oportunidades oferecidas no mercado de debêntures, sendo as principais o custo de captação e o fato dos papéis serem lastreados em recebíveis.

As emissões estruturadas de debêntures consistem em lastrear o papel em *recebíveis securitizados*. As notas promissórias ou documentos que comprovam o faturamento da empresa interessada são garantias das debêntures. Uma Sociedade de Propósito Específico (**SPC** - *Special Purpose Company*) é criada, para adquirir os recebíveis da empresa que a constituiu pela emissão de debêntures. Certo banco, nomeado para ser o agente fiduciário ou *trustee*, é o responsável pela gestão de caixa da **SPC**. No resgate das debêntures, a **SPC** se extingue automaticamente. Esse tipo de empresa, classificada como empresa de administração e participação, é a que mais emite debêntures para captar recursos destinados à reestruturação e alongamento do perfil de seus caixas ou iniciar empreendimentos. Fundos de pensão são grandes compradores dessas *debêntures perpétuas e de participação*, ou seja, adquirem o direito aos lucros totais gerados pelos empreendimentos, quando eles estiverem em ação.

As *debêntures conversíveis em ações* são outro mecanismo de captação, já que as resoluções do Banco Central aumentam a possibilidade de os investidores estrangeiros aplicarem recursos nesses papéis, desde que tenham prazo mínimo de três anos. Esses papéis têm custo menor para as empresas, em relação às *debêntures simples*. As companhias podem estipular taxas menores aos investidores porque também oferecem a alternativa de conversão do título de renda fixa em ação, ou seja, renda variável. Em suma, fica mais vantajoso enfrentar todo o processo e gastos com abertura de capital para obter recursos mais baratos no mercado.

Como visto, uma das maiores “barreiras à entrada”, no mercado acionário, é a altíssima concentração dos negócios, realizados nas bolsa de valores, em poucas ações. As demais ações, sem liquidez, perdem preço. Daí surge a falta de estímulo do empresário em lançar novas ações, porque o preço de mercado soma entre baixo percentual do patrimônio da companhia. Fazer “chamada de capital”, ou seja, emissão de ações, nessas condições, significa vender as ações mais barato que o dinheiro já investido na empresa. Assim muitas empresas providenciam a abertura de seu capital

A necessidade de captação de recursos para investimento acaba levando o empresário, tradicionalmente refratário ao mercado de capitais, a buscar novos acionistas no exterior. Antes do *boom* das bolsas de valores, justificativa comum entre os empresários, para não fazer captações através de **ADR** (*American Depositary Receipts*), era o risco de diluição do capital do controlador a preços baixos. Depois da alta das cotações, torna-se mais compensadora a captação através de ações.

O termo “bônus” (*bond*) é usado, convencionalmente, no exterior, para designar título com mais de dez anos. Para os títulos com prazo menor, utiliza-se o termo “*notes*”. **Eurobônus** e **euronotes** caracterizam esses títulos, denominados em dólar, emitidos fora dos Estados Unidos. Tais lançamentos, para captação de recursos em valores elevados por empresas de projeção internacional, são feitos através de bancos sindicalizados.

O Banco Central determina o prazo mínimo de captação no mercado internacional por meio da emissão de títulos (bônus ou *commercial papers*), das operações de empréstimos entre empresas ou das operações 63, pelas quais um banco, no país, contrata empréstimos no exterior e repassa, internamente, às empresas.

No que diz respeito à **captação de recursos no exterior**, ao contrário do passado, quando o setor público rolava dívida junto a número relativamente pequeno de bancos internacionais, a maioria da tomada de empréstimos em moeda estrangeira, para investimentos produtivos privados, passa a ocorrer no mercado de *eurobônus* e *notes*. A dívida é distribuída amplamente entre fundos mútuos de investimento, fundos de pensão e fundos de *hedge* estrangeiros.

Há tendência de desintermediação bancária, no mercado, quando se trata de operações de *funding* das empresas não-financeiras. Estas preferem captar recursos no mercado de *capitais* internacional, ao invés de captar no mercado de *crédito* nacional, exceto no caso de financiamento a longo prazo do BNDES. No exterior, quase a totalidade das operações de *funding* se fazem no mercado de capitais.

O problema é a vulnerabilidade da economia local à saída de dólares vindos do exterior. Tal como na Teoria do Caos, que revela “a influência do vôo de alguma borboleta na China sobre a formação de furacões no Caribe”, a elevação do juro nos Estados Unidos causa terremotos nas bolsas de valores mundiais. Em geral, quando a taxa de juros sobe, elas caem. Os megainvestidores internacionais podem resgatar seu dinheiro, aplicado no mercado local, para cobrir eventuais prejuízos em sua terra natal ou para aplicar em títulos de renda fixa norte-americanos, que se tornam mais atraentes do que aplicações no instável mercado nacional.

### 13.6. Conclusão

Na prática, **a fonte mais importante de financiamento de investimentos** consiste na *reinvestição de lucros*.

O princípio central da teoria de Adrian Wood é que “o volume de lucro que certa empresa estabelece como meta a ser atingida é determinada pela quantidade de investimentos que ela planeja efetuar”<sup>149</sup>. A condição necessária para que a empresa esteja apta a financiar seu projeto de investimento através de lucros retidos é que o valor presente líquido do projeto seja positivo, quando descontada à taxa de juros vigente. Caso contrário, a empresa faria melhor negócio emprestando o dinheiro para terceiros. Mas esta condição também implica em, se não houver disponibilidade de lucros retidos, a empresa tomar o dinheiro emprestado, pois logicamente isto propiciará **alavancagem financeira** de seus ganhos. Os rendimentos do projeto serão suficientes para pagar os juros e o principal, sobrando ainda lucro para ser retido.

Como foi visto, no regime de alta inflação, juros reais positivos e correção monetária instável afugentam as empresas do crédito indexado. Raro é o projeto de investimento que propicia taxa de retorno a longo prazo acima do retorno acumulado em uma série de aplicações financeiras em curto prazo, ou pior, acima do *spread* bancário colocado sobre essas taxas *de captação* ou *de aplicação* sob o ponto de vista do investidor. A opção das empresas, nesse caso, é recorrer ao autofinanciamento. Este consiste, então, em mecanismo inflacionário de financiamento: aumentar sempre preços relativos, para gerar lucros reais.

Mas a abertura externa e a estabilidade da economia tiram das empresas o poder de fazer o preço (**price maker**) dos produtos. Tornam-se tomadoras de preços (**price taker**): quem faz preço passa a ser o mercado internacional.

Em regime de alta inflação, a empresa “testa” o teto do *mark-up* que o mercado, sem opção de disponibilidade de importados, aceita: sua margem de lucro *efetiva* fica acima da margem *histórica* sobre custos, pois contém certa margem de *segurança*. Incorre em risco *de perda de vendas*, ou seja, ficar com excesso de estoque, mas não *de descapitalização*, que lhe retira a capacidade de repor estoque. Opta por *superestimativa* (e não *subestimativa*) dos preços.

Em regime de preços estáveis, a empresa precisa controlar custos e aceitar somente a margem de lucro que se adequa ao preço determinado pelo mercado. Pensa menos na margem de lucro em vigor e mais no retorno do capital em médio e longo prazo. Operando com margem de lucro menor, tenta vender mais, para manter a massa de lucros.

Para vender mais, aproveitando a massificação do consumo, as empresas têm de expandir a capacidade produtiva, o que exige **recursos para investimento a longo prazo**. Não contando com lucro retido no volume suficiente, necessitam recorrer ao incipiente mercado de capitais ou incorrer em risco cambial.

Segundo Wood, “na prática, as novas emissões de ações são uma fonte de financiamento secundária. As firmas raramente fazem novas emissões e quando o fazem, as somas de dinheiro levantadas são comparativamente pequenas. Em certa medida, isto ocorre porque as empresas são dissuadidas pela inconveniência e pelos custos administrativos e de corretagem que as emissões implicam. Todavia, a principal causa da raridade das novas emissões é que estas não são apreciadas pelos acionistas a longo prazo”<sup>150</sup>.

Nova emissão, geralmente, só ocorre em época de *boom* da bolsa de valores, pois senão, por aumentar a oferta de ações da empresa face a *dada* demanda (ou *em queda*), tende a diminuir o preço delas e a infligir perda de capital aos acionistas. Portanto, a emissão de ações, em conjuntura especulativa favorável, norteia-se mais pela *oportunidade* oferecida do que pela *necessidade* de intensificação da expansão acima da capacidade de autofinanciamento, definida ao nível da concorrência<sup>151</sup>.

Para concluir, “falta” de fundos de empréstimos é termo cujo significado se revela apenas com relação às *oportunidades* de investimento. A questão dos limites à expansão colocados no nível do financiamento ou, segundo o *mainstream*, pela “escassez da poupança”, justifica-se apenas do ponto de vista da análise das decisões de investir tomadas pelas empresas. Em outras palavras, como o princípio da demanda efetiva e o circuito *finance-investimento-renda-aplicações-funding* sugerem, o problema do financiamento não é só de insuficiência de oferta de fundos de empréstimos, mas também de carência de demanda, nas condições contratuais oferecidas.

A consequência lógica (e prática) da demonstração dessa hipótese-chave é a seguinte **dedução**: para que o investimento tenha consolidação financeira em longo prazo, o que interessa é a existência do financiamento ao investimento inicial (*finance*) e mercado de capitais com plena capacidade de atendimento da demanda por *funding*. A política econômica deve estimular o circuito dinâmico do financiamento, ou seja, a decisão crucial de investir.

<sup>150</sup> WOOD; op. cit.; p. 68.

<sup>151</sup> CALABRI et alii. Geração de poupanças e estrutura do capital das

### **Leitura adicional recomendada:**

WOOD, Adrian. Uma teoria dos lucros. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1980. Cap. 2.

**Comentário:** Este é livro clássico, que trata, no seu segundo capítulo, do comportamento financeiro das empresas: fontes e usos dos fundos, empréstimos e financiamento a curto e longo prazo, interesses dos portadores de ações ordinárias, política de dividendos, novas emissões de ações ordinárias.

DAVIDOFF, Paulo. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira. Economia e Sociedade 3. Campinas, Revista do IE-UNICAMP, dez/1994.

**Comentário:** O artigo apresenta algumas reflexões sumárias sobre como foi possível à economia brasileira avançar na sua industrialização sem contar com as bases de financiamento adequadas, o fracasso do intento de organizar o mercado de capitais e as principais consequências da crise da dívida externa sobre os esquemas de financiamento, nos anos 80.

FERREIRA, C. KAWAL L.. O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas. Campinas, Tese de Doutorado pelo IE-UNICAMP, jul/1995.

FERREIRA, C. K. & FREITAS, M. C. P.. Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80. SP, FUNDAP, 1990.

FERREIRA, C. K. & SCHWARTZ, G.. O sistema monetário-financeiro dos países em desenvolvimento. SP, FUNDAP, 1991.

FREITAS, M. C. & SCHWARTZ, G.. O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. SP, FUNDAP, 1991.

**Comentário:** Os trabalhos do grupo de pesquisa sobre sistema financeiro do IESP-FUNDAP, realizados no início da década de 90, sobre o mercado internacional de crédito, as inovações financeiras internacionais, e casos comparados, constituem rica fonte de consulta.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro, Qualitymark, 10ª ed., 1997.

**Comentário:** Obra de consulta para profissionais e professores ligados à área financeira, ajuda o leitor a conhecer os diversos tipos de produtos e serviços oferecidos, descrevendo suas características legais específicas.

**Resumo:**

1. O problema do financiamento não é só de insuficiência de oferta de fundos de empréstimos, mas também de carência de demanda, nas condições contratuais oferecidas; por isso, o estado diminuto do crédito, no período pré-estabilização do nível de preços, já que o *risco de fragilidade financeira* era imenso, dado o grau de indexação da economia brasileira.
2. O grande uso de autofinanciamento mostra que as empresas fogem do mercado de crédito devido, aparentemente, às taxas de juros; quando há maior demanda por outras fontes, isto indica o esvaziamento do próprio caixa e, daí, a necessidade de buscar *funding*.
3. Em novo modelo de financiamento, privilegiam-se instrumentos não diretamente bancários. Com base em recebíveis, ou em previsão de faturamento, a empresa não-financeira emite títulos de dívida direta e os *securitiza* junto a investidores institucionais: seguradoras, fundos de pensão, fundos mútuos de investimento. Faz desconto de contratos imobiliários, vendidos em *mercado de hipotecas*. Capta no mercado de *eurobônus*.
4. O risco do crédito ao consumidor se eleva à medida que o prazo aumenta, porque cresce a possibilidade de ocorrência de acidentes ou imprevistos com esse tomador, inclusive de perda da fonte de renda, no caso de assalariado que se torne desempregado.
5. O *funding* primário do Sistema de Financiamento Imobiliário continua sendo formado com recursos captados por instituições financeiras que concedem crédito imobiliário como Caixa Econômica Federal, bancos com carteiras de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos. A diferença é que essas instituições podem vender os respectivos créditos em mercado secundário, em operação típica de mercado de capitais, por intermédio de companhias *securitizadoras*.
6. Em termos gerais, o crescimento dos *investidores institucionais* se relaciona com o do *mercado de capitais*. Conceitualmente, mercados de ativos são meios através dos quais títulos de propriedade podem ser subdivididos e tornados negociáveis, para facilitar a diversificação de risco.
7. A bolsa de valores é insignificante, em termos macroeconômicos, quando as altas taxas de juros atraem os investimentos para os títulos de renda fixa, assim como a alta taxa de inflação atrai para as aplicações indexadas. Há também o descaso das empresas abertas com acionistas minoritários. Quase a totalidade dos negócios são feitos com ações *preferenciais*. A concentração dos negócios em poucas ações retira liquidez e retrai cotações das demais ações. Daí, com o preço de mercado somando muito menos que o valor do patrimônio da companhia, a maioria das empresas deixa de fazer emissões públicas de ações e passa a recomprá-las.

8. Na prática, a mais importante fonte de financiamento de investimentos consiste na *reinvestição de lucros*, mas a abertura externa e a estabilidade da economia tiram das empresas o poder de fazer o preço (*price maker*) dos produtos, tornando-as tomadoras de preços (*price taker*): quem faz preço, passa a ser o mercado internacional. Para vender mais, aproveitando a massificação do consumo, as empresas têm de expandir a capacidade produtiva, o que exige recursos para investimento em longo prazo. Não contando com lucro retido no volume suficiente, necessitam recorrer ao incipiente mercado de capitais ou incorrer em risco cambial, via captação externa.

## CAPÍTULO 14

### BANCOS NO BRASIL<sup>152</sup>

*“Qual é a diferença entre um executivo financeiro e um economista?  
Custo de oportunidade”.*

#### 14.1. Introdução

Este capítulo faz uma análise estrutural do setor bancário brasileiro. Caracteriza sua evolução, desde a reforma financeira de 1964 até a reforma bancária de 1988, como transição do predomínio de mentalidade regulamentadora ao de ideologia neoliberal. Depois, descreve as estratégias de ajustamento dos grupos bancários à liberalização financeira, após 1988. Em seguida, trata da crise bancária, detonada com o processo de estabilização inflacionária, implementado em meados de 1994. Essa crise bancária caracterizou-se por liquidação de grandes bancos privados nacionais, privatização de bancos estaduais, reestruturação patrimonial das instituições financeiras públicas federais, concentração e desnacionalização bancária. Considerando todas as fases da história bancária no Brasil, a posterior a 2003 pode ser classificada como a de *acesso popular a bancos*.

14.2. Antecedentes históricos: da reforma financeira de 1964 à reforma bancária de 1988

14.2.1. Características Fundamentais da Reforma dos Anos 60: Regulamentação, Compartimentalização, Especialização, Segmentação.

A reforma financeira de 1964/65 não pode ser vista como medida isolada, mas sim em contexto de tentativa de implantação autoritária de "novo modelo" de crescimento econômico, envolvendo também reformas nas áreas fiscal e de reajuste de preços e salários. Consistiu de reformas na área monetária (lei n. 4595 de 31/12/64), de mercado de capitais (lei n. 4728 de 14/08/65) e habitacional (lei n. 4380 de 21/08/64).

Os grandes **objetivos** da reforma de 1964 eram:

1. a regularização do *mercado monetário*, tornando as autoridades monetárias independentes, "para evitar a emissão monetária inflacionária";
2. a regulamentação do *mercado financeiro*, "para garantir fluxos financeiros e taxas de juros estáveis, sem mercado paralelo";

<sup>152</sup>

Edição revista e condensada de: COSTA, F. N.. Bancos: da Repressão à Liberalização. Economia & Empresa. SP, v.2, n.1, p.31-43, jan/mar 1995; COSTA, Fernando N.. & MARINHO, R.. Bancos no Estado de São Paulo: 1988-1993. Estratégias Recentes no Terciário Paulista: Telecomunicações, Comércio e Sistema Bancário. São Paulo, SEADE, 1995. pp. 49-92. COSTA, Fernando N. & LOPREATO, Francisco L. C. Estratégias de Fusões, Aquisições e Associações



3. o aperfeiçoamento do *mercado de capitais privados*, "para dotar os investimentos de financiamento de longo prazo".

Adotou-se o *princípio da compartimentalização* de áreas específicas de atuação para cada instituição financeira, tentando evitar a superposição de atribuições.

A **concepção básica** da reforma era a *especialização* por agentes financeiros.

A *ordenação* também seria dada por autoridades competentes. Em tese, o Banco Central controlaria as instituições monetárias. Porém, a chamada "conta movimento" e a manutenção do Banco do Brasil como depositário das reservas compulsórias do sistema bancário foram "soluções de compromisso" para atender o *lobby* e quebrar a resistência do Banco do Brasil à reforma bancária. O BNH (Banco Nacional da Habitação) controlaria o sistema financeiro habitacional, constituído das caixas econômicas e do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos) com as sociedades de crédito imobiliário e as associações de empréstimos e poupança. Finalmente, o sistema financeiro desenvolvimentista seria gerido pelo BNDE (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico), com suas subsidiárias EMBRAMEC, IBRASA e FIBASE adquirindo ações de empresas privadas e a FINAME fazendo repasses via bancos de investimento e bancos estaduais de desenvolvimento. Nos anos 70, nomeou-se um "xerife" para regular o "faroeste" do mercado de capitais, através da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Tudo bem de acordo com o lema positivista de ordenar para haver progresso.

Na exposição de motivos da Lei da Reforma Bancária, constava o propósito de dotar as autoridades monetárias de maior autonomia em relação ao poder executivo, inspirado no modelo americano do Federal Reserve (Fed). A intenção era separar a administração das finanças do Tesouro Nacional em relação ao suprimento de moeda à economia. Mas a *independência dos bancos centrais é um mito negado pelos fatos*. Em regimes democráticos, não é politicamente correto haver o quarto poder moderador, não eleito, superposto ao Executivo, Legislativo e Judiciário, consagrando o corporativismo de seus funcionários e arriscando o descompasso entre vários instrumentos de política econômica. Em regime ditatorial, então, não passou de ilusão tecnocrática.

A mesma concepção ortodoxa embasava a criação da correção monetária. Buscar-se-ia operações financeiras com taxas de juros reais positivas, "para aumentar a poupança e melhor alocar recursos escassos". Na realidade, a intenção inicial de lançar títulos de 18 meses com correção monetária não teve sucesso. Por exemplo, a ORTN somente passou a ser aceita, quando crise de confiança abalou o mercado paralelo, com quebras de empresas emissoras de letras diretas. O governo não só dava maior segurança, como também incentivos fiscais e menor prazo para vencimento do que o planejado inicialmente. Títulos com correção monetária pós-fixada só passaram a ser amplamente aceitos com a retomada do crescimento das taxas de inflação, na década de 1970. Anteriormente, com inflação cadente, privilegiava-se as letras de câmbio com taxas de juros prefixadas.

Isso demonstra o choque entre a *concepção jurídica* da reforma financeira e a *realidade econômica* do mercado. Bulhões Pedreira foi o jurista que concebeu a legislação para sua implantação, baseada no **modelo americano de compartimentalização do mercado financeiro** em *mercado de crédito e mercado de capitais*. A idéia de "tomar as rédeas" da história, reorientando-a para buscar atalhos para o salto de etapas que levaria o Brasil tornar-se potência emergente, passou ao largo de imaginar a história como resultado de projeto coletivo. Na realidade, o que brotou do confronto entre o *aceite legal* e a *aceitação social* foi uma série de *inovações financeiras*, que ultrapassou a pretensão inicial de regulamentação do mercado financeiro brasileiro.

**Foram desvios da reforma de 1964:**

1. a falta de autonomia do Banco Central do Brasil;
2. o acúmulo de funções no Banco Central: executor da política monetária e da política cambial, banco emissor, banco dos bancos, banqueiro do governo, banco de fomento, controlador das operações com o exterior, fiscal do sistema financeiro;
3. o caráter híbrido do Banco do Brasil, pois não transferiu todas funções de autoridade monetária para o Banco Central;
4. o Conselho Monetário Nacional subordinado ao Ministério da Fazenda, tornando-se apenas órgão homologatório de decisões já tomadas, para diluir responsabilidades;
5. a ausência de unificação de orçamentos, com o Orçamento Monetário, na prática, tornando-se o segundo Orçamento da União, sem controle do Congresso;
6. a diminuição de prazo de vencimento dos títulos que lastreariam empréstimos de longo prazo;
7. a indefinição da figura do "poupador" no investidor institucional (fundos de pensão, seguradoras, etc.), pois não se consegue montar sistema financeiro com base na "poupança voluntária" individual, mas sim na "poupança compulsória" coletiva (FGTS, PIS-PASEP, FINSOCIAL, etc.);
8. o abandono da política de *especialização*.

14.2.2. Estrutura Bancária e Padrões de Concorrência: Concentração, Conglomeração e Internacionalização nos Anos 70

O **objetivo principal** da Lei n. 4728, que esboçou o quadro institucional do mercado de capitais, era a criação de rede de distribuição de valores mobiliários, ou seja, de empresas intermediárias entre as sociedades de capital aberto, que emitissem títulos (ações e debêntures) e seus tomadores finais. Δ

*mercado de crédito*. Achava-se necessário criar sistema de distribuição especializado, em que os bancos de investimento teriam caráter *atacadista* e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários cuidariam das operações *varejistas*, ou seja, seriam os *dealers*. No entanto, para tornar rentável a nova instituição, o banco de investimento acabou se definindo como empresa, ao mesmo tempo, negociante de valores mobiliários, financiadora a prazo médio e longo, e, nos primeiros anos, financeira (SCFI). Concediam empréstimos com base nos aceites das letras de câmbio, que eram mais difundidas no mercado.

Diversas financeiras se transformaram em bancos de investimento, não resultando na "pureza de linhagem" almejada pelos legisladores. A constituição dos bancos de investimento buscava uma nova "modernidade", sem os vícios do arcaico sistema financeiro brasileiro. Na prática, o documento de regulamentação alargou de tal forma seu campo de atuação que se perdeu, em meio de inúmeras alternativas de operações ativas e passivas, o objetivo original que deu margem à sua criação.

Além desse desvio relativamente aos objetivos originais do projeto reformista, houve outro desvio sob a forma de movimento simultâneo de constituição de bancos de investimento por parte de grupos bancários não ligados às financeiras, atraídos pelas vantagens oferecidas às suas operações. Isto deu origem à **constituição de diversos conglomerados financeiros**.

Acabaram por encabeçar os principais conglomerados, os estruturalmente "inefizes" e "antiquados" bancos privados nacionais, conforme afirmava o diagnóstico oficial, devidamente fortalecidos pelo *processo de reconcentração bancária*. Este foi processo de concentração *direto* ou *induzido* pela Comissão de Fusão e Incorporação de Empresas (COFIE), criada pelo Decreto n. 1182 de julho de 1971. Ela deu permissão, inclusive, para reavaliar o ativo imobilizado, acima dos limites da correção monetária, até o valor do mercado, com isenção de imposto de renda.

Portanto, houve **o choque da teoria dos "reformistas"**, que tentavam implantar legislação "importada", correspondente a sistema financeiro sofisticado, **com a prática arcaica**, característica da realidade do banqueiro tradicional, que só se preocupava com captação de depósitos à vista e empréstimos em conta corrente e/ou desconto.

Inicialmente, esses banqueiros tradicionais se retraíram face ao "modelo americano" de compartimentalização e pulverização. Com isso, era necessária a "criação de novos empresários", para atuarem no mercado de capitais. O governo passou a induzir a entrada nesse mercado: aproveitaram a oportunidade vários "aventureiros". Eram empresários sem experiência, competência e idoneidade, como os agiotas do mercado paralelo. Nesta época de "milagre econômico", combinou-se baixa barreira à entrada com expansão cíclica e *boom* da bolsa de valores, o que permitiu alta rentabilidade, maior até que de diversos bancos comerciais. Surgiu daí o primeiro movimento de *conglomeramento*, com empresários das novas atividades no mercado de capitais comprando bancos regionais, com apoio da política econômica oficial. Muitas vezes a aquisição se dava com recursos de renúncias de empréstimos

internacionais (Resolução 63 do Banco Central) ou de emissão de CDB do próprio banco.

Vários novos grupos financeiros, artificialmente robustos, no início da década de 1970, estavam especulando com a queda das taxas de juros nominais, captando recursos por prazo curto e emprestando por prazos mais longos. A enorme afluência aos instrumentos indexados, após a reversão da inflação, em 1974, provocou fuga de recursos do sistema bancário, que não captava com correção monetária. Com esta crise de liquidez, não se conseguia renovar as captações, gerando problemas de fragilidade financeira, pelo descolamento do passivo em relação ao ativo dos bancos. Neste momento se deu a *concentração induzida*, posterior àquela primeira *conglomerção*. Grandes bancos assumiram os bancos de "aventureiros", com o governo pagando a conta. O Decreto n. 1337, de julho de 1974, confirmou o benefício fiscal para as fusões e incorporações. O Decreto n. 1346, de setembro de 1974, continuou com estímulos e deu novas diretrizes à COFIE.

Este **processo de concentração**, aumento da parcela de mercado atendida pela empresa, e **conglomerção**, diversificação de atividades por aquisições de empresas e cartas-patentes em outros segmentos do sistema financeiro, foi *induzido* por política governamental.

O governo era conscientemente a favor desse processo de fortalecimento dos grandes grupos bancários, tendo papel estimulante, traduzido por estímulos a fusões e incorporações. Além desse incentivo, houve restrições à expansão da rede de agências, o que obrigava os bancos a adquirirem, por esse meio, as cartas patentes necessárias. Substituiu a anterior *política de especialização* por outra exatamente oposta: a de *criação de conglomerados financeiros*, liderados pelos concentrados bancos comerciais.

A grande empresa bancária recebeu apoio do governo, aparentemente, para ser a contrapartida no setor financeiro da grande empresa comercial, industrial e de serviços. Seria então política baseada na *hipótese da concentração reflexa*, em consequência do crescimento do número de operações de grande porte em relação às de menor porte. A *tese* seria que haveria como contrapartida a *conglomerção econômico-financeira*. No entanto, o governo não chegou a decretar a legislação com nova institucionalidade para o sistema bancário. Tanto que as mudanças ficaram a meio-caminho: ocorreram *de fato, mas não de direito*.

Os conglomerados permaneceram compostos de empresas juridicamente independentes, com contabilidades autônomas e não consolidadas, para efeito fiscal. Isso deu margem a muitas manipulações contábeis. Por exemplo, os custos administrativos e de pessoal das agências podiam ser contabilizados somente para o banco comercial, e não para outras atividades financeiras que ocorriam nas mesmas agências, de acordo com o interesse de "embonocar" os balanços. Permaneceu também a proibição de empréstimos a empresas associadas, o que tornava desinteressante a associação legal com empresas produtivas.

A **causa primária para a concentração**, via fusões e aquisições, era que, com o recrudescimento inflacionário, tornou-se extremamente lucrativo para os bancos expandirem suas redes de agências, com o fim de aumentar a captação dos depósitos à vista a "custo zero", ou seja, o custo operacional, não o custo administrativo, para aplicar em correção monetária.

Com a expansão, havia também a possibilidade de investirem em imóveis, através de construção de sedes próprias para estas agências. Por lei lhes era proibido investir nestes bens patrimoniais, se não fossem destinados ao próprio uso.

**As motivações para a conglomeração** eram diversas:

1. a tentativa de *obter poder de mercado* com reciprocidades, transações exclusivas e vendas vinculadas com preços predatórios, e, assim, diversificando operações e rateando custos, maiores lucros;
2. a possibilidade de *realizar economias de escala*: redução de custos de mão de obra, propaganda, compras, gerenciamento, pesquisas e desenvolvimento, etc.;
3. a *redução do risco*, através da diversificação, ficando menos sujeito às variações da demanda de algum título financeiro em particular;
4. a *manutenção das taxas de crescimento* da empresa, mediante aquisições de oportunidades de vendas de novos produtos ou de ativos, revertendo expectativas de declínio por parte dos acionistas;
5. a *obtenção de vantagens financeiras*, adquirindo firmas subvalorizadas e assumindo débitos menos onerosos para o conglomerado do que para a firma antes da aquisição.

O **processo de internacionalização bancária**, ocorrido nos anos 70, teve a participação de grandes bancos brasileiros, destacando-se o Banco do Brasil, entre os bancos públicos, e o Banco Real, entre os privados. "No caso brasileiro, as inúmeras oportunidades de negócios lucrativos oferecidas no Euromercado, aliadas à concorrência no mercado bancário doméstico, foram os elementos motores da expansão dos bancos. A crescente importância das exportações brasileiras de manufaturados e a opção governamental pelo endividamento também estimularam a projeção internacional desses bancos, mas não foram os elementos determinantes desse movimento até 1979. Posteriormente, a partir da adoção de medidas de contingenciamento de crédito em moeda doméstica, no contexto de deterioração das contas externas do país, a necessidade de obter recursos externos para garantir suas metas de crescimento passou a impulsionar a expansão internacional dos bancos brasileiros"<sup>153</sup>.

### 14.2.3. Ajuste das Empresas Não-financeiras, Desajuste e Reajuste das Empresas Financeiras nos Anos 80.

O final do crescimento autosustentado da economia brasileira, nos anos 70, ocorreu com o *esgotamento do padrão de financiamento*. Os constrangimentos financeiros passaram a impedir a continuidade do desenvolvimento.

A **crise financeira** teve dois **diagnósticos**, aparentemente inconciliáveis:

1. o *fiscalista* destacava o desequilíbrio financeiro do setor público como decorrência de governos gastadores;
2. o da *causa na dívida externa* enfatizava o desequilíbrio macroeconômico decorrente do modelo de ajustamento cambial adotado.

Neste último diagnóstico, de certa forma, englobava-se o aspecto fiscal. A *crise cambial* acabou por tornar-se *crise fiscal*, devido à centralização da responsabilidade sobre a dívida externa nas autoridades monetárias, e sua transformação em dívida interna. Com os mega superávits comerciais, após 1984, o impacto monetário do balanço de pagamentos era controlado via lançamento de títulos da dívida pública. Através deles, o Banco Central conseguia os recursos cambiais, gerados pelo setor privado, para remeter para os credores internacionais.

Havia, portanto, certo consenso a respeito da gravidade do **processo de desajustamento do setor público**, devido à mudança de sua situação passiva. A dimensão do endividamento global do setor público levou à exaustão do esquema de rolagem do financiamento de seu estoque de dívidas.

A **fragilidade financeira do setor público** derivou do desequilíbrio entre os encargos financeiros que deviam ser pagos e os seus rendimentos líquidos, seja a carga tributária líquida, seja os lucros das empresas estatais.

Historicamente, os anos 80 representaram a ocorrência, mais uma vez, em crise da economia brasileira, de *processo de estatização de prejuízos e privatização dos lucros*, com o ajustamento *estrutural-cambial* em nível macroeconômico, e ajustamento *financeiro* do grande capital privado em nível microeconômico. A definição política da última etapa desse movimento, ou seja, a do *processo de socialização dos prejuízos do Estado*, decidindo qual classe social, ou fração de classe, arcaria com o maior ônus do ajuste fiscal-financeiro do Estado, aguardou até as eleições diretas de 1989. Quando verdadeiramente completou o processo de transição política de regime político ditatorial para regime democrático, ficou definida a *crise de hegemonia política*.

O Estado brasileiro iniciou a década de 1980 como o maior devedor na economia brasileira. A série de "casuísmos legais" com que se tentava compensar o que dava a alguns via Resolução 432, Circular 230, maxidesvalorizações, etc., retirando de outros através de prefixação da

salários, etc., fomentou a luta por fatia de poder no interior do Estado. Pressionado pelas diversas corporações patronais que o instrumentalizaram, ao sabor do arbítrio de algum "super-ministro", seu poder discricionário quebrava continuamente *regras e contratos*.

Em contexto de *indexação e desmonetização*, a **preferência pela liquidez da quase-moeda indexada** foi o resultado do comportamento defensivo-especulativo do investidor, no *mercado de capitais*.

Não se conseguia avançar na estruturação de novo padrão de financiamento, com menores custos e maiores prazos, que superasse a ruptura do anterior. Envolvido na crise fiscal-financeira, o gasto público declinava. A instabilidade crônica das expectativas gerava incerteza para decisões privadas de investimento de porte e longo prazo de maturação.

O **processo de desintermediação financeira** espelhava em parte a transferência de recursos do *mercado de crédito* para o *mercado de capitais*.

Os indicadores revelavam queda real dos empréstimos. Refletiam problema tanto de *risco do credor* quanto de *risco de devedor*. Havia excesso de oferta de *liquidez financeira* e escassez de demanda por *liquidez real*. Quanto ao tomador final dos empréstimos, os bancos comerciais, especialmente os oficiais, os bancos de investimento e os bancos estaduais de desenvolvimento "estatizaram" o crédito, dirigindo-o predominantemente para a empresas estatais. Enquanto isso, o Banco do Brasil, o Sistema Financeiro de Habitação estatal (BNH, CEF e CEE) e o BNDES "privatizaram" o crédito, em "operações-socorro" para empresas privadas.

O **processo de ajustamento financeiro das grandes empresas privadas não-financeiras** foi provocado pelo risco que a situação de crise, com elevação dos juros e do câmbio e declínio do crédito, apresentava para empresas endividadas, que empregavam de 15 a 20% do faturamento no pagamento dos custos financeiros.

Estas empresas buscaram, pelo lado do ativo, liquidez crescente, evitando imobilizações produtivas, para privilegiar a máxima mobilidade das aplicações, e, pelo lado do passivo, cortar o endividamento, especialmente em dólar, e aumentar o autofinanciamento, através dos lucros retidos. Estes aumentaram, derivados de maior *mark-up* e corte de custos variáveis, principalmente por dispensa de empregados. A proteção financeira (*hedge*) de fato ocorreu quando as despesas financeiras líquidas, representadas pela diferença entre as despesas financeiras e as receitas financeiras brutas, tenderam a zero, em meados da década de 1980. Assim, o efeito maléfico da elevação dos juros no passivo era compensado pelo benefício nas receitas das aplicações financeiras.

Essas grandes empresas não-financeiras privadas deixaram de ser *devedoras líquidas*, para tornarem-se *credoras líquidas* do setor financeiro.

Com esse movimento, houve **processo de desajustamento das empresas financeiras**, caracterizado por:

1. estrutura de ativos com maior risco de iliquidez das empresas devedoras, com grande concentração dos empréstimos em empresas estatais;
2. composição passiva sensível às variações bruscas nas correções monetária e cambial e nas taxas de juros pagas, pois aumentou a captação de "dinheiro comprado" (CDB) e a liquidez dos depósitos de poupança, enquanto caiu a de depósitos à vista;
3. níveis de custos operacionais excessivamente altos, devido não só ao encarecimento da composição passiva, mas também aos custos administrativos e patrimoniais, impulsionados pela concorrência, via expansão da rede de agências e automação dos bancos;
4. critério de desempenho na intermediação financeira, avaliado segundo os padrões usuais de relação depósitos/agência e empréstimos/agência, em franca regressão;
5. queda no *spread creditício*, dado pelo diferencial entre as taxas praticadas nos empréstimos e na captação, devido à elevação do custo do *funding*, provocava a busca desenfreada pela compensação com maior *spread de risco* em cima do *float*, isto é, disponibilidades líquidas para serem remuneradas com correção monetária e juros dos títulos da dívida pública em carteira.

A crise econômica da primeira metade dos anos 80 produziu o aparente paradoxo de haver, simultaneamente, grande instabilidade e maiores lucros. Como visto, o grande capital privado aumentou a margem bruta de lucro, com o aumento inflacionário dos *mark-ups*, e fez sua reestruturação patrimonial de devedor para credor. A fonte de lucro extraordinária para o sistema bancário foi justamente a alta inflação, que possibilitou a arbitragem entre diferenciais de taxas (*spread inflacionário*), especialmente, entre a taxa de aplicação com correção monetária e o "custo zero" da captação de saldos disponíveis. As rendas e lucros financeiros com a aplicação do *float* em títulos da dívida pública com taxa de juros reais positivos ultrapassaram, largamente, as receitas com operações de crédito. No Brasil, tornou-se inexpressiva a intermediação financeira convencional: captação de recursos - concessão de empréstimos. O lucro da arbitragem e do giro inflacionário do dinheiro levou à desativação das típicas operações bancárias de crédito ao setor privado.

Até que ocorreu o **processo de desajuste e reajuste dos bancos, durante a implementação do Plano Cruzado**. De março a novembro de 1986, para compensar a brusca queda do *spread inflacionário* e dos ganhos com o financiamento dos títulos da dívida pública, o sistema bancário teve que fazer ajuste de custos e receitas, cobrando tarifas de serviços e elevando as operações ativas de crédito, principalmente no segundo semestre. O susto, provocado pelo risco de quebra com súbita estabilização, mostrou aos



não devia ser meramente conjuntural. Este processo continuou, em simultâneo com a automação do sistema bancário.

O diálogo entre o governo brasileiro e o Banco Mundial, relativo ao ajuste do setor financeiro, data de agosto de 1987. Desde então, o governo implementou reformas em diversas áreas, executadas em estreita deliberação com o Banco Mundial. Um *Empréstimo de Ajustamento do Setor Financeiro* para o Brasil, no valor equivalente a até US\$ 500 milhões apoiaria o programa governamental de reformas institucionais no setor.

**O Banco Mundial caracterizava o sistema financeiro brasileiro por:**

1. programas de crédito oficial e direcionado com taxa de juros e condições de empréstimos administradas que aumentava as margens sobre as taxas de juros nos empréstimos para investimentos, induzia à segmentação do mercado de crédito e afastava as fontes privadas do crédito a longo prazo;
2. taxas de empréstimos administradas pelo governo para esses programas, que variavam de taxas reais negativas a taxas reais positivas de até 12%;
3. quarenta e duas diferentes exigências de reserva legal para os depósitos à vista, que variavam de acordo com o porte e a localização do bancos, contribuía para a instabilidade financeira e impediam que o Banco Central exercesse o controle monetário;
4. proibição aos bancos comerciais de pagarem juros sobre os depósitos à vista, o que vinha resultando em amplos e variáveis subsídios ao sistema bancário, como resultado da inflação, e levou à desmonetização da economia;
5. grande sistema bancário estadual insolvente, em que os bancos estaduais funcionavam como “mini bancos centrais” para seus estados, e cujas funções podiam ser cumpridas pelos bancos privados existentes;
6. grande Sistema Financeiro de Habitação que era importante fonte de instabilidade financeira, no Brasil, com perfil temporal para seus ativos diferente do de seu passivo;
7. falta de implementação dos regulamentos para estimular prudência nos empréstimos, especialmente dos bancos estaduais;
8. a falta de amplo esquema de seguro de depósitos;
9. barreiras ao ingresso, baseadas em sistema de cartas patentes, que contribuía para a segmentação institucional, não permitindo a consolidação dos grupos bancários;
10. altas margens de taxas de juros para os empréstimos livres, resultantes do alto nível de exigências de reservas, empréstimos obrigatórios de depósitos e lucros relacionados à inflação.

O próprio documento oficial do Banco Mundial afirmava, explicitamente: "Nosso objetivo para a reforma do setor financeiro no Brasil é a integração dos mercados de crédito, de forma que as taxas de juros praticadas reflitam apenas o risco de mercado percebido. *Para alcançar este objetivo, será necessário desregular o mercado de crédito e reduzir o porte e o campo de atuação dos bancos oficiais.* Daí, nosso envolvimento nas reformas do setor financeiro no Brasil visam às seis áreas relacionadas" <sup>154</sup>:

1. eliminação da interferência governamental nos mercados de crédito e desenvolvimento dos mercados de capitais privados e os instrumentos de empréstimo a longo prazo;
2. nivelamento das exigências de reserva legal para todos os instrumentos e instituições financeiras, mediante a redução do nível e da variância dessas exigências;
3. fortalecimento do ambiente operacional, mediante o aumento da competição entre os bancos e a introdução de um sistema de seguro de depósitos;
4. apoio das reformas institucionais do Banco Central, mediante a melhoria das práticas de supervisão e o aprimoramento da capacidade de pesquisa econômica;
5. reestruturação do sistema bancário estadual, mediante a liquidação ou a privatização dos bancos estaduais;
6. reforma do sistema financeiro de habitação, mediante a eliminação do crédito direto e o desenvolvimento de fontes de recursos no mercado.

Face à onda neoliberal, a questão da soberania nacional ficou para segundo plano. A *Teoria da Repressão Financeira*, baseada nos trabalhos de McKinnon e Shaw, extremamente influentes no Banco Mundial, defendia a tese que o excesso de interferência governamental impedia o desenvolvimento da intermediação financeira e a maior eficiência do processo de poupança e investimento. Taxas de juros artificialmente baixas, ou seja, abaixo de um suposto nível de equilíbrio de mercado, "reprimiriam" o sistema financeiro. Daí a sugestão, "imposta" via promessa de empréstimo, de reformas que permitissem a livre determinação da taxa de juros pelas forças de mercado. Práticas como créditos subsidiados ou políticas de orientação seletiva do crédito a setores prioritários deveriam ser abandonadas, em nome da eficiência econômica. Além de minimizar o controle do governo sobre a direção do crédito, o Banco Mundial defendia a liberalização nas regras de operação do mercado financeiro, no Brasil. Propunha, ainda, a total liberalização dos juros e a abertura do sistema financeiro aos bancos estrangeiros.

A trajetória da reforma financeira de 1964 à reforma bancária de 1988 foi **da mentalidade regulamentadora à ideologia liberalizante**. Os resultados práticos, em ambos casos, não foram os almejados.

### 14.3. Estratégias de ajustamento dos grupos bancários à liberalização financeira após 1988

Os reformistas idealizaram modelo teórico, de cunho ortodoxo, para implantar nova institucionalidade no sistema financeiro brasileiro. Não compreenderam tanto o presente como o futuro como história, ou seja, o futuro como desdobramento evolutivo do presente. Neste sentido, as decisões sobre a reforma bancária de 1988 deveriam ter sido tomadas para enfrentar os obstáculos que dificultavam o funcionamento e a expansão da economia na direção que apontava o processo histórico em curso. A reforma teria sido possível ser implementada se atendesse a *necessidade histórica*, não se constituindo mera *vontade ideológica*. Só ganharia existência real se o Banco Mundial, que a formulou, tivesse inserção profunda no sistema de poder brasileiro. Na prática, só completaria o difícil trajeto que vai do papel à realidade aquela parte da reforma bancária sugerida pelas próprias dificuldades encontradas pelo sistema econômico em evolução.

Antes de verificar os resultados da reforma bancária de 1988, destaca-se as tendências internacionais do sistema financeiro, no período recente <sup>155</sup>.

Dentro da **contextualização internacional**, em que se move o sistema financeiro doméstico, cabe sublinhar:

1. papel crescente dos **investidores institucionais**, principalmente fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos de investimento como fonte de *funding*, para operações de longo prazo;
2. proliferação dos **produtos derivativos** – *swaps*, opções, mercados futuros – como forma de transferência e transformação de riscos de câmbio e juros;
3. a **desintermediação financeira** e o crescimento do **processo de securitização**, a partir da substituição do crédito bancário pela emissão de títulos negociáveis de renda fixa (*bônus* ou *securities*) por empresas;
4. generalização do **banco universal ou múltiplo**, com os bancos comerciais passando a atuar de forma crescente em atividades de investimento, tais como *underwriting* de títulos, fornecimento de garantias e prestação de serviços na montagem de engenharias financeiras complexas;
5. tendência à **globalização financeira**, processo de redução das barreiras entre o mercado financeiro doméstico e as atividades dos centros financeiros internacionais.

<sup>155</sup>

Kawall Ferreira enfatiza a importância do *processo de securitização*, expediente que permitiu o surgimento de novos fluxos de endividamento das empresas não-financeiras à margem do crédito bancário tradicional.

A **securitização das dívidas**, processo por meio do qual o tomador contrai dívida diretamente junto ao credor, seja intermediário financeiro ou não, por meio de título de emissão própria, tornou-se o eixo principal das inovações financeiras então em curso.

Isso se deveu à maior liquidez dos títulos de dívida direta, em função da existência de mercados secundários desenvolvidos, e da diluição dos riscos, uma vez que as emissões podiam ser pulverizadas entre maior número de instituições financeiras e empresas não-financeiras.

Por esse caminho, via mercado de capitais, foi sendo retomado o acesso do Brasil aos recursos externos, a partir de 1991, com a desregulamentação empreendida no âmbito do *Plano Diretor do Mercado de Capitais*. Obviamente, ele tem sido impulsionado também pela situação de alta liquidez internacional e pelo grande diferencial entre a taxa de juros interna e a externa.

A história financeira mostrava que o movimento de capitais estava se deslocando dos empréstimos e financiamentos para os investimentos diretos e, principalmente, para os de riscos ou de *portfólio*, fato predominante no mundo. Os recursos externos vinham através do mercado de capitais. O indutor fundamental desse tipo de movimento de capitais era a exploração de ganhos de arbitragem, em curto e médio prazos, entre os vários mercados internacionais. Para garantir a mobilidade instantânea de recursos entre países e em qualquer moeda, não se tinha preconceitos contra o capital especulativo, que ultrapassava fronteiras. A tendência histórica apontava que, com o declínio relativo do *mercado de crédito*, o *mercado de capitais* brasileiro que deveria canalizar recursos para o autofinanciamento dos setores industrial, imobiliário, comercial, agropecuário, etc.

Nesse quadro histórico-institucional, os grupos bancários redefiniram suas estratégias. Em breves sub-tópicos, serão apresentadas as principais estratégias de ajustamento à liberalização financeira dos anos 90.

#### 14.3.1. Redefinição das Fronteiras dos Grupos Bancários e de sua Inserção nos Mercados: Criação dos Bancos Múltiplos

De 1980 até 1991, a economia brasileira passou por 8 programas de estabilização, 15 políticas salariais, 18 mudanças de políticas cambiais, 54 alterações de controles de preços, 21 propostas de renegociação da dívida externa, 18 determinações presidenciais para cortes nos gastos públicos, 11 índices inflacionários diferentes e 5 congelamentos de preços e salários. Sem falar em 4 unidades monetárias e o sucessivo corte de zeros da moeda. Tudo isso em contexto de recessão e de ameaça de hiperinflação aberta. Diante de tanta instabilidade, com a experiência traumática da estabilização súbita provocada pelo Plano Cruzado, os bancos comerciais brasileiros resolveram adotar estratégia *defensiva* de diversificação de atividades.

Com o fim das cartas-patentes e a criação dos *bancos múltiplos*, os bancos pré-existent enfrentaram **processo de liberalização das barreiras à entrada** que, em menos de 3 anos, já tinha duplicado o número de instituições bancárias.

Antes de 1988, a única possibilidade de constituição de algum novo banco era o fechamento de outro. A política do Banco Central protegia a situação do mercado existente. Com a alteração, na Constituição, qualquer banco comercial que atuava com uma carteira passou a poder concorrer também em outras atividades financeiras com carteiras de investimento (ou desenvolvimento), de crédito imobiliário e/ou de financeira. Na prática, os grandes conglomerados bancários já eram *múltiplos*, mas com constituição jurídica de uma empresa para cada área e até quatro contabilidades diferentes. A mudança permitiu a unificação administrativa das carteiras, com redução de custos e consolidação dos balanços.

As sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários também adquiriram o direito de constituir *banco múltiplo*. Sob estímulo do Banco Central, talvez tenham constituído na maior fonte originária deles. Porém, em outubro de 1989 (Resolução 1649), a possibilidade foi estendida às pessoas físicas e jurídicas. Para isso, necessitam apresentar projeto para receber autorização junto ao Banco Central, demonstrando que tinham capital, idoneidade e competência para ingressarem no setor financeiro.

As empresas ligadas ao comércio varejista, como lojas de departamentos e supermercados, foram os setores que mais se interessaram pela formação de *bancos múltiplos*. A maioria já possuía financeiras. Com a desregulamentação, todos os grupos que tinham alguma afinidade com a "arte" de movimentar dinheiro de terceiros se transformaram em *bancos múltiplos*. Passaram a praticar "guerra de posições", para dominar certo *nicho de mercado* que os grandes bancos de varejo não atendiam.

Várias dezenas de instituições financeiras foram batizadas de "bancos", depois da alforria do sistema, com a eliminação da carta-patente. Antes, pagava-se fortuna para se ter direito à denominação. Em 1993, disputavam o mercado 238 grupos "bancários", mais do dobro dos 112 bancos comerciais existentes apenas 5 anos antes.

Para administrar suas próprias aplicações, grandes grupos empresariais privados nacionais preferiram montar seus próprios bancos múltiplos. Era forma de obter aconselhamento direto de seus executivos financeiros e vantagens nas aplicações. Os negócios, contudo, em alguns casos, ganharam vida própria. Passaram a apresentar soluções para outras grandes empresas, ou mesmo para o chamado *middle market* de empresas com faturamento até US\$ 50 milhões por ano, que tinham problemas de administração de caixa, mas que não precisavam de crédito. Os novos bancos não eram bancos *de crédito*, mas sim *de administração de carteiras*.

Na opinião do presidente do Banco Central, na época, a regulamentação dos *bancos múltiplos* seria como espécie de reforma bancária e representaria a

dos recursos do mercado. No entanto, a pulverização do sistema bancário não representou desconcentração do poder dos grandes bancos.

Liberalizou o mercado, mas nem desconcentrou o sistema bancário nem privatizou o credor. Às vésperas do Plano Real, em junho de 1994, 5 bancos detinham 43,3% dos *depósitos totais* do sistema bancário. Em junho de 1997, dominavam 67,3%, revelando corrida dos depositantes para as maiores instituições financeiras. Na *área de crédito*, a concentração foi mais suave, uma vez que 5 bancos dominavam 54,8% dessas operações, antes do Plano Real, cerca de 4 pontos percentuais a menos do que os 62,6%, em junho de 1997. Os 3 maiores bancos estatais – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Nossa Caixa, não considerando o Banespa – detinham 48,9% dos depósitos totais e 44,8% das operações de crédito, em junho de 1997.

Grandes bancos viram, no surgimento dos menores, outro mercado a explorar. Alguns faziam não só a representação na compensação de cheques no Banco do Brasil, como davam assessoria jurídica aos bancos de pequena rede. Prestavam ainda serviços como o de cobrança de títulos de clientes desses bancos. Captavam também recursos no mercado internacional para os bancos menores.

A **idéia-chave da liberalização financeira** era que os novos bancos, embora fossem pequenos ou médios, seriam fortes para concorrer na sua área e especialidade. Os bancos múltiplos tinham que eleger seus *nichos de mercado*, para se posicionarem no competitivo cenário financeiro dos anos 90.

#### 14.3.2. Redefinição de Estratégias de Mercado: Segmentação e Seletividade da Clientela

A maioria dos bancos da geração pós-88 nasceu com estrutura enxuta, número reduzido de agências, isto é, no máximo uma ou duas, que, muitas vezes, localizavam-se em andares superiores de prédios, por isso eram denominadas de "agências aéreas", fora da vista do grande público. Cada um deles ocupava áreas muito bem definidas de mercado. Eram bancos especializados, atuando em segmentos específicos e não competindo pelo serviço massificado dos bancos varejistas.

Com poucos funcionários e estrutura enxuta de custos, alcançavam alta rentabilidade. Tinham relacionamento estreito com médias e grandes empresas. Estavam entre os principais coordenadores de colocação de debêntures e ações de grandes empresas. Alguns administravam recursos do exterior, entre os quais as aplicações do sócio estrangeiro, no Brasil. Outros atendiam especialmente pequenos e médios empresários de determinada comunidade.

Era incorreto, então, tratar o sistema bancário como setor homogêneo.

Havia, pelo menos, **uma dualidade nos perfis das estruturas bancárias de maior porte:**

- dos **bancos varejistas**: captavam maior volume de recursos de clientela pulverizada e operavam com baixa margem operacional de risco.
- dos **bancos atacadistas**: atendiam clientela preferencial, assumiam maiores riscos, mas compensavam com maior agilidade operacional.

Portanto, era necessário separar os bancos de acordo com suas estratégias. Alguns buscavam oferecer múltiplos serviços, outros assumiam simplesmente "vender e comprar dinheiro". Os *private banks* buscavam extrema seletividade da clientela, com atendimento pessoal preferencial. Os *corporate banks* optavam por negociar exclusivamente com empresas de porte. Havia também aqueles que aprimoravam a criatividade, com lançamentos de produtos financeiros originais. Enfim, até grandes redes de bancos varejistas buscavam o ponto de equilíbrio entre o *atacado* e o *varejo*.

Os **bancos de varejo dos maiores conglomerados financeiros** eram identificados como aqueles que conseguiam captar grande *float* com "custo zero" e "dinheiro comprado" com taxa de juros mais baixa. Mas possuíam também carteiras com grandes corporações, que ofereciam baixo *float*, compensando-se com as altas somas aplicadas. Suas redes de agências tinham elevada capilaridade, alcançando, no interior, baixo custo de captação. Porém, sem dúvida, a localização preferencial estava nas metrópoles, especialmente no centro financeiro de São Paulo. O setor de processamento de dados era sofisticado, com distância tecnológica do Bradesco e do Itaú, com agências e caixas "eletrônicas". Suas operações mais típicas de empréstimos se dirigiam como capital de giro para grandes empresas. Faziam também cobranças para seus clientes. Ofereciam produtos diversificados, como grandes fundos de investimento: de renda fixa, de ações, de curto prazo, de *commodities*, etc. Dominavam o mercado primário de ações. Prestavam serviços bancários com tarifas: entre outros, aluguéis de cofres, recolhimento de tributos, seguros, cartões de crédito. Dominavam o sistema financeiro habitacional privado. Controlavam os órgãos de classe. Eram emissores da massa de *quase-moeda*.

Os **bancos nacionais privados de médio porte** eram especializados em *nichos do mercado* com alto risco. Entre as operações mais típicas, a preferência estava nas de *atacado*, ficando o *varejo* na "sobra", por exemplo, com atendimento pessoal da vizinhança da agência. Suas redes de agências tinham distribuição regional irregular, privilegiando-se algumas capitais. O processamento de dados era limitado, pois não chegava ao cliente. Seu custo de captação era mais alto, porque pagava certo "prêmio de risco". O perfil de seus devedores era delineado com empresas de maior risco. Possuíam agilidade maior na Tesouraria que os grandes conglomerados. Especulavam, apostando na queda da taxa de juros, descolando prazos do ativo em relação aos do passivo. Poucos captavam depósitos de poupança e emprestavam pelo Sistema Financeiro de Habitação.

Os **bancos comerciais nacionais privados de pequeno porte** eram, antes da reforma liberalizante de 1988, instituições "marginais" no mercado financeiro. A rede de agências era centralizada em determinado local, com baixa informatização, privilegiando operações com o próprio grupo e o crédito pessoal.

Os **bancos estrangeiros** tinham capacidade de emprestar muito maior do que a de captar, já que a rede de agências, no Brasil, era diminuta, sendo a expansão controlada pelo Banco Central. Foram pioneiros em *banks rooms*: instalação de terminais de computadores junto a clientes preferenciais (normalmente multinacionais), para prestação de serviços especializados de gerenciamento de suas contas. Obtinham baixo *spread* creditício, mas compensavam pelo baixo custo de captação. Com a crise da dívida externa, perderam o grande trunfo perante a concorrência: os repasses externos via Resolução 63. Mas sempre foram fortes em câmbio. Como eram os maiores credores do país, tornaram-se grandes operadores da conversão da dívida externa brasileira. Buscavam atuar como *merchant banks*: bancos de negócios, de fusões, etc.

Finalmente, os **bancos estatais**, em que os grandes eram o Banco do Brasil e o Banespa, e os médios Banerj, Bemge e Banestado, desconsiderando a Caixa Econômica Federal, constituíam bancos de *varejo*, com clientela garantida no funcionalismo e entre fornecedores do Estado, e monopólio das liberações dos Tesouros. A rede de agências era extensa, com várias agências *pioneiras* por razões políticas. Estavam atrasados no setor de processamento de dados em relação aos bancos privados. O custo de captação era bastante diferenciado. Obtinham baixo *spreads* com repasses internos e externos. Os empréstimos eram dirigidos predominantemente para os governos e às empresas estatais. Na realidade, se definiam como agentes financeiros do Estado, embora atuando no *varejo* e no *atacado*. Devido à função social-desenvolvimentista, eram obrigados a privilegiar operações de crédito em detrimento das operações mais lucrativas com títulos e valores mobiliários.

Pesquisa, realizada em 1989, revelava que 88% dos nascentes **bancos múltiplos** pretendiam atuar com pessoas jurídicas de grande porte; 55% com clientes pessoas físicas milionárias; 28% com pequenos e médios aplicadores pessoais; 23% com pequenas e médias empresas; basicamente estariam voltados para o *varejo* (atendimento em massa) os bancos que originaram de instituições financeiras (bancos comerciais e financeiras), que já atuavam antes dentro desse perfil. Anunciavam a intenção de possuírem estrutura enxuta, atuando com clientes preferenciais e fornecedores das firmas originárias. Portanto, a maior concorrência seria estabelecida nas operações de *atacado*, entre grandes empresas, executivos, grandes fortunas.

Os bancos (*private banks*) iniciaram, então, temporada de caça às grandes fortunas. Perseguiam com serviços especiais os milionários, cujo patrimônio pessoal gira em torno de US\$ 1 milhão. Eles eram aproximadamente 50 mil, no país. A prestação de serviços de administração de fortunas era dirigida, em média, por banco, para a casa de "centenas" de pessoas físicas.



Além da combinação exigida de prestígio e discrição, os bancos ofereciam aos indivíduos ricos acompanhamento permanente e personalizado de aconselhamento sobre opções de investimentos, considerando as necessidades de risco, liquidez e segurança de cada um. O atendimento *VIP* contemplava: carteira administrada, extrato via fax com as aplicações, gestão imobiliária, assessoria jurídico-fiscal, inclusive no planejamento da sucessão familiar, avaliação, pesquisa e informações sobre os mercados de arte nacional e internacional, dispondo-se a executar a intermediação, boletins especializados, tratamento especial no banco, com toda infra-estrutura de escritório para uso pessoal, atendimento em casa.

**O direcionamento das atividades**, inclusive dos grandes bancos, para grupos específicos de clientes, foi a tônica do comportamento bancário.

Os anos 90 foram considerados a década do atendimento personalizado para o indivíduo milionário. Os grandes bancos também se prepararam para trilhar o caminho já trilhado pelos pequenos bancos atacadistas. Mas os bancos varejistas adotaram estratégia própria, pois eles, que começaram a investir em tecnologia, significativamente, na década anterior, tinham vantagem comparativa em relação aos demais. A segmentação do atendimento exigia o desenvolvimento de produtos e preços específicos para cada grupo de clientes.

Era necessário o desenvolvimento de inteligência de *marketing* capaz de identificar as necessidades de diferentes grupos de clientes. Trabalhando com variáveis como tecnologia, especialização de equipes de vendas e desenvolvimento de produtos, cada instituição tinha de estar capacitada gerencialmente para atender às necessidades circunstanciais do mercado, adaptando-se às constantes alterações de regras contratuais e de conjunturas econômicas. O aprimoramento da mão-de-obra bancária tornou-se prioritário. Era necessária obter significativa mudança no perfil do funcionário do setor bancário, com a especialização de pessoal qualificado para as funções de assessoria e de aconselhamento ao cliente. Além do nível universitário com pós-graduação, estes profissionais tinham de ser especializados no mercado financeiro.

#### 14.3.3. Redefinição de Estratégias Produtivas: Novos Produtos Financeiros

Pesquisas orientavam as decisões estratégicas dos bancos no lançamento de produtos e serviços. A qualidade do atendimento era o item mais importante na avaliação das pessoas consultadas, na hora da escolha do banco único ou principal. O cliente, muitas vezes, "delegava" ao gerente a escolha da melhor aplicação, dentro de certa cesta de produtos. Necessitava de orientação capacitada para indicar quais as melhores opções.

Os mercados tradicionais envolviam: certificados de depósitos bancários (CDB), títulos e bônus do Tesouro, títulos dos governos municipais e estaduais, títulos de empresas, ações, metais preciosos, *commodities* como soja, café, metais, etc. Os produtos *derivativos* apareceram nos anos 80 e foram se sofisticando cada vez mais: troca (*swap*) de taxas de juros, opções de taxas de juros, futuro e opções de índices de ações, de moedas, de eurodólares, de

O termo **swap** designa troca ou permuta, por exemplo, agentes econômicos possuidores de dívida com correção cambial e taxa de juros flutuantes podiam contratar certa operação que a transformava de dívida com variação cambial pré-estabelecida em outra taxa de juros pré-fixada. Essa troca de índices permitia ou proteção (**hedge**) contra os riscos de variações acentuadas das taxas de câmbio e de juros, ou, para os que achavam que compensava assumir o risco, especulação com as variações.

Os primogênitos desses produtos eram os **mercados futuros e de opções** de *commodities*. Foram criados com o objetivo de proteger produtos agrícolas das variações bruscas de mercado. Se o produtor que queria garantir certo preço para sua mercadoria, na futura época da colheita da safra, ia ao *mercado futuro* oferecê-lo ao preço que julgasse adequado. Havia quem apostasse que aquela mercadoria valeria mais na mesma época e fazia a compra. Se as cotações, no prazo dado, caíssem, o produtor ganharia, porque havia conseguido garantir a remuneração pretendida para sua mercadoria. Se as cotações subissem, quem fez a opção de compra ganharia, pois aceitara comprar por cotação mais baixa produto que acabou valendo mais.

Segundo Fortuna (1997: 280), “as operações de *swap* apresentam vantagens significativas com relação ao mercado futuro de juros, que é o mecanismo atual mais tradicional de proteção contra as flutuações de taxas. A principal vantagem é que a proteção pode ser feita sob medida, incluindo todo o valor da dívida numa única operação. No mercado futuro, as empresas são obrigadas a comprar os contratos padronizados do mercado, que certamente têm valores e prazos diferentes de seus empréstimos, além de terem que realizar coberturas de margens diárias. Com o *swap*, essa preocupação fica por conta dos bancos, que negociam os riscos dos contratos. O *swap* permite que se faça um *hedge* perfeitamente ajustado ao prazo e ao valor da operação, embora com custos mais elevados. Além disso, possibilita *hedges* por prazos muito mais longos do que os possíveis nos mercados futuros e de opções, sendo também muito mais flexíveis no que se refere aos índices de taxas flutuantes a serem ‘hedgeadas’. Os mais comuns são a *libor* e a *prime rate*”.

Com *derivativos*, quem queria proteção passava o risco adiante, mas o risco em si não deixava de existir. Quem o assumia tentava se proteger através de operações semelhantes, mas em sentido inverso (*hedge*), formando extensa rede de transações, em que massa de capitais estimada na casa de dezena de trilhões de dólares, em nível mundial, fluía por milhares de vasos comunicantes. Na maior parte destes mercados, os investidores não entravam com dinheiro à vista. Funcionavam geralmente por meio de *margens* e *prêmios*, de ajuste periódico, que exigiam parcela relativamente pequena da aposta final, que só era liquidada no prazo estipulado.

O **conceito de derivativos** envolvia todos negócios que decorriam de outros e que não eram feitos mediante pagamento à vista.

O **mercado de derivativos**, portanto, era o mercado no qual a formação de seus preços *derivava* dos preços do mercado à vista. Dentro desse critério,

Fortuna (1997: 343) identificava os mercados futuros, os mercados a termo, os mercados de opções e o mercado de *swaps*.

Conectados por supercomputadores, dirigidos por especialistas em análise quantitativa, os mercados mundiais de *derivativos* ganharam volatilidade imprevista. Tornaram real a chance de que catástrofes financeiras localizadas possam se espalhar por várias regiões do globo. O Congresso dos Estados Unidos chegou a divulgar estudo propondo regras para os produtos derivados dos mercados de futuro. Mas aquela inovação financeira não passou por regulamentação.

Sintetizando informações sobre os produtos e serviços ofertados pelas instituições bancárias privadas, no Brasil, é possível classificar os seguintes serviços: de pagamento, de captação de fundos, de financiamento e empréstimos, de arbitragem, de gestão financeira para pessoas físicas, na área de investimentos, para-financeiros especiais e diversos. Nos anos 80, as inovações financeiras centravam-se em contas remuneradas, depósitos de *overnight* e fundos de curto prazo. Nos anos 90, em contexto de contração real dos depósitos, a diversificação de produtos e serviços com cobrança de tarifas assumiu posição fundamental no conjunto das estratégias concorrenciais. Notava-se, então, a tendência à captação de recursos através de diversos fundos de investimento.

#### 14.3.4. Estratégia de diversificação setorial com mudanças patrimoniais e associações com empresas não-financeiras: fusões e aquisições

O **fundo de investimento direto** em participações de empresas era a evolução do banco tradicional, que fazia intermediação financeira. O fundo substituía o papel do crédito bancário, pois, ao invés de financiar, comprava parte do negócio. Às vezes era o próprio banco quem comprava a participação, às vezes formava-se certo fundo de capitalistas.

O espírito desse negócio era o risco: somente metade desses empreendimentos, nos Estados Unidos, rendia os lucros que compensavam a perda com a outra metade. Era difícil encontrar o alvo certo, preferencialmente, empresa de capital fechado, para comprar parte dela e, depois que ela crescesse, ganhar dinheiro revendendo suas ações. A revenda pode ser feita pela abertura do capital da firma ou pelo repasse para empresários.

No caso brasileiro, a perspectiva de estabilização e a retomada do crescimento sustentado esquentaram esse tipo de negócios com aplicações nos *fundos de participação direta* em empresas nacionais, tornando-se atraente mesmo para investidores estrangeiros. Afinal, o país tinha atingido o 8º PIB do mundo, superior à soma das Filipinas, Hong Kong, Taiwan e Coréia do Sul; ou então que aos do Chile, Colômbia, Venezuela, Argentina e México, juntos. A avaliação era que parte do empresariado brasileiro, habituado a ganhar com remarcação de preços e aplicação financeira, não teria visão ou condições para enfrentar cenário de estabilização. Seria suscetível a algum lance de compra da empresa.

Para diversificar suas fontes de receitas, de modo a compensar as perdas que viriam de eventual estabilidade econômica, os bancos partiram para acelerado **processo de aquisições acionárias de empresas não financeiras**. Estimava-se que, no início de 1994, cerca de 20% do patrimônio do sistema financeiro brasileiro estavam direcionados em investimentos em outros setores. O momento pré-estabilização era oportuno, pois os preços dos ativos tais como empresas debilitadas ainda estavam baixos. As participações em empresas armavam rede de proteção para o sistema financeiro. A diversificação do investimento patrimonial diluía riscos. Para as empresas não-financeiras, era melhor achar parceiros do que se endividar.

Havia dois **modelos históricos** de relação entre empresas financeiras e empresas não-financeiras. "Os bancos europeus e japoneses diversificaram suas atividades em outros setores de uma forma muito mais intensa do que as instituições americanas, sendo difícil identificar onde termina o braço industrial e onde começa o braço financeiro. Nos Estados Unidos, essa integração é dificultada pela legislação do setor bancário, que impõe obstáculos à participação acionária dos bancos em outras empresas, restringindo-a a *venture capital*, participações minoritárias e temporárias em empresas nascentes. No Brasil, esses dois modelos foram adotados, com algumas adaptações. Alguns bancos optaram pela montagem de estruturas de negócio independentes, montando um 'braço industrial'; outros, pela compra de excessivas posições acionárias de empresas não-financeiras, sem a pretensão de controlá-las. O objetivo, entretanto, é o mesmo: diversificar receitas e riscos, numa economia em hiper-estagflação" <sup>156</sup>.

Havia **dois tipos de compradores no mercado de fusões e aquisições**:

1. o **comprador estratégico**: voltado para aspectos mercadológicos, industriais e/ou operacionais.
2. o **comprador financeiro**: sem vocação nem interesse em operar.

O **interesse do comprador estratégico** estava focado em seu negócio principal, cuja pressão competitiva levava a:

1. entrar em novos segmentos de mercado ou regiões geográficas;
2. adquirir concorrentes para eliminá-los ou criar barreiras à entrada de novos competidores;
3. conseguir fatia do mercado, canais de distribuição, produtos ou marcas;
4. obter ganhos de escala;
5. ter acesso a novas tecnologias;
6. aumentar a capacidade produtiva;

7. integrar-se verticalmente.

O **interesse do comprador financeiro** não estava em operar o negócio, pois buscava exclusivamente o resultado financeiro.

Podia-se **classificar a diversificação inter setorial dos grupos de bancos** que se destacavam atuando na área de comprar e vender empresas, no Brasil:

1. com *interesse estratégico* na indústria: o Itaú era exceção à regra”;
1. com *interesse meramente patrimonial*: Bradesco, Unibanco, Real;
2. com **representação de interesses estrangeiros**: IGP-M (Icatú, Garantia, Pactual e Morgan).

Portanto, alguns bancos optaram por colher dividendos em empresas de terceiros. Outros banqueiros preferiram criar e administrar suas próprias empresas fora da área financeira.

No entanto, à luz da legislação brasileira atual, acima de 10% de participação acionária no capital da empresa, o banco passava a não poder mais emprestar dinheiro para a empresa coligada. Isto significava que ela deixava de ser cliente, enquanto tomadora de crédito, do banco do grupo.

Os chamados **bancos de negócios** tentavam dominar a compra e venda de empresas, no Brasil. Antes, assessoravam as empresas e, muitas vezes, tornavam-se sócios minoritários. Depois, formaram fundos de investidores e determinaram o ritmo das aquisições.

Com a compra do controle de empresas não-financeiras, os bancos tinham novo segmento para destinar o excesso de caixa decorrente do mercado financeiro. A disponibilidade de recursos coincidia com o momento em que várias empresas produtivas se viam obrigadas a abrir mão do controle familiar, para ter gestão profissional. Com equipes formadas, especificamente, para assumir o comando dos negócios, os *bancos de investimentos* compravam empresas virtualmente "quebradas" e desencadeavam o *processo de saneamento*. Depois, abriam o capital e ganhavam com a valorização das ações, nas bolsas de valores.

Os bancos levavam vantagem nas aquisições. Além de seu próprio caixa, contavam com os recursos dos *fundos de investimentos*. Estes fundos reuniam várias empresas ou pessoas físicas dispostas a investir na compra e reestruturação de empresas. Com a abertura da economia, o preço barato de venda de empresas e a privatização das estatais, altas somas de recursos eram captados junto a grandes investidores do exterior. Os investidores eram empresas e capitalistas que estavam no topo do mundo financeiro. Tratava-se de estratégia mundial: comprar participações de empresas com potencial, mas com falta de capital, para depois de saneá-las, alavancando-as, revendê-las com lucro extraordinário.

Em síntese, **banco de negócios** comprava e vendia títulos como ações, bônus e debêntures, administrava fortunas de pessoas físicas e caixas de empresas, assessorava compra e venda de empresas, reestruturando-as e revendendo-as para investidores.

#### 14.3.5. Estratégias Defensivas e Tecnológicas

Desde a experiência traumática da súbita estabilização inflacionária, devido ao Plano Cruzado, os bancos passaram a enxugar as estruturas operacionais, com a diminuição da rede de agências e do número de funcionários, inclusive com a *terciarização* de alguns serviços não tipicamente bancários, intensificando simultaneamente os investimentos em *automação bancária*.

A **automação** foi instrumento de aumento dos lucros dos banqueiros e de rebaixamento relativo dos salários dos bancários. Os bancos aumentaram sua produtividade, mas ela não foi repassada para os bancários.

Em consequência da automação bancária, segundo o DIEESE, o estoque estimado de emprego no setor financeiro caiu de 824.316, em dezembro de 1989, a 559.765, em março de 1996, ou seja, quase 1/3 do pessoal ocupado! No ano do Plano Cruzado, o sistema bancário eliminou 109 mil postos de trabalho. No ano do Plano Real, foram demitidos 65.409 bancários. Mudou também **o perfil profissional dos trabalhadores nos bancos** com aumento do grau de escolaridade e qualificação. No final de 1996, segundo a FEBRABAN, dos 497.109 bancários empregados, 55,2% tinham o segundo grau completo, 33,1%, o superior completo, e 1,0% (4.939) mestrado ou doutorado. Cerca de 15,5% dos caixas dos bancos e de 34,6% dos gerentes tinham curso superior completo. De 1988 a 1993, entre os bancários da Grande São Paulo, o percentual de gerentes praticamente dobrou (de 8% a 17%), ao mesmo tempo que o montante de escriturários caiu 11 pontos percentuais (de 35,6% para 24,3%).

A reviravolta no setor financeiro, entre essas “décadas perdidas”, provocou **mudanças no perfil dos profissionais procurados pelos bancos**. O mercado de trabalho bancário passou a empregar pessoas capazes de criar novos produtos e de administrar grandes somas. O atendimento ao cliente tornou-se o diferencial competitivo, o que fazia demandar dois tipos de profissionais: o técnico em determinados mercados e o agente autônomo ou consultor, mais generalista, intermediário entre o cliente e a empresa. Ambos, preferencialmente, deviam ter perfil universitário.

A **remuneração no setor financeiro**, para executivos, talvez fosse na época a mais atraente de todo o mercado de trabalho nacional. Salário de diretoria, convertendo-se em dólares, variava de US\$ 100 mil a US\$ 200 mil anuais. Gerentes e especialistas recebiam, em média, US\$ 60 mil por ano.

### 14.3.6. Estratégia Internacional

Os bancos brasileiros voltaram a ocupar posições estratégicas em outros países. Era a *segunda onda* deles rumo ao exterior, desta vez embalados por emissões cada vez mais volumosas de bônus e pela abertura da economia. A *primeira onda* foi interrompida em 1982, com a crise da dívida externa. Nos anos 70, os bancos brasileiros saíram, principalmente, atrás de empréstimos garantidos pelos chamados *petrodólares*. A fonte de recursos, nos anos 90, eram grandes investidores institucionais. Os negócios iam além de simples empréstimos, privilegiando-se o mercado de capitais.

**A investida dos bancos brasileiros às principais praças financeiras do mundo** refletia:

1. a abertura da economia;
2. crescimento do comércio exterior;
3. as fortes emissões de bônus, para colocação nos Estados Unidos e Europa.

Desde 1991, quando o Banco Central tornou as operações mais flexíveis, as emissões de bônus no exterior cresceram progressivamente. Naquele ano, marcado pela volta do país à captação no mercado internacional, depois de longa ausência, bancos e firmas brasileiras colocaram US\$ 1,1 bilhão em bônus. O fluxo líquido de recursos privados para o Brasil, segundo o Banco Mundial, somaram US\$ 3,6 bilhões, em 1991 – tinha sido de US\$ 0,5 bilhão, no ano anterior. Elevou-se, progressivamente, até atingir US\$ 19,1 bilhões, em 1995, o que propiciou a implantação da “âncora cambial” para estabilizar a inflação.

Na volta do país ao mercado internacional, houve princípio de restabelecimento da credibilidade, ao mesmo tempo em que se começava nova fase de negociação da dívida, dentro do Plano Brady. Além disso, o Brasil nunca deu o calote no resgate de bônus e os juros pagos eram os mais altos do que os do mercado em geral.

Bancos múltiplos emergentes participavam ativamente como agentes de emissões e como administrador de recursos. A maior parte de suas receitas vinham da área internacional. Ofereciam mecanismos sofisticados de *engenharia financeira*, para reduzir ainda mais os custos de captação no mercado de eurobônus. Emissões começaram a vincular títulos de dívida a direitos, como a opção de comprar ações da empresa. Empresas brasileiras dispostas a democratizar o capital estavam entre os potenciais clientes das emissões de bônus vinculados à opção de compra de ações.

O eixo das operações, para saída dos bancos para o exterior, passou a ser o *mercado de capitais*. Aproveitou-se a tendência mundial de se transformar tudo em títulos, isto é, a chamada *securitização*. Com o avanço do mercado de capitais, no lugar do mercado de crédito, criou-se espaço para

financiamentos, mas sim a qualidade dos profissionais, muitas vezes sócios dos bancos. Na realidade, já não existia mais mercado internacional tipicamente bancário.

#### 14.3.7. Estratégia Locacional: Concentração Regional

Nenhum setor do mapa de negócios, no país, exibiu concentração geoeconômica tão elevada quanto o financeiro. No final de 1993, segundo dados do SEADE, o estado de São Paulo detinha 56,25% dos depósitos totais e 42,89% das operações de crédito realizadas no país. Enquanto isso, o PIB paulista representava 37,29% do PIB nacional, em 1992.

Metade das 17.262 agências bancárias existentes, em 1993, no Brasil, estava localizada na Região Sudeste. No Estado de São Paulo, estavam cerca de 30% delas. Operavam, na capital de São Paulo, 1.538 agências bancárias, principalmente no Centro, tradicional praça bancária, com 18,3%. Somente no triângulo formado pelas ruas Direita, Líbero Badaró e Boa Vista funcionavam 106 agências! Cerca de 90% dos depósitos totais e das operações de crédito do estado de São Paulo foram registrados na região metropolitana de São Paulo, sede dos grandes bancos brasileiros. Era a partir das sedes dos bancos que se organizavam o controle e a gestão dos recursos, a definição de estratégias e a tomada de decisões.

O restante da **distribuição estadual de agências bancárias no país** era a seguinte:

- **até 125** - Acre, Rondônia, Roraima, Amapá, Piauí, Tocantins;
- **entre 126 e 250** - Amazonas, Rondônia, Paraíba, Alagoas, Sergipe, Distrito Federal;
- **entre 251 e 500** - Pará, Maranhão, Ceará, Mato Grosso do Sul, Espírito Santo;
- **entre 501 e 1000** - Pernambuco, Bahia, Goiás, Santa Catarina;
- **entre 1001 e 2000** – Minas Gerais, Rio de Janeiro, Paraná e Rio Grande do Sul.

A rede de agências e postos bancários, fundamentalmente dos grandes bancos de varejo, cresceu 108%, entre 1980 e 1995, chegando a 32.312 pontos de atendimento.

Os maiores bancos privados *varejistas* armavam suas **estratégias**, dirigidas para três alvos:

- modernização de agências;
- expansão dos serviços eletrônicos;



No caso deles, a rede de agências era considerado "ativo estratégico". Não se acreditava que a expansão de serviços eletrônicos resultassem em desaparecimento das agências convencionais. Apenas seriam de menor porte e teriam mais tecnologia e menos funcionários.

#### 14.4. Crise bancária

Em 1988, através de resolução do Banco Central do Brasil, sob pressão do Banco Mundial, foi realizada **a mais desregulamentadora reforma bancária brasileira:**

acabou com a exigência legal de compartimentação, imposta pela reforma de 1964;

sacramentou os bancos múltiplos;

extinguiu o "cartório" das cartas-patentes;

liberalizou o setor, permitindo a criação, em sete anos, de 138 bancos a mais que em 1987, para alcançar o total dos 246 existentes, sendo 271 se considerasse os bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento independentes.

Muitos deles surgiram da transformação de corretoras, distribuidoras e financeiras, além dos grandes grupos empresariais que também optaram por criar seus próprios bancos, para aplicar diretamente suas sobras de caixa no *open market* e ainda ter acesso à assistência do banco central. Sobreviveram aplicando dinheiro em operações diárias de tesouraria, em arbitragem de taxas entre os vários mercados, no câmbio e nas bolsas de valores e de futuros.

Após a estabilização inflacionária da economia brasileira, os grandes bancos de rede foram atingidos pela exigência de reservas compulsórias, pela inadimplência de clientes e pela queda das receitas com *float*, isto é, passivos não remunerados aplicados em juros e correção monetária. Mas encontraram na captação externa, via eurobônus e *commercial papers*, e outras modalidades de securitização de dívidas a forma para contornar a retenção de depósitos pelo Banco Central do Brasil e suprir a demanda de crédito. Resultou em apreciável fonte de ganhos, em face do diferencial entre as taxas de captação no exterior e as de aplicação no mercado doméstico. Elevaram também extraordinariamente a receitas com serviços bancários. Mesmo com a expansão da provisão para créditos de liquidação duvidosa, mantiveram a rentabilidade patrimonial histórica.

Havia vários "palpites" a respeito do número de instituições financeiras que iriam sobreviver à estabilização da economia brasileira. A grande maioria dos bancos existentes tinha poucos clientes, sendo vários deles ligados a determinada grande empresa, operando para administrar seu caixa. Muitos pequenos bancos ficaram extremamente vulneráveis, pois apenas um cliente

detinha mais de 40% da carteira. Qualquer problema com esse cliente passaria a ser problema do banco.

O setor precisava ganhar escala, o que podia ser feito com operações comuns. As fusões e aquisições interbancárias, portanto, eram o caminho natural para redução de custos. Permitiriam aumentar a base de receitas com maior número de clientes e volume de operações e cortar gastos com a eliminação de áreas comuns, como setor de informática e agências vizinhas, e com pessoal, inclusive executivos com altas remunerações. Certos bancos necessitavam ter estrutura enxuta, em economia estável, buscando especialização e qualidade no atendimento em produtos ou regiões.

Os bancos como um todo perderam receitas da ordem de US\$ 10 bilhões com o fim do ganho inflacionário com o *floating*. Estima-se que a receita inflacionária, em 1995, caiu a 1% do total de receitas dos 40 maiores bancos brasileiros, em comparação com 26%, no final de 1993, e 16%, ao final de 1994, ano com queda da inflação no segundo semestre. Os pequenos bancos, que se abasteciam de dinheiro no mercado interbancário, para carregar suas posições em títulos financeiros, acabaram, com a crise bancária, perdendo suas fontes de financiamento e solicitando assistência de liquidez ao Banco Central do Brasil.

Em síntese, foram **causas da crise bancária**, no Brasil:

- queda das receitas com *float*;
- exigência de reservas;
- inadimplência de clientes;
- concentração da carteira;
- “empoçamento da liquidez”.

Mas, além dessas *causas específicas*, a crise bancária brasileira, principalmente a que envolveu bancos oficiais, tinha algo de comum com outras, ocorridas em mercados emergentes, no mesmo período.

Foram **causas gerais da crise bancária**, em mercados emergentes:

- a volatilidade macroeconômica;
- os empréstimos aos controladores ou às empresas coligadas, e tomadores “fantasmas”;
- o envolvimento político;
- a liberalização financeira.

Questão interessante surgiu para debate: *por que houve a simultaneidade da crise de tantos bancos, em distintos países?* Adiantando algo que vai ser discutido com mais detalhe no próximo capítulo, uma

de juros relativamente baixas, em economias em expansão. Com a *desregulamentação*, ocorrida em vários países, foram extintas normas que haviam anteriormente limitado a competição no setor bancário. Com isso, surgiu o fenômeno de *desintermediação bancária*.

Foram **efeitos da desintermediação bancária**:

1. abandono do crédito bancário e atendimento das necessidades de financiamento por parte das empresas não-financeiras mais fortes, diretamente, no mercado de capitais;
2. atração dos depositantes pelos fundos mútuos de investimento;
3. maior liberdade dos competidores não-bancários para criarem inovações financeiras;
4. redução do *spread* creditício dos bancos compensada com aumento do crédito para operações especulativas.

Do *lado passivo*, os bancos sofreram porque os fundos mútuos de investimento ofereciam retornos mais elevados aos investidores, aplicando diretamente nos mercados monetário, acionário e de títulos de dívida pública. Houve obrigação dos bancos remunerar melhor os depositantes, para mantê-los. Mas sofreram também do *lado ativo*, pois os melhores clientes optaram por levantar recursos diretamente nos mercados de capital, emitindo debêntures e ações.

Com isso, diminuiu a aversão ao risco em empréstimos aos mercados imobiliário e mobiliário, fomentando com crédito a alta especulativa nos preços dos imóveis e das ações. A reflexividade de padrão auto-reforçador acabou gerando a seqüência *boom-crash*, que envolveu bancos em todo o mundo. Com crescimento brusco da taxa de juros, em alguns países, houve a explosão da bolha especulativa, que supervalorizava os ativos em garantia dos créditos concedidos. O resultado foi a imobilização dos bancos em provisões para devedores duvidosos, ficando sujeitos à quebra, devido a qualquer choque adverso.

Em síntese, a **crise bancária mundial** foi provocada por:

- o declínio dos lucros nas operações mais tradicionais de empréstimos a empresas.
- a busca de compensação com maior *spread* em operações de risco.

## 14.5. Operação salvamento

Enquanto o Banco Central do Brasil não teve amparo legal para determinar fusões e venda de ativos, foi acusado ou de tomar decisões açodadas ou de agir tarde demais. Por outro lado, os auditores “independentes” não contrariavam os seus contratantes, que apresentavam balanços “maquiados” com ficções contábeis. Com o PROER (Programa de Apoio à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), o Banco Central do Brasil passou a aceitar créditos “podres” ainda a vencer (FCVS), e não apenas os vencidos (TDAs), como garantia de pagamento de empréstimos a bancos em processos de fusão ou incorporação. Alguns analistas acharam os incentivos fiscais e creditícios da MP 1.179, editada na madrugada do dia 4/12/95, às vésperas da venda do Banco Nacional para o Unibanco, “mal menor” diante da perspectiva de crise de confiança no sistema bancário brasileiro.

Quando a legislação permitiu a criação de bancos múltiplos, o Brasil não havia ainda aderido ao Acordo da Basiléia, que previa capital mínimo de US\$ 12 milhões, para constituição de banco, e limites adicionais de acordo com o grau de risco da estrutura dos ativos bancários. Logo após o início do Plano Real, o Banco Central do Brasil editou a Resolução nº 2.099, de 17/08/94, que estabeleceu a adesão. Cerca de 30 bancos ficaram acima de seu limite máximo de alavancagem: empréstimos até 12,5 vezes o valor do patrimônio líquido. Eram bancos brasileiros que, ao contrário do padrão dos grandes bancos varejistas, trabalhavam com grande alavancagem, para alcançar alta rentabilidade. Eles estavam vulneráveis a qualquer problema de fuga de investidores e/ou depositantes.

Vários bancos brasileiros sub capitalizados ficaram desenquadrados no Acordo da Basiléia. As estruturas de balanços dos bancos europeus eram distintas dos brasileiros em relação à alavancagem. A estratégia predominante, no Brasil, era selecionar todo o ativo do balanço bancário dando preferência pela liquidez e rentabilidade, com mínima imobilização em carteiras de ativos de longo prazo. Na realidade, não havia demanda de crédito em longo prazo, pois a instabilidade inflacionária (e da correção monetária indexadora desse crédito) indicava que era prudente adiar as decisões de investimento, devido ao risco de fragilidade financeira. Também, no *funding*, capitais de terceiros captados a curtíssimo prazo predominavam, amplamente, face ao capital próprio.

Qualquer que fosse a medida de alavancagem utilizada, os bancos brasileiros, em geral, possuíam baixo grau de alavancagem. Na verdade, após 1994, os bancos públicos e privados reduziram sua alavancagem. Isto pode ser explicado pelas medidas adotadas de restrição ao crédito, naquele período, e pela introdução do acordo de Basiléia. Considerando os privados e os públicos, a alavancagem continuou diminuindo, no período após a implementação do Plano Real: o total das operações de crédito em relação ao patrimônio líquido eram 5,1 vezes maior, em julho de 1994, e caiu para 4,6 vezes, em outubro de 1997.

Com a assinatura do Acordo da Basiléia pelo Banco Central do Brasil, a avaliação no risco bancário deixou de ser feita pela composição passiva para ser pela estrutura do ativo. Com isto, a perspectiva passou a ser os bancos tornarem-se *securitizadores* dos créditos para as empresas não-financeiras: os créditos serem concedidos e então repassados para os fundos. A tendência era permanecerem como *avaliador* do risco do credor, mas distribuírem-no no mercado secundário de títulos financeiros. Com a desintermediação financeira, tornar-se-iam *administradores* do risco de crédito, gerenciando-o. Na realidade, deixava de ter sentido distinguir nitidamente entre atuações no *mercado de crédito* e no *mercado de capitais*: aquele tornava-se, cada vez mais, subconjunto deste.

No mercado de crédito, os bancos brasileiros ainda eram ineficientes, apesar de todos os ajustes feitos desde o Plano Cruzado, em 1986, com corte de pessoal e agências e investimentos em automação. Compensavam isso, impondo alto *spread* creditício, ou seja, cerca de 6%: o dobro do alemão, francês e americano e 6 vezes o suíço, e cobrança de tarifas. Antes, compensavam com ganho inflacionário em cima de *float*. Mas esse *spread* era absorvido pelos gastos excessivos, pois os bancos não tinham economia de escala para compensar sua estrutura pesada. Esta não era diluída no ativo operacional. Os custos operacionais estruturais em comparação aos ativos dos bancos brasileiros eram o dobro daqueles das instituições de outros países: 4,8% contra 2,4% dos alemães, 2,3% dos franceses, 2% dos suíços, e 3,3% dos americanos.

Os grandes bancos brasileiros não giravam em empréstimos com eficiência o dinheiro próprio e o de terceiros que detém. A *alavancagem* financeira, isto é, operações de crédito/patrimônio líquido, como vimos, era baixa, nos bancos privados: atingia somente três vezes a exposição ao patrimônio. Apesar de suas excelentes liquidez e solidez, a rentabilidade dos grandes bancos era similar à da média nacional e internacional, cerca de 12%. Os bancos de outros países conseguiam retorno igual, mas cobrando juros menores na intermediação financeira, porque avançaram na redução de custos e na economia de escala.

A perspectiva para diluição de custos ao alcance dos bancos brasileiros, em curto prazo, passando pelas fusões e aquisições interbancárias, em que se ganharia *economia de escala*. Parecia não caber tanto banco no mercado financeiro brasileiro. Analistas previam processo de fusões e aquisições, para os grandes e médios bancos, que seria tão mais rápido ou mais lento de acordo com o tamanho do ego dos banqueiros em admitir a necessidade das parcerias e de perder o comando exclusivo de seu negócio<sup>157</sup>.

A *economia de escala* não existia porque, antes, durante o regime de alta inflação, a demanda por crédito era pequena por falta de decisão de investimento com expectativas pessimistas, devido ao crédito indexado. Depois, durante o período de estabilização, houve contenção governamental com juros extorsivos e depósitos compulsórios. Isto ocorreu para controlar a

<sup>157</sup>

Essa disputa era acirrada, no caso de fusões de bancos brasileiros que tinham controle familiar e

demanda agregada e forçar, pelo menos às grandes empresas brasileiras, a tomada de crédito no exterior.

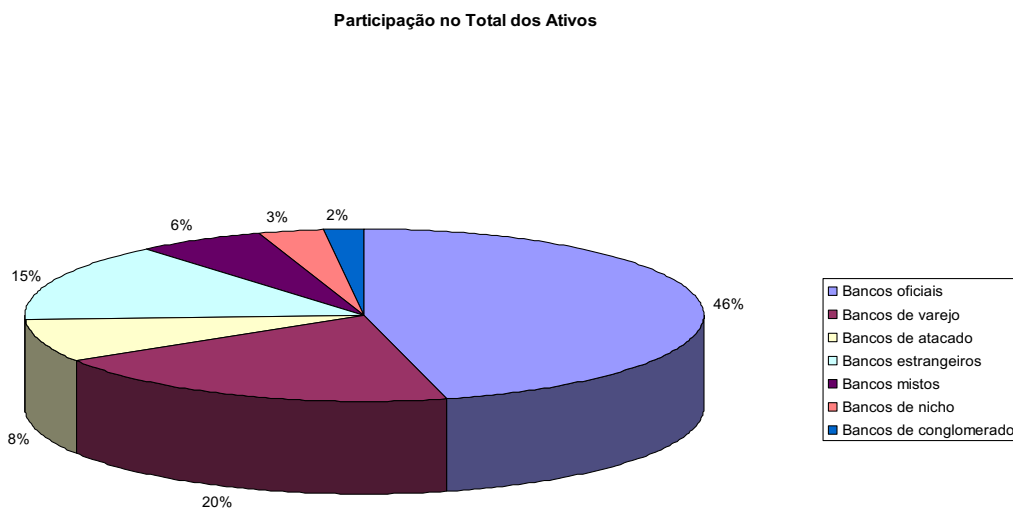
Daí que, com o aperto da liquidez realizado pelo Banco Central do Brasil, a crise bancária explodiu, em 1995. Intervenções da autoridade monetária, desconfiança no sistema financeiro, corridas bancárias, fuga de depositantes e investidores, desbalanceamento contábil, maquiagem dos balanços, auditorias “dependentes”, experimentou-se todo o cardápio de trágicos acontecimentos que levou às quebras, fusões e aquisições de bancos, em processo cumulativo.

Do total de 271 bancos, considerando os múltiplos, comerciais, de investimento e de desenvolvimento, presentes no sistema financeiro nacional, no início do Plano Real, 68 deles, ou seja, cerca de 25%, até o final do ano de 1997, já tinha passado por algum processo de ajuste. Isso resultou em transferência de controle acionário, com ou sem recursos do PROER, ou incorporação por outras instituições financeiras. Cerca de 43 instituições financeiras (35 privadas e 8 estaduais) sofreram alguma forma de intervenção ou liquidação por parte do Banco Central do Brasil, devido à insolvência ou inadequação à legislação.

Segundo dados apresentados por Barros, Loyola e Bogdanski (1998), o **sistema bancário atual** contava com 248 instituições. De **propriedade da União**, havia 2 bancos comerciais, 1 múltiplo e a Caixa Econômica Federal. De **propriedade dos Estados**, havia 2 bancos comerciais, 20 múltiplos, 5 de desenvolvimento e uma caixa econômica. De **propriedade privada nacional**, havia 10 bancos comerciais, 2 de crédito cooperativo e 114 múltiplos. De **origem estrangeira**, havia 17 filiais operando no país, controle acionário de 27 bancos múltiplos e 1 banco comercial, participação minoritária em outros 22 múltiplos e 2 comerciais. Completavam o sistema bancário 21 **bancos de investimento**.

#### 14.6. Desnacionalização bancária

Além da tendência à *concentração*, verificou-se progressiva *desnacionalização* do setor bancário brasileiro, que usufruiu, desde os anos 30, de “reserva de mercado”. O Governo Vargas considerava que os bancos estrangeiros operariam, aqui, com “matéria-prima” nacional, ou seja, captariam e emprestariam com moeda local, para remeter os lucros para o exterior. Tinha visão nacionalista. Na era neoliberal, a reserva de mercado passou a ser considerada supérflua. Houve “enxugamento” e “estrangeirização” do sistema bancário brasileiro.



Os benefícios do ingresso dos bancos estrangeiros, no mercado financeiro doméstico, segundo a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, seriam diversos. Primeiro, em 1998, a SPE-MF diagnosticava que crises bancárias decorriam da combinação de *fatores microeconômicos*, determinados pelas características individuais das instituições financeiras, e *fatores macroeconômicos*, representados por choques exógenos ou endógenos que ocasionavam pressões sobre todo o sistema financeiro. Dessa forma, argumenta a SPE-MF, “quanto mais fortes forem as instituições financeiras em uma economia, maior será a capacidade do sistema financeiro em absorver choques macroeconômicos”. Assim, a entrada de bancos estrangeiros para atuar na economia brasileira ia ao encontro do desejo de fortalecer o sistema financeiro doméstico.

Segundo, a entrada de bancos estrangeiros aumentaria a concorrência no sistema financeiro, podendo ocasionar redução dos *spreads* e das taxas dos serviços bancários. A redução dos *spreads* bancários, por sua vez, leva a uma redução das taxas de juros dos empréstimos, contribuindo, assim, segundo a SPE-MF, para o aumento do investimento na economia.

Terceiro, conforme ainda a opinião oficial da SPE-MF, “o ingresso de bancos estrangeiros no Brasil tem ajudado a reestruturação do sistema financeiro doméstico, por meio da compra de ativos financeiros de bancos em liquidação em poder do Banco Central e pela compra de bancos brasileiros que estavam com desequilíbrio patrimonial. Ademais, espera-se que bancos estrangeiros venham a participar ativamente do processo de privatização de

Finalmente, com a entrada do HSBC, que era o segundo maior banco do mundo em ativos e tinha longa experiência de atuação internacional, os bancos de rede que atuavam no Brasil passariam a rever suas estratégias. Entre outras conseqüências, isto implicaria em maior demanda nos leilões de privatização de bancos estaduais.

**Os fatores básicos que justificavam a atração que o mercado brasileiro exerce sobre os bancos estrangeiros**, segundo a consultoria *Ernest & Young*, eram:

1. o *spread creditício* - margem de lucro nas operações de crédito: no Brasil, é de 6,3%; na Inglaterra, 3,0%; nos Estados Unidos, 3,1%; no Japão, 1,6%;
2. o *potencial de crescimento* para a intermediação financeira tradicional: no Brasil, o crédito representava pouco mais de 30% do PIB e os depósitos, pouco mais de 20%; no Japão, por exemplo, representavam, respectivamente, os créditos 200% e os depósitos mais de 100% do PIB;
3. os elevados *custos operacionais* dos bancos brasileiros, em torno de 8,8% do total dos ativos, eram desvantajosos na competição com os bancos estrangeiros: na Inglaterra, essa relação estava em 3,4%, nos Estados Unidos, 3,3%; e no Japão, 1,3%.

Os grandes banqueiros brasileiros afirmavam que não eram contra a concorrência estrangeira, mas sim contrário à predominância entre os grandes bancos. Achavam que a decisão sobre a entrada de bancos estrangeiros devia ser discutida, amplamente, pelo Congresso, e não ficar sujeita ao poder discricionário de dirigentes do Banco Central do Brasil.

**Os argumentos básicos da FEBRABAN (Federação Brasileira das Associações de Bancos)** contra a predominância estrangeira entre os grandes bancos de varejo, no Brasil, eram:

1. **aumento do risco de ataque especulativo contra a cotação oficial da moeda nacional**: ao contrário dos bancos nacionais, os estrangeiros tinham “poder-de-fogo” e poderiam lucrar ao apostar contra a moeda brasileira, usando seu *funding* em reais e comprando dólares no Banco Central do Brasil;
2. **maior dificuldade de colocar títulos de dívida pública junto aos bancos estrangeiros**: para banco de origem externa, o Banco Central do Brasil era risco de crédito como qualquer outro, ou seja, decisão externa podia limitar a compra dos títulos de dívida pública brasileira vendidos na ocasião por essa autoridade monetária;
3. **menor nível de controle sobre o *funding* dos bancos estrangeiros**: o Banco Central do Brasil tinha maior ascendência sobre os bancos com a composição de seus passivos, predominantemente, em moeda local;



4. **menor controle sobre fluxo de entrada e saída de capital externo:** bancos de origem externa podiam mobilizar enorme massa de negócios fora do controle do Banco Central do Brasil, em base *offshore*;
5. **menor discricionariedade sobre o crédito para setores prioritários à política econômica:** a decisão sobre quais os setores onde se devia alocar os recursos era tomada no exterior;
6. **perda de soberania nacional:** nenhum país desenvolvido, na prática, permitia que seus maiores bancos sejam comprados por estrangeiros.

Discutir a questão da propriedade do capital era complexo. Argumento clássico era que “o capital não tem pátria”, ou seja, os bancos tendiam a agir da mesma forma, sejam nacionais, sejam estrangeiros. O contra-argumento era que só seria indiferente saber a origem do capital dos grandes bancos se o país operasse com perfeita mobilidade de fluxos de capital e livre conversibilidade de moeda. Como não existiam essas condições de competição perfeita, a questão não era irrelevante, para a população do país.

#### 14.7. Privatização dos bancos estaduais

Representou vitória da tecnocracia do governo neoliberal sobre o pacto federativo. Afirmava que todos os bancos públicos detinham poder de transferência do déficit fiscal para a União, não de direito, mas de fato. Achava que a União acabaria assumindo todo o passivo a descoberto desses bancos correspondente ao socorro financeiro que o Banco Central, por pressão política e ameaça de risco sistêmico, aportaria. Assim, a tecnocracia responsável pela política macroeconômica federal perderia o controle da situação monetária, financeira e fiscal.

Na visão ortodoxa, os gastos públicos não financiados por arrecadação fiscal ou lançamento de títulos de dívida pública se sobrepunham aos gastos privados, na medida que o setor privado permanecia com a mesma renda disponível. O resultado era desequilíbrio entre a demanda agregada e a oferta dada de bens e serviços, causa básica da pressão inflacionária.

Quando os bancos estaduais não conseguiam colocar os títulos de dívida pública, via ação comercial, no mercado financeiro, eles detinham carteira de ativos sem o passivo correspondente, isto é, a descoberto. Eles faziam assim financiamento monetário ao governo estadual sem atender à exigibilidade de reserva bancária.

Economistas ortodoxos afirmavam que os bancos públicos eram “menos eficientes que os bancos privados”. A partir de comparações de dados agregados inferia-se que “a privatização traria benefícios”. As comparações de eficiência não só tendiam a cometer a falácia de agregação, como também ocultavam diferença muito importante para a gestão pública: instituições financeiras públicas serviam de grandes alavancas para governar.

Em termos de custo fiscal e orçamentos governamentais, elas podiam “fazer mais por menos”. Eram nove vezes mais, se comparasse o valor em dinheiro necessário para executar diretamente políticas públicas com a mesma quantidade de recursos capitalizados nas instituições financeiras públicas para fazer empréstimos (e tomar depósitos). Essas instituições podiam gerar políticas públicas, cujo gasto efetivo saía por cerca de 10% do custo fiscal potencial.

As alocações orçamentárias para essas instituições financeiras públicas se transformavam em reservas de empréstimos. Estes empréstimos multiplicavam a quantidade de dinheiro na economia, exacerbando ciclos de expansão ou atuando contra-ciclo de queda. Sem supervisão adequada, na verdade, a má alocação de recursos podia ocorrer em qualquer banco, seja privado, nacional, estrangeiro, governamental ou cooperativo.

A compra de bancos estaduais era vista pela tecnocracia neoliberal como boa opção para atrair os bancos estrangeiros que queriam rede já instalada. Entretanto, os maiores bancos nacionais privados, isto é, o Bradesco e o Itaú, reagiram e compraram os melhores, com exceção do Banespa, comprado pelo Santander.

A necessidade de ganhar escala e fatias de mercado, para compensar a maior concorrência por clientes, foi fundamental. Os grandes bancos brasileiros aproveitaram a oportunidade das privatizações, para se defenderem das aquisições dos bancos estrangeiros.

## 14.8. Conclusão

Da aventura liberalizante, com o impacto da estabilização inflacionária, em 1994, a breve bolha de consumo, e a longa sobrevalorização da moeda nacional, da eleição até a reeleição de FHC, restou estágio transitório de *crise bancária*.

### Crise bancária com:

1. **liquidação** de grandes *bancos privados nacionais*;
2. **privatização** de *bancos estaduais*;
3. **reestruturação patrimonial** das *instituições financeiras públicas federais*;
4. **concentração** bancária;
5. **desnacionalização** bancária.

No final dos anos 90's, um século depois, após mais uma política deflacionista, assistiu-se, novamente, o ponto de partida: *crise bancária* e o recurso à *desnacionalização*. Além da *tendência à concentração*, verificou-se o

*progressiva desnacionalização do setor bancário brasileiro*, que tinha usufruído, na era desenvolvimentista, desde os anos 30, de “reserva de mercado”.

Na era neoliberal, *a reserva de mercado bancário de varejo passou a ser considerada supérflua*. Com a queda da inflação, desapareceu também a “moeda indexada”. Mas novo regime monetário foi, de fato, implantado somente a partir de 1999, com mudança do regime de câmbio fixo para regime de câmbio flexível, adoção de regime de metas de inflação e política fiscal com metas de superávit primário.

Considerando todas as fases da história bancária no Brasil, a posterior a 2003 pode ser classificada como a de *acesso popular a bancos*. Ela permitiu elevação da “bancarização” com a abertura de contas correntes simplificadas. Houve acesso a crédito em consignação, crédito aos consumidores, e ao microcrédito. Obteve-se ganho de economia de escala com fusões e aquisições. Finalmente, constatou-se elevação da competitividade dos bancos brasileiros.

#### **Leitura adicional recomendada:**

MADI, M. A. C. & MELETI, P. M.. Tendências Estruturais dos Bancos Privados no Brasil (1990-1994). SP, TD/IESP/FUNDAP 26, ago/1995.

**Comentário:** Este relatório de pesquisa, baseado em detalhada evidência empírica, analisa a evolução dos bancos privados, considerando suas diversas estratégias no mercado interno e internacional.

MENDONÇA DE BARROS, J. R. & ALMEIDA JR, M.. Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil. Brasília, MF-SPE, abr/1997.

**Comentário:** Este texto procura explicar o processo de reestruturação do sistema financeiro brasileiro, iniciado com a implantação do Plano Real.

MENDONÇA DE BARROS, J. R.; LOYOLA, G. & BOGDANSKI, J.. Reestruturação do setor financeiro. Brasília, MF-SPE, jan/1998.

**Comentário:** Este artigo atualiza o trabalho citado anteriormente: trata dos avanços adotados em termos de normas prudenciais; aborda a reestruturação bancária, com privatizações, mudanças em composição acionária e entrada de novas instituições; analisa também a solidez do sistema financeiro brasileiro.

**Resumo:**

1. Durante a II Guerra Mundial, houve grande crescimento no número de bancos existentes, no Brasil: eram 354, em 1940, e 663, em 1944, com menos de 3 agências por banco, em média; a partir deste ano, iniciou-se **processo de concentração bancária** que resultou na redução para: 328 bancos, em 1964, com média de quase 20 agências por banco; 106 bancos, em 1975; 108 bancos, em 1987, com média de 144 agências por banco; com a **liberalização financeira**, promovida pela reforma bancária de 1988, em julho de 1994, havia 271 bancos (múltiplos, comerciais, de investimento, de desenvolvimento) com média de 66 agências por banco; desde então, iniciou-se novo **processo de enxugamento bancário**.
2. Os bancos, criados após 1988, adotaram diversas **estratégias de mercado**: segmentação e seletividade da clientela via *corporate banks* para grandes empresas, *middle market* para empresas com faturamento menor do que US\$ 50 milhões anuais, *private banks* para grandes fortunas; diversificação de produtos e serviços como lançamento de derivativos; diversificação de fontes de receitas como entrar no mercado de fusões e aquisições; estratégia internacional, aproveitando a abertura econômica; estratégia locacional via concentração das atividades no centro financeiro.
3. A causa mais geral para a **crise bancária, ocorrida em vários países**, estava no declínio dos lucros nas operações mais tradicionais de empréstimos a empresas e na busca de compensação com maior *spread* em operações de risco, que promoveu uma seqüência *boom-crash*, nos mercados de ativos.
4. Foram causas gerais da **crise bancária, em mercados emergentes**: a volatilidade macroeconômica; os empréstimos aos controladores ou às empresas coligadas, e tomadores “fantasmas”; o envolvimento político; a liberalização financeira.
5. Especificamente, a **crise bancária, no Brasil**, foi devido à queda das receitas inflacionárias com *float*; a elevação da exigência de reservas; a inadimplência de clientes; a concentração da carteira em poucos clientes; o empocamento da liquidez nos grandes bancos, reduzindo o mercado interbancário.
6. A “operação salvamento bancário” ocorreu via subsídios fiscais e incentivos creditícios do **PROER** (Programa de Apoio à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional): “mal menor” diante da perspectiva de crise de confiança no sistema bancário brasileiro, produzindo risco sistêmico.
7. A causa primária do **processo de fusões, aquisições e associações interbancárias**, apoiado por política governamental, deveu-se à necessidade de aumentar o grau de confiança do público não-bancário no sistema bancário.

**PARTE VIII.**

**GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA**

## CAPÍTULO 15

### SEQUÊNCIA BOOM-CRASH

*“Economistas previram 9, fora as últimas 5 recessões”.*

#### 15.1. Introdução

Historicamente, no capitalismo, após *boom*, mais cedo ou mais tarde, segue-se crise, detonada por *crash* no mercados de ativos. Tem sido uma seqüência inexorável. Quando a reversão da alta não é por razões endógenas resultantes de reversão de expectativas das “forças de mercado”, os analistas apontam choques exógenos como inevitáveis. A dúvida fundamental, como sempre ocorre nas previsões econômicas, diz respeito a *quando* e *onde* ocorrerão. Por isso, define-se o economista como “um *expert* que saberá amanhã porque as coisas que ele previu ontem não aconteceram hoje”... Discutir-se-á, no primeiro tópico, a validade desse tipo de profecia “bola-de-cristal”<sup>158</sup>.

Depois, em tentativa de teorização, far-se-á adução a partir de fatos estilizados, ou seja, abstração de alguns elementos da realidade, para caracterizar a seqüência causal detonadora de crise bancária e de balanço de pagamentos. A distinção da seqüência *boom-crash* entre países com regime de *câmbio flexível* e países com regime de *câmbio fixo* ou, moderadamente, de *banda cambial*, permite, de certa forma, verificar a especificidade de países dependentes ou subordinados face à dos países hegemônicos. O ponto central a ser discutido é o que determina a reversão do ciclo, em cada uma dessas situações, seja de *bolha*, seja de *ataque especulativo*, no capitalismo contemporâneo.

A interpretação aqui apresentada de geração da crise distingue-se da encontrada em **modelos apoiados na teoria convencional**. De acordo com Krugman<sup>159</sup>, “Na ‘primeira geração’ dos modelos canônicos de crise (Krugman, 1979; Flood and Garber, 1984), um governo com persistente financiamento monetário de déficit fiscal assume usar um limitado estoque de reservas para fixar sua taxa de câmbio; tal política é, logicamente, incapaz de ser sustentada – e as tentativas dos investidores em antecipar o inevitável colapso geram um ataque especulativo sobre a moeda, quando as reservas caem a algum nível crítico. Nos modelos de ‘segunda geração’ (Obstfeld, 1994, 1995), a política é menos mecânica: um governo escolhe se defenderá ou não uma taxa de câmbio fixa, fazendo uma escolha entre a flexibilidade macroeconômica em curto prazo e a credibilidade em longo prazo. A lógica da crise, então, surge do fato que a defesa de uma paridade é mais custosa, isto é, requer taxa de juros mais elevada, se o mercado acreditar que a defesa, afinal, falhará; como resultado, um ataque especulativo sobre o câmbio pode se desenvolver seja como efeito da previsível deterioração dos fundamentos, seja puramente por profecia auto-realizável”.

Na **abordagem heterodoxa**, a crise cambial é somente parte de crise financeira mais ampla, que tem pouco a ver com questões propriamente monetárias, relacionadas aos tradicionais temas fiscais da visão neo-liberal. Em outras palavras, a crise não será vista como problema provocado apenas por déficits fiscais, tal como nos modelos de 1ª geração, nem como provocado por política macroeconômica mais ampla, tal como nos modelos de 2ª geração, mas sim como provocado por excesso de crédito e, então, por colapso financeiro. Assim, em primeira aproximação, política monetária e política cambial, ambas em curto prazo, podem ter pouco a ver com os fundamentos dela. A crise se relaciona-se, imediatamente, com a explosão de bolha especulativa e subsequente colapso dos valores dos ativos em geral, sendo a crise cambial mais sintoma do que a causa fundamental. A proliferação de crédito farto e barato, dirigido a aparente “risco garantido” (*moral hazard*), cria inflação nos preços de ativos de risco, isto é, descolamento dos valores de mercado em relação aos fundamentos. Até que a bolha explode...

## 15.2. Limitações das previsões econômicas<sup>160</sup>

Os homens de negócios se lamentam porque estudo de economista geralmente revela que a melhor época para comprar algo já passou... A imprensa explora as divergências entre as previsões econômicas, pois existem tantas opiniões diferentes sobre o futuro da economia quanto existem economistas. Mas a avaliação de Kay aproxima-se mais da verdade<sup>161</sup>. “Os peritos em previsões não falam com vozes discordantes; todos dizem mais ou menos a mesma coisa ao mesmo tempo. E o que dizem é quase sempre errado”. Na realidade, a economia é ciência exata. Erra 100% das vezes!

O problema maior está não nas diferenças entre as diversas previsões econômicas, mas sim nas diferenças entre as previsões como um todo e o que acontece. Qualquer análise do desempenho dos modelos de previsão, checando com a (fácil) sabedoria *ex-post*, demonstra que existiu a previsão de consenso, em torno da qual agregaram-se os peritos. Esse consenso, no entanto, não conseguiu prognosticar nenhum dos mais importantes acontecimentos econômicos.

Um dos motivos para essa aglomeração das previsões em torno de certo consenso deriva da maioria delas basear-se apenas na avaliação que os peritos fazem das opiniões e previsões de terceiros. Portanto, não é surpreendente assemelharem entre si. A imprensa sempre consulta os mesmos notáveis e estes lêem o próprio grupo, quando não as mesmas fontes estrangeiras. “Economistas não respondem às perguntas que outros fazem porque sabem qual é a resposta. Eles respondem porque foram perguntados”!

Para peritos do mercado financeiro, cujas carreiras profissionais podem estar em jogo, é sempre mais seguro cometer o mesmo erro de todo mundo. Por isso, raramente se distanciam muito do consenso. Mesmo quando os fatos

<sup>160</sup>

Este e o próximo tópico foram extraídos de: Sequência *boom*-crise no capitalismo

desmentem suas previsões, os peritos preferem insistir no diagnóstico, pois senão seriam “culpados” individualmente de imperícia, em vez de se colocarem como “vítimas” coletivas dos acontecimentos.

Tecnicamente, a previsão consensual é fácil de ser conhecida. Pode-se obtê-la calculando a média dos dados do presente e a do passado. Quando as variáveis encontram-se em níveis historicamente baixos, o consenso é que subirão. Quando estão acima da média, o prognóstico modal é que deverão cair. E, finalmente, quando estão muito mais perto da média, a maioria dos peritos acha que irão permanecer onde estão... Não é de admirar que, adotando o mesmo princípio de reversão à média e o mesmo método de previsão, cheguem à mesma conclusão.

Nos **modelos de previsão**, com a ausência de choques exógenos, ou depois deles, retorna-se rapidamente à tendência histórica. A pressuposição de que “o futuro será parecido com o passado” é comum. Os modelos econômicos são criados fazendo relações entre variáveis-chave, baseadas em dados passados, para prever as variações futuras. No entanto, as mudanças estruturais na economia podem provocar grandes problemas, para essa abordagem. Nem sempre o passado é um bom guia. Podem ocorrer mudanças no comportamento dos agentes econômicos, quebrando sua regularidade histórica.

Nas palavras de Kay: “a fraqueza fundamental dessa abordagem é que ela é incapaz de identificar mudanças estruturais na economia. As mudanças nos preços dos ativos desempenharam um papel no *boom* dos anos 80 e na recessão dos anos 90 que não tinham sido vistos em ciclos econômicos anteriores. Foi esse fenômeno que a previsão consensual deixou escapar quase inteiramente”.

Assim, a previsão consensual de que a inflação subirá porque no passado sempre subiu ou de que o crescimento de reverterá, porque isso sempre ocorreu, não ajuda muito nas tomadas de decisão, tanto dos empresários, quanto dos condutores de política econômica. O difícil é prever o *timing* exato da crise. Esta poderá resultar da convergência de fatores aleatórios imprevisíveis.

Pode-se, então, como a *mídia* frequentemente faz, ridicularizar a precisão de previsões dos economistas arrogantes. Eles cometem muitos erros, mas mesmo assim nunca demonstram dúvidas. Galbraith diz que temos duas classes de previsores: os que nada sabem... e os que não sabem que nada sabem!

As decisões de qualquer pessoa, seja física, seja jurídica, depende de expectativas incertas sobre o cenário futuro da economia. Este depende da resultante de comportamentos heterogêneos de todos os agentes econômicos.

Nas palavras de Ormerod, “temos um sistema econômico no qual os indivíduos, no micronível, estão aprendendo como é seu próprio macrocomportamento coletivo, o qual, por sua vez, resulta do



macronível não pode ser deduzido de simples extrapolação do comportamento de um único indivíduo [o “agente representativo”]. O todo é diferente da soma das partes. Existe algo que se chama sociedade [onde normas grupais e/ou instituições, e não o interesse pessoal, determinam o comportamento]<sup>162</sup>.

Nesse mesmo sentido, o **conceito de reflexividade**, elaborado por Soros, constitui contribuição importante para a compreensão da dinâmica do capitalismo contemporâneo<sup>163</sup>. Supõe que o pensamento de cada participante do mercado, que antecipa os acontecimentos futuros, é a chave para a compreensão de todos os processos históricos que incluem participantes pensantes, pois inspira decisões que os afeta.

No capítulo 6, destacamos a importância das interações entre decisões dos agentes econômicos, para a resultante macroeconômica. Esta pode ser inesperada pela via da simples dedução do modelo de equilíbrio competitivo, baseado nos comportamentos independentes dos indivíduos.

A fim de encerrar este tópico preliminar a respeito das limitações das previsões econômicas, vale esboçar, resgatando a economia política, um modelo diferente daquele postulado pela teoria padrão do *mainstream*, para explicar a seqüência de *boom* e crise, no capitalismo contemporâneo. Os principais traços distintivos desses dois modelos encontram-se em Plihon<sup>164</sup>. Estão apresentados no quadro seguinte.

<b>MODELOS</b>	<b>inspiração novoclássica</b>	<b>inspiração keynesiana</b>
<b>agregação ou passagem micro-macro</b>	hipótese do agente representativo	leva em conta a interação entre agentes heterogêneos
<b>racionalidade dos agentes econômicos</b>	racionalidade individual e otimizadora na base dos fundamentos	dois tipos de racionalidade: <i>fundamentalista</i> e <i>chartista</i> (coletiva ou mimética)
<b>ambiente dos operadores</b>	leis econômicas estáveis e conhecidas por todos; eventos econômicos probabilizáveis	processos econômicos complexos, irregulares e apenas parcialmente conhecidos; eventos futuros incertos e não probabilizáveis
<b>concepção do equilíbrio</b>	equilíbrio geral e convergência para estado estacionário	possibilidade de processos divergentes e explosivos

162

ORMEROD, P.. *A Morte da Economia*. SP, Companhia das Letras, 1996. P. 105.

163

SOROS, George. *A Alquimia das Finanças*. RJ, Nova Fronteira, 1996 (original de 1987).

164

### 15.3. Bolha especulativa

A ciência, segundo o positivismo de Popper, caracteriza-se por tentativa sem fim de falsear hipóteses existentes e substituí-las por outras que resistam à falsificação<sup>165</sup>. Para ele, a *indução* é simplesmente mito. Não se pode fazer generalizações indutivas a partir de uma série de observações, pois no momento em que seleciona-se certas observações dentre o número infinito de possibilidades, já se detém em ponto de vista que é, em si mesmo, certa teoria, ainda que bruta e sem sofisticação. Nas palavras de Blaug, “não existem ‘fatos brutos’, e todos os fatos estão carregados de teoria”<sup>166</sup>.

Na vida comum, assim como na própria ciência, de acordo com a visão popperiana, adquire-se conhecimento por meio de constante sucessão de conjeturas e impugnações, usando o método conhecido de “tentativa e erro”. Este é **método abstrato-dedutivo** para *formular hipóteses*, mas **indutivo**, isto é, não-demonstrativo, para *tentar falseá-las*. Nesse sentido, “a *indução* é um *mito*”, quando se refere à *indução enquanto argumento lógico demonstrativo*: a tentativa de mostrar que certas hipóteses específicas são apoiadas por fatos específicos. Conclusões, mesmo com premissas verdadeiras, podem não ser logicamente suportadas por elas, ou seja, podem ser falsas<sup>167</sup>.

Seguindo a sugestão de Blaug, para se evitar a noção comum de que *dedução* (do geral ao específico) e *indução* (do específico ao geral) são operações mentais opostas, adota-se o termo linguístico de “*adução*” para denominar o estilo não-demonstrativo de raciocínio vulgarmente rotulado de “*indução*”.

**Adução** é a operação não lógica que consiste em pular do caos, que é o mundo real, para alguma intuição ou tentativa de conjetura acerca da relação realmente existente entre o conjunto de variáveis pertinentes.

Para Blaug, a ciência não é baseada em *indução*, mas sim em *adução* seguida da *dedução*. As conjeturas iniciais são convertidas em teorias científicas ao serem ligadas a alguma estrutura dedutiva bem tecida. São, então, passíveis de testes contra observações.

Processo de *adução* pode ser visto na análise da seqüência de *boom* e crise. Kaminsky & Reinhart estudaram 76 episódios de crises cambiais e 26 de crises bancárias, em 20 países, desde os anos 70<sup>168</sup>. Desse estudo, podemos aduzir certos fatos estilizados, ou seja, modificar, suprimindo, substituindo e/ou acrescentando elementos, para obter determinadas conjeturas. A seqüência causal de fatos estilizados, detonadora, hipoteticamente, de crise bancária e de balanço de pagamentos, está apresentada em seguida.

<sup>165</sup> POPPER, K.. *The Logic of Scientific Discovery*. NY, Harper Torchbooks, 1959.

<sup>166</sup> BLAUG, M.. *A Metodologia da Economia*. SP, EDUSP, 1993 (original de 1980). p. 52.

<sup>167</sup> O exemplo clássico é: “eu vi um grande número de cisnes brancos; eu nunca vi um cisne preto; portanto, todos os cisnes são brancos”.

**SEQUÊNCIA CAUSAL DE FATOS ESTILIZADOS****DETONADORA DE CRISE BANCÁRIA E DE BALANÇO DE PAGAMENTOS**

1. liberalização financeira
2. desintermediação bancária
3. generalização do banco universal ou múltiplo
4. diminuição da aversão ao risco por parte do credor
5. crédito fácil e barato
6. alavancagem financeira da bolha especulativa com ativos externos
7. apreciação da moeda de compra do ativo, em *regime de câmbio flexível*
8. déficit no balanço das transações correntes do país-sede do ativo
9. política de elevação da taxa de juros, para atração de capital e combate à “inflação nos ativos”
10. recessão e desemprego
11. inadimplência de devedores
12. crise bancária
13. corte de refinanciamento e de novos empréstimos
14. explosões das bolhas especulativas, inclusive na bolsa de valores
15. queda dos preços dos ativos
16. crise do balanço de pagamentos

Mudanças histórico-estruturais ocorreram, recentemente, no capitalismo, dificultando ainda mais as previsões econômicas guiadas pelo passado. Entre as principais tendências nas finanças internacionais, apontadas no quadro anterior, estão a desregulamentação financeira e o crescimento do processo de *securitização*, a partir da substituição do crédito bancário pela emissão de títulos negociáveis (bônus ou *securities*) por empresas.

Nesse mercado de capitais, têm papel crescente os investidores institucionais, principalmente fundos de pensão e seguradoras, como fonte de *funding* para operações de longo prazo, levando à desintermediação bancária. Como compensação, há a generalização do banco universal ou múltiplo, com os bancos comerciais passando a atuar de forma crescente em atividades de investimento, tais como *underwriting* de títulos, prestação de garantias e prestação de serviços e/ou assessorias na montagem de engenharias financeiras complexas.

A proliferação dos produtos derivativos - *swaps*, opções, mercados futuros - como forma de transferência e transformação de riscos de câmbio e juros, em conjunto com o aumento da competição, resulta em menor aversão ao risco por parte do credor. Na luta por conquista dos novos mercados emergentes, surge a tendência à globalização financeira, processo que envolve a redução das barreiras entre os mercados financeiros domésticos e as atividades dos centros financeiros internacionais. A tática generalizada é “surfear” a onda de liquidez internacional.

Portanto, em ambiente liberalizado, a maior competição entre bancos e outras instituições financeiras induz a aceitação de novos riscos, por exemplo, financiamento imobiliário e alavancagem financeira de posições especulativas nos mercados de ativos tais como o de ações, derivativos, divisas, fusões e aquisições, etc.

As “**bolhas especulativas**” inflam-se devido à coalizão entre bancos, em busca de novas fontes de rentabilidade, e especuladores internacionais.

O comportamento dos ciclos dos preços dos ativos passa a ser alavancado pela disponibilidade de crédito. O aquecimento do valor dos ativos conduz à geração posterior de crises de liquidação, em função de retração da oferta de crédito e/ou movimento de liquidação de posições. Isso derruba subitamente o movimento altista. O ciclo do crédito passa a ser determinante exógeno do ciclo de preços dos ativos<sup>169</sup>.

<sup>169</sup> Kawal (KAWAL L. FERREIRA, C.. O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas. Campinas, Tese de Doutorado pelo IE-UNICAMP, jul/1995. p. 85) observa o cenário de inflação dos preços dos ativos seguido de crises de deflação de dívidas (ativos bancários) operando de forma relativamente autônoma frente ao ciclo de negócios *a la* Minsky. Neste, quando o preço de demanda dos ativos de capital, cotado pelo mercado, está acima do preço de oferta desses ativos, há indução para a produção de bens de investimento. O crescimento dos preços de mercado dos ativos pode superar o dos preços da produção corrente, no entanto, esse fenômeno não estimula decisões de investimento consistentes. Parece que os investidores percebem as

**A reversão do ciclo pode ser exógena ou endógena.** No primeiro caso, a queda dos preços dos ativos pode ocorrer devido à reversão da política monetária de juros baixos, conduzida pelas autoridades monetárias dos países hegemônicos. Resulta em perdas de capital com “efeito dominó” contagioso, podendo atingir países dependentes do afluxo de capital externo.

No caso da reversão endógena, qual é a explicação teórica? Para obtê-la, deve-se observar que há pelo menos **duas categorias de operadores no mercado financeiro**:

- **fundamentalistas**: elaboram suas antecipações baseados em fundamentos supostamente estáveis, tais como a paridade do poder aquisitivo (diferencial dos preços relativos entre países) e a paridade da taxa de juros (diferenciais de juros).
- **grafistas** ou **noise traders**: reagem a rumores e procuram realizar lucros especulativos, em curtíssimo prazo, aproveitando-se da volatilidade dos mercados; sua formação de expectativas se dá através de processo mimético, com imitação generalizada daquilo que se supõe a opinião média do mercado; eles não se baseiam em informações econômicas exógenas, por exemplo, lucro da empresa ou crescimento do PIB.

Para previsão do futuro de algum mercado de ativos, esses operadores *grafistas* fazem seus estudos através de gráficos de linha e de barra. São chamados também de *analistas técnicos*. Resumidamente, estudam como os preços comportaram-se no passado recente, para fazer suas previsões.

Tanto a análise *fundamentalista* como a *técnica (grafista)*, segundo Pitoscia<sup>170</sup>, têm os mesmos **objetivos**:

1. medir as forças de oferta e demanda;
2. identificar as operações mais interessantes e também a melhor hora para entrar e sair do mercado;
3. determinar até onde a oscilação pode chegar;
4. definir alguma estratégia de mitigação de risco.

Entretanto, a primeira acredita que são os fatores fundamentais que fornecerão as indicações para atingir esses objetivos. A segunda defende a opinião de que o comportamento do mercado será determinado pela média das opiniões de todos os aplicadores, depois de interpretarem estes fatores fundamentais<sup>171</sup>.

<sup>170</sup> PITOSCIA, R.. Como prever o futuro do mercado de ações. *Jornal da Tarde*, 28/10/85.

<sup>171</sup> No mercado de ações, a hipótese básica da análise fundamentalista é a existência de algum valor natural ou intrínseco para cada ação, valor este correlacionado diretamente com o desempenho da empresa. Todo o *instrumental fundamentalista* está voltado para a análise das variáveis exógenas,

A analista grafista leva em conta, ainda, o poder de mercado de cada participante, ou seja, o poder de fazer o mercado subir ou cair, a partir de ordens de compra e venda. Com isto preocupa-se com as estimativas, o medo, o humor, as esperanças, a ganância e outras reações dos aplicadores, em cada pregão, detectadas nas figuras dos gráficos - “os gráficos têm alma”! Eles são tomados como o reflexo do comportamento da massa de indivíduos que comanda os preços.

Os analistas técnicos fazem seus estudos a partir de **três principais conclusões**, tiradas da análise de comportamentos passados do mercado.

A **primeira** delas é que **os preços não oscilam aleatoriamente, mas com tendências definidas, com rumos identificados e medidos com retas de suporte e resistência**. A *reta de suporte* é aquela que vem abaixo da *tendência de alta* e mostra os níveis mínimos atingidos dentro de certo período. Já a *reta de resistência* vem traçada acima da *tendência de baixa* e serve para indicar os níveis mais altos atingidos no período. Na linguagem dos grafistas, *tendência* é uma sucessão de *picos* (pontos máximos) e/ou de *fundos* (pontos mínimos).

A **segunda conclusão** é que **a massa de participantes do mercado costuma gravar determinados níveis de preços, chamados níveis de suporte e resistência**. Esses níveis são *picos*, *fundos* ou ainda *acumulações*, quando o gráfico evolui lateralmente, nitidamente definidos, que marcaram determinado período. Portanto, dão a indicação de movimentos violentos do mercado. A análise gráfica, nesses momentos, será capaz de mostrar em que níveis o mercado vai ultrapassar (ou “furar”) esses níveis de resistência ou suporte, ou sair do nível de acumulação. Isso dá a indicação dos momentos mais interessantes para o aplicador entrar ou sair do mercado.

A **terceira conclusão** é que **a massa costuma ter alguns tipos consecutivos e peculiares de comportamento nas várias fases da tendência**. Dessa forma, esse comportamento pode até mesmo ser colocado em “triângulos” (“picos”): consecutivamente ou *ascendentes*, ou *descendentes*, ou *assimétricos*. O comprador se torna mais agressivo sempre no mesmo nível, que coincide com a reta de suporte, enquanto o vendedor fica mais agressivo em níveis cada vez mais baixos. Nessa última situação, a conclusão é que os compradores irão perceber a maior agressividade dos vendedores e passarão a retrair-se, ou seja, passarão a comprar também a níveis cada vez mais baixos. Isso costuma acontecer quando os preços estão chegando no vértice superior do “triângulo”, isto é, o cume do “pico”. A partir deste momento, tende a ocorrer violento movimento de baixa.

A causa da oscilação violenta no “triângulo” (“pico”) descendente é explicada como consequência das **execução das chamadas ordens de stop**<sup>172</sup>. Os investidores usam essas ordens para limitar prejuízos de dada

<sup>172</sup> O índice Dow Jones da bolsa de valores de Nova York pode desabar em função de ordens de venda computadorizadas. Tipicamente, o computador está pré-programado para vender ou uma ação ou uma variedade delas, assim que se atinja um determinado nível. Isso obriga os administradores de

operação. São ordens de vendas colocadas em níveis especificados, geralmente em níveis inferiores ao que o mercado vem negociando. Por exemplo, assim que o preço cair abaixo do nível da reta de suporte, os operadores estarão autorizados a vender o ativo. Como ficam geralmente acumuladas logo abaixo do nível de suporte, quando são acionadas e executadas, essas ordens provocam queda ainda mais acentuada dos preços dos ativos. Em “triângulo” (“pico”) ascendente, o processo é inverso: as *ordens de stop* estão colocadas logo acima da reta de resistência.

Em clássica tendência de alta, à medida que os preços sobem, é natural que os aplicadores tenham interesse em realizar seus lucros, as chamadas **correções de mercado**. Quanto mais se eleva o preço, maior a necessidade de realização de lucros, portanto, maior o número de vendedores no mercado, o que provoca queda maior ou mais prolongada nas cotações.

Os **processos reflexivos**, segundo Soros, tendem a seguir determinado padrão, em que a tendência, de início auto-reforçadora, se torna cada vez mais vulnerável, pois fundamentos como comércio exterior e pagamento de juros internacionais se movem contra ela. Quando a afluência de fundos especulativos não consegue acompanhar o déficit comercial e as obrigações de juros crescentes, cada vez mais especuladores internacionais compreendem a reflexividade em que repousa o *boom*, quando os mercados financeiros *afetam* os chamados *fundamentos* que eles supostamente *refletem*.

A **seqüência de boom e crash** desencadeia-se pelo mercado estar dominado por comportamento de *seguir a tendência*, ou seja, “comprado” na alta e “vendido” na baixa das cotações. Constitui padrão auto reforçador ou auto-anulador endógeno. Mesmo sem efetiva intervenção governamental, a *reversão* ocorre quando se percebe, coletivamente, que a *realidade* não mais corresponde às *expectativas*.

Em país com regime cambial flexível, a seqüência de *boom* e *crash* é *assimétrica*, ou seja, cotações não sobem tão rapidamente quanto caem. A reversão causada pelo refluxo do capital especulativo é tanto do fluxo corrente quanto do estoque acumulado. Eventual atraso na saída de capital leva a maior risco de perda cambial, pois a conversão se fará então a partir de moeda em progressiva depreciação. Dependendo do nível de fuga de capitais, a cotação da moeda estrangeira pode explodir.

Qual é o **comportamento usual do especulador**? Ele é *seguidor* de tendência dos movimentos de preços dos ativos, descolados dos valores fundamentais, isto é, *grafista*. Mas há especulador voluntarioso *antecipador* de ponto de inflexão, buscando indícios de esgotamento da tendência, quando acha que ela foi levada muito longe e se torna insustentável. Inicialmente, “rema só contra a maré”, mas, se seu comportamento generalizar-se, a crise ameaça.

O **mercado especulativo** se extrapola, quando ativos são demandados simplesmente porque se espera que seus preços continuarão subindo, com pouca ou nenhuma relação entre estes preços e seus fundamentos. Estes seriam os ganhos potenciais de dividendos, no futuro, devido ao empreendimento real que lastreia os ativos.

Keynes aplica o termo *especulação* à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e o termo *empreendimento* à que busca prever a renda provável dos bens durante toda sua existência<sup>173</sup>. Segundo Raines & Leathers, “dada a maneira pela qual os participantes do mercado tomam decisões de comprar e vender ativos, o risco de predomínio da *especulação* sobre o *empreendimento* cresce na medida em que os mercados de ativos se tornam mais organizados para providenciar liquidez”<sup>174</sup>.

Keynes observa que “os especuladores podem não causar dano quando são apenas *bolhas num fluxo constante de empreendimento*; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em *bolhas no turbilhão especulativo*. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito” (p. 116).

O modelo de Galbraith não se propõe a explicar como ela se inicia, mas identifica **algumas características essenciais da mania especulativa**<sup>175</sup>. A mais importante é a fé irrealista, surgida na euforia da alta, de que a elevação de preços irá continuar. “Oposicionistas e dissidentes são ridicularizados por não entenderem o ‘novo mundo’ (...) pobres acreditam no súbito enriquecimento”. O instinto puramente especulativo leva as pessoas não só a acreditar que os valores irão crescer ainda mais, mas também a crer que possuem a genialidade especial de cair fora antes de o mercado desabar. Com isso, a condição inerentemente instável é criada.

Inovações financeiras como a *securitização*<sup>176</sup>, que abre espaço nas carteiras de crédito bancário, para a alavancagem financeira de *fundos hedges*, estão no âmago das compras de ativos ocorridas durante a bolha especulativa. A atuação do governo pode ser tanto estimulante quanto desestimulante. Quando o sistema tributário não taxa progressivamente a renda, propicia renda disponível para aplicações especulativas. Mas, elevação da taxa de juros básica, imposta pela autoridade monetária, para combater a inflação, pode “furar” a bolha.

Então, ocorrerão perdas. Nesse auge especulativo, o mercado é inerentemente instável. Em algum ponto, ninguém pode precisar *quando* ou *que*, pode ser uma informação ou notícia [news], disparará a decisão de cair

<sup>173</sup> KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). p. 115.

<sup>174</sup> RAINES, J. P. & LEATHERS, C.. The new speculative stock market: why the weak immunizing effect of the 1987 crash? Journal of Economic Issues. Vol. XXVIII nº 3, sept/1994. p. 739.

<sup>175</sup> GALBRAITH, J. K.. The 1929 Parallel. The Atlantic Monthly (jan/1987: 62-66).

<sup>176</sup> *Securitização* é a emissão de títulos financeiros com lastro em créditos a receber, ou seja, os bancos “empacotam” seus recebíveis e repassam-nos num mercado secundário, principalmente a



fora. A queda inicial persuadirá outros de que a hora chegou, e mais outros, e então o maior desabamento virá.

É interessante repetir que os aplicadores *grafistas* analisam o comportamento do mercado como determinado pela média das opiniões de todos os aplicadores, **depois de interpretarem os fundamentos macroeconômicos.**

Usando a metáfora do “concurso de beleza”, Keynes conclui: “empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral” (p. 114). No caso da seqüência de *boom* e *crash*, em *antecipar o que o mercado espera que seja a reação do mercado* à notícia de medida de política econômica.

Daí que os Bancos Centrais têm conhecido real sucesso em estabilizar suas taxas de câmbio em níveis muito próximos de sua própria visão dos fundamentos. Cartapanis adverte: “a capacidade de influência dos bancos centrais, na fixação das taxas de juros e nas intervenções sobre os mercados de câmbio, é real, mas jamais é garantida. Isto depende dos contextos, mais ou menos especulativos, e dos jogos de opiniões que se expressam no mercado”<sup>177</sup>. O mercado aparenta, em certas situações, a mercado de rumores no qual domina pequeno grupo de participantes, que se influenciam mutuamente e procedem antecipando suas reações mútuas.

Os participantes não deixam totalmente de ter em conta os **fundamentos**, pois *a análise destes é necessária, no mínimo, para tentar antecipar as inflexões futuras das políticas econômicas.*

Os operadores constituem população de *experts*, mas enfrentam situação de incerteza radical ao depararem-se com configurações macroeconômicas e políticas desconhecidas. Assim, as intervenções dos Bancos Centrais tornam-se cruciais, pois modificam a informação de que dispõem os operadores<sup>178</sup>.

Certos economistas defendem a hipótese de que as intervenções são mais eficazes quando os agentes *grafistas* estão em maior número, postulando que este tipo de investidor com maior sensibilidade aos rumores é mais sensível que os outros à presença dos Bancos Centrais no mercado<sup>179</sup>. Evidentemente, o sucesso de Banco Central em controlar a crise cambial depende do vigor e da credibilidade dos sinais que endereça ao mercado, ou

<sup>177</sup> CARTAPANIS, A.. Les banques centrales face aux marchés. Turbulances et spéculations dans l'économie mondiale. Paris, Economica, 1996.

<sup>178</sup> “Euforia irracional”, expressão que Alan Greenspan, *chairman* do Fed, usou em dezembro de 1996, agora está firmemente estabelecida no léxico de Wall Street. Bastou para provocar frenesi de vendas de ações, tornando desnecessária uma elevação efetiva da taxa de juros. Mostrou preocupação da *inflação nos ativos* contaminar os preços de bens e serviços, ou seja, a *inflação corrente*, no futuro.

<sup>179</sup> Dow (DOW, J. C. R.. Uncertainty and the financial process and its consequences for the power of the central bank. Quarterly Review. Banca Nazionale del Lavoro, nº 166, sept/1988.) segue o seguinte esquema analítico: em sistema descoordenado, as forças reais impõem limites aos movimentos das variáveis financeiras; dentro desses limites, entretanto, a incerteza prevalecente a respeito do futuro tornaria a *taxa de juros de mercado* indeterminada; portanto, o livre jogo das expectativas em curto prazo

seja, da consistência dinâmica de sua política com o estado dos fundamentos - situação orçamentária, estoque de dívida pública, taxa de inflação, déficit nas transações correntes, etc.

A hipótese de Cartapanis é que “embora existam numerosas condições permissivas que tornam possível a aparição de bolhas especulativas endógenas, a realidade macroeconômica permanecerá presente sobre o mercado. A configuração das transações correntes e a distribuição dos déficits orçamentários em escala mundial estão longe de serem estáveis e chegam a modificar o nível de repartição de estoques de ativos selecionáveis, assim como as antecipações dos operadores e investidores. As orientações divergentes das políticas monetárias criam diferenciais de taxas de juros que não deixam os mercados insensíveis” (p. 137).

#### 15.4. Globalização financeira

A crescente mobilidade e desmaterialização da moeda, reduzida à pura informação eletrônica transmitida de maneira instantânea por redes de computadores, através do espaço cibernético, faz com que atividades dos mercados financeiros se tenham transformado em paradigma da *desterritorialização* das atividades, **característica essencial do processo de globalização.**

A globalização e a tecnologia da informação comprimem o *tempo* e o *espaço*. Em certo sentido, a tecnologia de informação ajudou a globalizar a produção e os mercados financeiros, através da redução do custo da comunicação. Em outro, a globalização estimulou a tecnologia via intensificação da competição e aceleração da difusão tecnológica por meio do investimento estrangeiro direto.

No entanto, propaga-se o *mito da globalização*. Segundo o qual, ela constitui processo irreversível de destruição das fronteiras (e Estados) nacionais. A dedução lógica sugerida, implicitamente, é que não há espaço para autonomia nem relativa da política monetária e cambial nacional.

Sem dúvida, há algum **substrato real**, no processo de globalização:

1. a tecnologia da informação;
2. a integração comercial e financeira;
3. a internacionalização de processos de produção, em muitos setores.

Mas, a *escala*, tanto da globalização, quanto da mudança tecnológica, tende a ser vastamente exagerada. Em primeiro lugar, **o fenômeno não é inédito**: representa a retomada do grau de abertura à integração internacional, existente até 1914, que foi interrompida por duas guerras mundiais, nacionalismos e protecionismos. Cita-se como evidência empírica disso que os

do que tinha há mais de 100 anos atrás. Sua relação importações / PIB, em 1993, era de 11%, enquanto em 1890 era de 8%. A Inglaterra tinha, na metade do século XIX, seus investimentos diretos externos superiores do que seus investimentos internos. Sua exportação alcançava cerca de 40% do PIB. O comércio mundial, evidenciado pela relação [exportações + importações] / PIB total, alcançou, em 1970, dimensão proporcional à que ocorria em 1913, pré I Guerra Mundial.

Em segundo lugar, **apesar da globalização, o peso dos mercados internos continua fundamental**. Na economia mundial, a demanda interna dos países absorve cerca de 80% da produção e gera 90% dos empregos. A chamada “poupança doméstica” financia mais de 95% da formação de capital. Os investidores institucionais possuem relativamente poucos ativos estrangeiros em seus portfólios. Os fundos de pensão americanos têm 6%, os alemães, 5%, os japoneses, 9%. As seguradoras americanas detêm 4% e as inglesas, 12%.

Concluindo, o **fenômeno da globalização é real**: mas é *mito* de que se trata de algo homogêneo, linear, equitativo, simétrico, contínuo e inexorável.

### 15.5. Defesa especulativa

A ameaça do ataque especulativo do “inimigo externo” às reservas internacionais é conveniente, politicamente, para impor atitude cooperativa à oposição em relação à política econômica governamental, que combina câmbio estável com juros elevados e corte de gastos públicos e privados, socializando as perdas dos ganhos de capital, na bolsa de valores. Mas, transformar algum megaespeculador no demônio das finanças internacionais está sendo recurso retórico desgastado pelo uso e abuso. Nem diabo, nem santo: em vez de tentar personificar o mal “estrangeiro”, é mais proveitoso, para o cidadão atônito e avesso ao risco, explicar a lógica demoníaca do risco sistêmico a que é jogado.

A denominação mais apropriada do que ocorre, detonando o *crash*, não é propriamente “**ataque especulativo**”. Este ataque à taxa de câmbio ocorre quando especuladores internacionais trocam, à cotação oficial, a moeda nacional por divisa estrangeira, em volume tal que provocam, intencionalmente, a alteração da paridade entre elas. Talvez seja mais adequado caracterizar o fenômeno inicial da crise como “**defesa especulativa**”.

Isto porque envolve *comportamentos defensivos* racionais, sob o ponto de vista individual de cada agente endividado em moeda estrangeira. Entretanto, esses comportamentos resultam em lógica perversa, socialmente, inclusive envolvendo os não participantes do mercado de capitais. O que parece melhor para cada capitalista, em particular, pode não ser melhor para o sistema capitalista. Mercado sem as necessárias travas institucionais não consegue, no momento do *crash*, a autoregulação.

Quando certo agente detém algum montante em divisa, por exemplo, em

em risco de câmbio, devido à volatilidade cambial futura. Para importador brasileiro que deve pagar mercadorias faturadas em dólares, dentro de alguns meses, qual o montante da sua dívida em reais? Ele se encontra em **posição de câmbio aberta**. Para assumir **posição de câmbio fechada**, o devedor deve se beneficiar, no prazo devido, de algum pagamento na moeda estrangeira no montante equivalente a sua dívida. Assim, consegue igualar seu crédito (*haver*) a seu débito (*dever*), em tal moeda. Esta é a atitude *defensiva* ou *protegida*, habitualmente assumida pelos devedores domésticos em divisa externa, seja importadores, empresas ou bancos.

Os **especuladores** são agentes que conservam deliberadamente suas posições de câmbio *abertas*. Eles vendem divisas nas quais antecipam que haverá depreciação e compram divisas em que esperam apreciação. Não importa a nacionalidade, podem ser internacionais ou autenticamente nacionais.

A **especulação** consiste em deter divisas na esperança de realizar ganho cambial em data posterior. É diferente de operação de **arbitragem**.

O **arbitrador** maximiza seu lucro a partir de informações *conhecidas*, como diferenças de taxas de câmbio ou de taxas de juros entre diferentes lugares e/ou mercados financeiros, ou seja, atua entre *espaços*.

O **especulador** age em função de hipótese sobre variáveis *desconhecidas*, por exemplo, a taxa de câmbio dentro de alguns meses, ou seja, joga com o *tempo*.

Com isso se quer sugerir que o *especulador desempenha papel necessário, dentro desse sistema*. Ele suporta risco de câmbio, que outros não querem incorrer, em troca de benefício aleatório.

O importador ou devedor pode estabelecer com algum banco **contrato a termo**, fixando, no presente, a taxa de câmbio ao qual poderá comprar seus dólares, ao final de certo prazo. O banco evita ficar em posição de risco cambial. Ele pode comprar imediatamente os dólares. Durante o prazo acertado, aplica-os no mercado financeiro internacional. Ao termo do contrato, recuperará seus dólares e os venderá ao importador, na taxa de câmbio combinada de início.

Entretanto, para comprar os dólares à vista, o banco, durante o prazo contratual, imobiliza certa soma em reais, cujo custo de oportunidade é a taxa de juros paga para aplicações em moeda nacional, durante o prazo. Se a taxa de juros sobre o dólar é inferior à taxa de juros no País, a operação é deficitária para o banco, pois ele vai então pagar os dólares demandados a termo mais caros do que se os comprasse à vista. Ele transfere o custo da operação para seu cliente. A taxa de câmbio a termo torna-se então superior à taxa de câmbio corrente.

Uma alternativa a essas **operações a termo bancárias** é recorrer às **operações bursáteis** de compra ou venda de contratos de futuros pré-

formatados, aos preços cotados em pregão, que dão maior flexibilidade de mudar de posição. Simplesmente, conclui-se novo contrato em sentido inverso.

Partindo do fato que ambos são acordos de compra e venda de algum ativo, em data futura, por preço previamente estabelecido, Fortuna aponta **as diferenças básica entre os mercados a termo e futuro**<sup>180</sup>:

Item	Mercado a Termo	Mercado futuro
<b>Negociação</b>	Direta entre as partes, para <i>acordos particulares</i>	Caixa de liquidação
<b>Vencimento</b>	Livre e específico	Diversos e padronizados
<b>Contrato</b>	Não-padronizado	Padronizado e ajustado diariamente
<b>Objetivo</b>	Entrega do ativo	Proteção
<b>Liquidação</b>	No vencimento	Durante todo o contrato

O **mercado de contratos futuros** constitui-se de *operações a termo*, por exemplo, visando a cobrir a exposição de contrato internacional ao risco de variações indesejadas da taxa de câmbio. O operador, para mantê-la “travada”, paga como que *prêmios de seguro*, implícitos nas cotações ou explícitos nas margens (de segurança) negociadas com o mercado de futuros.

O **mercado de futuros** facilita a transferência do risco entre os agentes econômicos, ao mesmo tempo que, pelas expectativas criadas e expressas pela lei da oferta e demanda, passa a influir diretamente na formação futura dos preços dos ativos negociados neste mercado.

**Hedge cambial** é operação que consiste em fixar o preço futuro de uma divisa estrangeira, antecipadamente, como proteção *ex-ante* contra perdas futuras. Quando algum cliente faz *hedge* cambial em banco, este busca ganhos de futuros que as compensam financeiramente. Acontece que o banco não precisa comprar posição equivalente a todo o *hedge* que vendeu, mas apenas **opção futura** de dólar equivalente a certa parte, dependendo do cálculo do modelo matemático de risco adotado, do valor original da operação. Diariamente, conforme as variações das cotações do dólar, o banco troca de *opções*.

O instrumento, no mercado de derivativos, que possibilita se usar o *hedge* apenas no cenário desfavorável, e não ser obrigado a usá-lo num cenário que seja favorável a quem busca proteção, é o **mercado de opções**. Neste mercado, por exemplo, se o investidor tiver *posição vendida*, ele poderá

comprar o ativo pelo preço predefinido se o cenário for de preços em alta e poderá abrir mão de seu direito de comprá-lo no **mercado de opções**, para comprá-lo à cotação do **mercado à vista**, se o cenário for de preços em baixa.

Segundo Fortuna, “a principal característica que distingue as *opções* do demais instrumentos derivativos é a *assimetria*” (p. 357). Nos *demais instrumentos*, o comprador, por exemplo, um banco, e o vendedor, por exemplo, um especulador, têm direitos e obrigações. Contratada a *opção*, o comprador tem apenas direitos e não obrigações, enquanto o vendedor tem apenas obrigações. É óbvio que o comprador paga *prêmio*, antecipadamente, para obter essa vantagem, ou seja, o custo de eliminação do cenário desfavorável.

O **problema** é que, no momento de *crash*, não se encontra mais especulador, querendo vender *opções* em dólares. Aí, o problema é de “falta”, não de “excesso” de especulador!

A alternativa fica entre assumir posição cambial de risco *em aberto* ou “zerar” sua posição, realizando imediatamente o prejuízo. Quanto mais alavancado for o mercado, financiando o longo prazo com captações em curto prazo, quando se eleva a taxa de juros doméstica, mais bancos vão buscar “zerar” suas perdas e posições, a que preço for. Todos querem vender ativos domésticos, para ter disponibilidades, o que realimenta a queda dos preços dos ativos e diminui ainda mais as margens de segurança. A bolsa de futuros exige o ajuste de margens em operações no mercado futuro, ampliando a necessidade de vender ativos, pressionando seus preços para baixo.

Os devedores em moeda estrangeira, durante o *crash*, sem as alternativas de compra de divisas a termo, de mercado de contratos futuros ou de opções, para se defenderem do maior risco da posição cambial *aberta*, antecipam a compra de dólares no **mercado à vista**. A corrida para os dólares envolve, portanto, *defesa*, mais do que *ataque* especulativo. É fenômeno detonado pelos possuidores de “passivos dolarizados” e, pelo menos em seu ponto-de-partida, não pelos investidores internacionais que fazem especulação com divisas, no caso, a moeda nacional. É relacionado mais à escolha de “*como financiar*” do que à de “*em que aplicar*”.

## 15.6. Deflação de ativos

Na seqüência *boom-crash*, ganha importância analítica distinguir **dois níveis de preços**:

1. nível geral de preços dos *bens e serviços*;
2. nível de preços dos *ativos reais e financeiros*.

Os dois níveis de preços são determinados através de diferentes relações e variáveis. O **nível de preços dos produtos** depende, fundamentalmente, dos custos primários mais certo *mark-up*. Por sua vez, o

dependente dos rendimentos gerados. Desde que rendimentos representam fluxos de renda ao longo do tempo, seus preços correntes devem refletir a avaliação presente dos ganhos possíveis de serem capitalizados, no futuro. Os preços dos ativos patrimoniais sofrem oscilações de grande amplitude, com tendências de alta ou de baixa se estendendo por anos.

A apreciação do valor de ativos patrimoniais é estimulada quando o ritmo de expansão do crédito é superior ao da produção. Em contrapartida, de maneira reflexiva, o aumento do valor das garantias patrimoniais estimula a ampliação do crédito. No entanto, a falta de prudência no endividamento provoca *fragilidade financeira*, com o peso dos encargos financeiros crescendo em relação à renda corrente. Ela é dissimulada, temporariamente, com os ganhos de capital produzidos pela valorização dos ativos. A capitalização bursátil, no *boom*, cresce mais rápido que os lucros correntes das empresas. Descolada dos fundamentos, a onda especulativa com ações não deve ser vista como antecipação da lucratividade futura das empresas.

O **ciclo do crédito** influencia o ciclo de preços dos ativos, configurando *cenário de inflação dos preços dos ativos* seguido de *crise de deflação de ativos e dívidas*.

A **euforia financeira** conduz à subestimativa do risco de parte das dívidas não poder ser honrada. Quando surge o **pânico financeiro**, provocado pela propagação internacional da queda dos preços dos ativos, a fragilidade financeira, antes oculta, acaba se revelando. Deixa de ser garantida pelos ativos patrimoniais, agora depreciados. A generalização do comportamento defensivo de liquidar patrimônios e cortar dívidas precipita os ajustamentos recessivos.

A **duração da recessão** é dependente da *eliminação da fragilidade financeira*. Passa pela deflação dos preços de cotação pelo mercado dos ativos de capital, anteriormente sustentados pela antecipação de rendimento irreal, induzida pela euforia especulativa. Os *ativos existentes* devem se desvalorizar até o ponto onde se torna possível antecipar apreciação futura de seus preços. Quando a expectativa dessa rentabilidade induz a construção de *ativos novos*, ocorre a retomada das decisões de investimentos.

Portanto, as **flutuações dos preços dos ativos** constituem força determinante do ciclo econômico-financeiro. Os preços dos ativos determinam os *valores das garantias patrimoniais do crédito*, salvaguardas do risco do credor. A inflação desses preços, e não a demonstrada pelo índice de custo de vida, que seria pertinente ao cálculo da taxa de juros real suportável pelo devedor. Como os preços dos ativos são mais voláteis do que os preços dos bens da cesta básica de consumo, há ilusão quanto se a taxa de juros real é (ou não) positiva.

Após a súbita deflação dos ativos, é interessante reexaminar o debate em torno de se os Bancos Centrais deveriam se preocupar com a **inflação nos preços dos ativos** tanto quanto com a **inflação nos produtos do mercado**. Argumenta-se que a elevação dos preços dos ativos, inflacionados pela

alocação de recursos. Por exemplo, o aumento das cotações das ações e/ou dos preços dos imóveis pode induzir o sobre investimento empresarial ou imobiliário.

Chegou-se à conclusão de que o aumento dos preços dos ativos pode acabar pressionando os preços de bens e serviços, através do **efeito riqueza**. O aumento da renda financeira do consumidor e do ganho de capital do investidor, via ações, estimula os gastos privados. Paralelamente, a elevação do valor das garantias, por exemplo, via preços dos imóveis, aumenta a disposição dos bancos de conceder empréstimos. Essa pressão na demanda agregada, aproximando-se do pleno emprego, pode representar impacto inflacionário.

O que não foi suficientemente debatido, e acabou tornando-se atual, é se, de maneira inversa, queda significativa dos preços dos ativos pode empurrar a economia para a **recessão**. Notadamente em países com taxa de inflação historicamente baixa e taxa de crescimento estagnada, a deflação de ativos não pode provocar o “pior dos mundos”, isto é, longa depressão, como não se vê desde 1931?

Keynes analisou, em agosto de 1931, “as conseqüências, para os bancos, das mudanças nos valores em dinheiro”. Naquela ocasião, como agora, as quedas nos preços de mercadorias e de títulos afetaram a maioria dos países do mundo. Os bancos interpuseram, em suas operações de alavancagem da especulação com ativos, seu aval ao emprestador de fato: o investidor financeiro. *Este aval só permanece bom se o valor do ativo pertencente ao real tomador de empréstimo, oferecido em garantia, valer o dinheiro que lhe foi entregue.* É por esta razão que Keynes afirmou que declínio dos preços dos ativos tão severo quanto o que estamos experimentando ameaça a solidez de toda a estrutura financeira.

Se as margens de garantia de seus clientes desaparecem, os próprios bancos podem desaparecer. Parte bem significativa dos bancos seria considerada insolvente e, com o **progresso da deflação de ativos**, esta proporção seria crescente.

O capitalismo moderno defronta, segundo Keynes, quando ocorre a **deflação de ativos**, perante a escolha entre encontrar algum meio para elevar os valores nominais até seu nível anterior ou assistir às generalizadas insolvências e ao colapso de grande parte da estrutura financeira. Depois disso, tendo sofrido período de desperdício, de perturbação, de injustiça social, e de geral remanejamento das fortunas privadas, com muito de nós individualmente arruinados, deveríamos começar tudo de novo. Deveríamos, então, ter encontrado melhores maneiras de conduzir nossos negócios.

## 15.7. Risco sistêmico



Em país que adota *regime de câmbio fixo ou de bandas cambiais*, a **sequência causal de fatos estilizados que detona crise bancária e de balanço de pagamentos** se altera, em relação à vista anteriormente, para os países com *regime cambial flexível*. O seguinte quadro a esquematiza.

1. *queda da taxa de inflação* = f( fixação do câmbio em economia dolarizada )
2. *bolha de consumo* = f( aumento do poder aquisitivo médio real )
3. *expansão do crédito bancário* = f( aquecimento da demanda; compensação da perda do ganho inflacionário com *floating* )
4. *resíduo inflacionário* = f( método de cálculo; desindexação gradativa; lenta convergência de variações dos preços relativos dos bens comercializáveis e não comercializáveis em nível internacional )
5. *sobrevalorização cambial* = f( moeda nacional não se desvaloriza pela inflação )
6. *déficit no balanço comercial* = f( queda da exportação; aumento da importação )
7. *esmagamento das margens de lucro* = f( > competição; < competitividade )
8. *corte do crédito doméstico* = f( aumento da inadimplência; política restritiva )
9. *busca de financiamento externo* = f( déficit nas transações correntes )
10. *insustentabilidade da reserva cambial* = f( percepção, pelo mercado financeiro, da *situação dos macrofundamentos* e/ou do *ponto de inflexão* )
11. *flexibilização do regime cambial* = f( ataque especulativo à moeda nacional )
12. *crise bancária* = f( refluxo de capital externo; queda dos preços dos ativos )
13. *dificuldade de defesa com alta dos juros contra ataque especulativo à taxa de câmbio* = f( risco de crise sistêmica )
14. *mecanismos de defesa contra perda de reservas internacionais*: controle de fluxos de capital; mudança de regime cambial.

A propagação da crise, inicialmente localizada, para países que, aparentemente, têm poucas ligações com aqueles do foco, é sintoma do efeito contagioso da crise bancária, decorrente da deflação de ativos. A ameaça, conhecida como “**risco sistêmico**”, vem do perigo de que o desaparecimento súbito de um ou de vários bancos possa provocar colapso tipo *efeito dominó* através de todo o sistema bancário.

São as *externalidades* ou os efeitos colaterais associados com falências de bancos que os tornam caso especial. Diferentemente de empresa industrial, quando, subitamente, empresa bancária vai à falência, seus rivais também

se generalizar a suspeita dos depositantes que seus bancos têm problemas iguais aos daquele que faliu ou se a liquidação do banco falido deprimir o preço de mercado dos ativos de outros bancos. A ameaça de corrida levará cada banco a liquidar parte de seus ativos para levantar caixa, gerando *processo deflacionário cumulativo*.

Este **fenômeno de deflação dos ativos em garantia** pode ter efeito potencialmente devastador sobre a economia real. Os bancos pedem o pagamento de seus empréstimos pendentes, se recusando a fazer refinanciamentos e novos empréstimos, o que cria escassez de crédito, que pode agravar o declínio dos preços dos ativos em geral.

Mas não são só as corridas dos pequenos depositantes, no *mercado varejista*, que constituem ameaça aos bancos. Os *mercados atacadistas* constituem risco maior. Neles se incluem o *mercado de empréstimos interbancários*, por meio do qual os bancos fazem empréstimos entre si, e os *sistemas de pagamentos*, por meio dos quais eles fazem e recebem pagamentos para si mesmos ou em benefício de seus clientes. Quando seus colegas banqueiros se recusam a fazer empréstimos a determinado banqueiro, o Banco Central tem de interferir.

A liberalização financeira e o crescimento do comércio global provocaram mudanças nos sistemas financeiros nacionais e internacional que reforçam o entrelaçamento entre bancos e mercados diversos, como o de empréstimos interbancários, tanto doméstico quanto internacional, o de câmbio externo e o de derivativos de balcão. Os bancos fazem mais negócios entre si. Se um dos grandes sistemas mundiais de pagamentos e compensações quebrar, não apenas os bancos, que arriscam quantias enormes neles, enfrentarão problemas sérios, mas economias inteiras.

Muitos dos **sistemas gerais de pagamentos e compensações**, isto é, redes que permitem aos bancos enviar grandes quantias de dinheiro de uns para outros e compensar acordos de câmbio externo ou valores mobiliários, operam na base de *liquidação por diferença*. Ao longo do dia, os bancos trocam milhares de instruções de pagamentos, mas não enviam dinheiro. O banco que recebe alguma instrução, simplesmente, a credita na conta de seu cliente, enquanto o sistema informacional acompanha a posição líquida dos dois bancos: o remetente e o endereçado. No fim do dia, se o primeiro deve dinheiro ao segundo, faz a compensação transferindo a quantia devida de sua conta no Banco Central, se os sistema de pagamentos for público, ou da câmara de compensação, se for privado, para a conta do outro. Se esse pagamento não for feito, poderá então afetar a capacidade deste último de corresponder a seus compromissos de compensação com outros bancos, criando a possibilidade de surgir corrente de inadimplências.

As redes operam em base multilateral, envolvendo muitos bancos diferentes. Sistemas de pagamentos interbancários nacionais movimentam o equivalente ao PIB anual do país em poucos dias.

Os “saques a descoberto diurnos”, as quantias que os bancos devem

dos bancos. Não se sabe claramente quem deve o que para quem, pois esses sistemas constituem cadeia extraordinariamente complexa de fluxos financeiros e de resultantes interdependências de crédito. É essa opacidade, acoplada ao tamanho das exposições creditícias envolvidas, que cria **risco sistêmico potencial**, caso os bancos recusarem-se a cumprir seus compromissos de compensação ao primeiro sinal de problema.

Se algum elo importante em sistema de pagamentos estivesse para romper, seria “cada um por si e o ‘mico’ para alguém”. Os bancos teriam que levantar dinheiro para cobrir o rombo, provavelmente, vendendo ativos e detonando a deflação.

Na verdade, a maior ameaça de descompensação avulta de longe no **mercado de câmbio externo**. Há o perigo de que algum banco, após ter feito sua parte no comércio de divisas estrangeiras, entregando moeda, descubra subitamente que sua contrapartida não fez a mesma coisa, devido à diferença de fusos horários. Para reduzir tal risco, amplia-se as horas de funcionamento dos sistemas nacionais de compensação, para diminuir intervalos problemáticos. Há, inclusive, planos para criar organização com 24 horas de funcionamento, para compensação de câmbio externo. Os Bancos Centrais mostram grande interesse no projeto e no desenvolvimento de *sistemas de pagamento em tempo real*, embora sejam muito dispendiosos.

O envolvimento de Bancos Centrais cria confiança e, portanto, reduz as possibilidades de crise sistêmica. Mas também cria significativo “**risco moral**” [*moral hazard*]: confiantes demasiadamente no apoio da autoridade monetária, os bancos poderão tornar-se descuidados a respeito do manejo de riscos de crédito e liquidez, provocando assim a acumulação dos saques a descoberto diurnos e aumentando o custo provável dos socorros.

Para enfrentar o problema, alguns Bancos Centrais começam a cobrar taxas por saques diurnos a descoberto e exigir colateral dos bancos que regularmente administram amplas posições de crédito. A *compensação imediata* dos *grandes pagamentos* entre bancos, utilizando-se das disponibilidades no Banco Central do país-sede, *reduziria o risco sistêmico*, pois, se algum banco falir, deverá pouco a outros.

Um fator que determina a gravidade da ameaça sistêmica é a extensão das *conexões* entre diferentes instituições financeiras. Se o banco ameaçado é um grande agente, em certo mercado, um prestador de bom tamanho a outros bancos, ou um elo importante nos sistemas de pagamentos e compensações, o Banco Central faz tudo para evitar sua falência. *Há forte vontade política de sustentar os grandes bancos*, para evitar a tensão social derivada da quebra de bancos que têm quase a totalidade de patrimônios de milhares de clientes em suas contas.

Tradicionalmente, a **fragilidade do setor bancário** é vista sob dois ângulos:

➤ pelo *lado passivo*, os bancos são vulneráveis a corridas contagiosas por

- pelo *lado ativo*, eles podem se tornar vítimas de inadimplências nos pagamentos de terceiros.

Os neoliberais insistem em colocar a *rede de segurança do governo* na lista de motivos de instabilidade no setor bancário. A sua operação teria criado o conjunto de incentivos ao “risco garantido” que estaria contribuindo para o custo crescente das falências de bancos.

Para **enfrentar o risco sistêmico**, há três maneiras:

1. *via o empréstimo em última instância*, ou seja, o Banco Central fornecendo liquidez, durante a crise financeira, a bancos individuais ou ao sistema como um todo.
2. *por meio de oferta de garantia a depósitos pequenos*, de forma a reduzir a probabilidade de corrida bancária, provocada pelo risco de perda total; o problema com *rede de garantia* é que os bancos são tentados a assumir grandes riscos, sabendo que poderão contar com o apoio certo do governo.
3. *através de intervenção, regulamentação e/ou fiscalização*, para resolver o perigo conhecido como “risco moral”.

Como o custo do socorro a bancos sobe, continuamente, a opinião pública pede ainda mais normas e mais fiscais. Entretanto, essa abordagem institucionalista do regulamento bancário é criticada pelos neoliberais. Para os adeptos do livre-mercado, o mercado se autorregula e deve correr seus riscos.

O que pode ser feito para resolver o problema do “risco moral”? Sob o ponto de vista da revista *The Economist* (April 27<sup>th</sup>, 1996), criar mecanismo tornando possível, para maior parte de (se não todos) os bancos, falência, sem que isso desencadeasse uma crise do sistema. Além disso, impor penas severas para aqueles que são ajudados, como fator de dissuasão para outros. Por exemplo, condicionar programas de apoio à mudança do controle acionário e da diretoria executiva do banco socorrido, não importa o tamanho da instituição. Mesmo que alguns bancos sejam excessivamente grandes para falir, nenhum deve ser considerado muito grande para sofrer penas.

#### **Leitura adicional recomendada:**

Surveys do *The Economist* sobre Crise Bancária. Publicados na Gazeta Mercantil de 27/5/96 a 12/6/96 e de 16/4/97 a 28/4/97.

**Comentário:** Descontando o viés liberal, em defesa de suas opiniões, constituem rica e atual fonte de informações sobre a crise bancária mundial.

AGLIETTA, Michel. Macroeconomie financière. Paris, Éditions La Decouverte, 1995. Chap. V (Le risque de système et les moyens de le prevenir).

**Comentário:** Nesse capítulo, Aglietta trata da relação das crises financeiras com o risco sistêmico e das formas de prevenção; especialmente interessantes são os tópicos sobre as crises incidentes sobre os mercados de ativos e de dívidas.

COUTINHO, Luciano G. e BELLUZZO, Luiz Gonzaga de M.. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. Economia e Sociedade. Campinas, Revista do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, nº 7, dezembro 1996.

**Comentário:** Destaque para os tópicos sobre os mecanismos de transmissão nas economias contemporâneas e o ciclo comandado pela dinâmica financeira, mostrando as limitações da política monetária.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de M.. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. in Tavares e Fiori (org.). Poder e Dinheiro. Rio de Janeiro, Vozes, 1997.

**Comentário:** Belluzzo analisa o dinheiro, o crédito e os bancos na economia monetária da produção, além dos regimes monetários internacionais, a finança de mercado e a morfologia dos ciclos, marcados por instabilidade financeira.

**Resumo:**

1. A crescente mobilidade e desmaterialização da moeda, reduzida à pura informação eletrônica transmitida de maneira instantânea por redes de computadores, através do espaço cibernético, faz com que atividades dos mercados financeiros se tenham transformado em paradigma da desterritorialização das atividades, característica do **processo de globalização financeira**.
2. A **crítica dos heterodoxos ao modelo teórico ortodoxo**, para análise dos mercados de ativos, contrapõe: a interação entre agentes heterogêneos à idéia do agente representativo; a racionalidade coletiva e mimética (*chartista*) à racionalidade individual baseada em fundamentos; eventos futuros incertos à informação perfeita e aos eventos probabilíssimos; processos divergentes e explosivos ao equilíbrio geral e convergência para um estado estacionário.
3. Os aplicadores *grafistas* analisam o **comportamento do mercado** como determinado pela média das opiniões de todos os aplicadores, depois de interpretarem os *fundamentos macroeconômicos*; os participantes do mercado de ativos não deixaram totalmente de ter em conta os fundamentos, pois a análise destes é necessária, no mínimo, para tentar antecipar as inflexões futuras das políticas econômicas.
4. A **volatilidade de capitais internacionais especulativos** pode obrigar a certo país flexibilizar o câmbio, sob pena de destruir as reservas internacionais, caso insista em mantê-lo estável.
5. Busca-se a **redução da ameaça de crise sistêmica** via coeficientes maiores de capital, exigidos pelo Acordo da Basileia, sistemas de administração de riscos em empréstimos e negócios mobiliários, diversificações geográficas e de ativos
6. Permanece **risco sistêmico potencial**, devido à opacidade dos sistemas gerais de pagamentos e compensações: não se sabe claramente *quem deve o que para quem*, pois envolve cadeia extraordinariamente complexa de fluxos financeiros, e *o tamanho das exposições creditícias envolvidas*: os saques a descoberto diurnos, isto é, as quantias que os bancos devem uns aos outros durante o dia, são às vezes maiores que as bases de capital dos bancos.
7. Tradicionalmente, a **fragilidade do setor bancário** é vista sob dois ângulos: do *lado passivo*, os bancos são vulneráveis a corridas contagiosas e, do *lado ativo*, são vítimas de inadimplências nos pagamentos de terceiros; mas, atualmente, os neoliberais insistem em colocar a rede de segurança do governo na lista de motivos de instabilidade no setor bancário na medida que coloca perverso conjunto de incentivos ao “risco garantido” [*moral hazard*].