

Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana *

Fábio Henrique Bittes Terra **

Era desnecessária uma crise econômica como a que vivemos desde 2007 para percebermos que a teoria ortodoxa não possui um arcabouço explicativo dos sistemas financeiros. Talvez o problema da referida abordagem esteja em apontar os intermediários financeiros, notadamente os bancos, como empresas sem ânsia de crescentes lucros e que, portanto, não precisam atuar ativamente para alcançá-los. Para a teoria convencional, os bancos são facilitadores do encontro entre poupadores e tomadores de recursos, capazes de reduzir custos – de informação, de transação, de mensuração de risco – que surgem quando indivíduos se colocam desorganizadamente em contato.

Porém, a crise reclamou proposições teóricas e analíticas alheias à teoria convencional. Na oferta de tal alternativa encontra-se o livro *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma Abordagem Keynesiana*. Estudioso e divulgador da obra de John Maynard Keynes, o autor, Luiz Fernando de Paula, ancora-se em diversas contribuições keynesianas para contextualizar a realidade econômica enquanto uma economia monetária da produção em que a ação empresarial objetivando o lucro, a presença de incerteza e o tempo histórico irreversível são inexoráveis. É sob tais condições que os empresários abrem mão de sua riqueza presente, almejando obter mais dela no futuro, sem ter, contudo, qualquer possibilidade de antecipar o que o porvir lhes reserva. Não obstante, a repercussão social do ato individual de investir é a geração de emprego, a criação de renda e a ampliação da riqueza.

Nesse particular, há um tipo especial de empresa, que é determinante nas decisões de investimento das demais firmas e, por conseguinte, na constituição do ciclo econômico: os bancos. Diferentemente da teoria convencional, para os keynesianos, “[...] os bancos, como qualquer outra firma, têm preferência pela liquidez com base em suas expectativas sobre um futuro incerto, conformando seu portfólio, conciliando lucratividade e sua escala de preferência pela liquidez” (Paula, 2014, p. 2). A preferência pela liquidez bancária determinará a oferta de moeda e, assim, a decisão de investimento dos bancos “tem impacto decisivo sobre as condições de financiamento da economia e [...] sobre o nível de gasto dos agentes, afetando as variáveis reais da economia, como produto e emprego” (Paula, 2014,

* Resenha de Paula, Luiz Fernando de. *Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus / Elsevier, 2014.

** Professor Adjunto II do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, MG, Brasil / Pesquisador Visitante do *Department of Land Economy* e *Visiting Fellow do Wolfson College*, ambos da *University of Cambridge*. E-mail: fhbterra@ie.ufu.br; <http://lattes.cnpq.br/2249781288255030>.

p. 2). Os bancos criam moeda sem a necessidade de poupança prévia e acima das reservas existentes, e atendem, assim, a demanda por *finance* das empresas que desejam investir produtivamente. O sistema bancário gera recursos monetários que se transformarão em máquinas, equipamentos, salários, viabilizando a expansão da produção.

Assim sendo, o Capítulo 1, *Dinâmica dos Bancos em uma Economia Monetária*, contrapõe a atuação bancária na perspectiva convencional e na pós-keynesiana. O argumento fica explícito na clivagem entre o banco ortodoxo, passivo e subsumido às decisões dos poupadores, incapaz de alterar o lado real da economia e neutro ao risco, e o banco pós-keynesiano “que enfatiza [...] a administração dinâmica do balanço das instituições bancárias como fator que condiciona o comportamento destas” (Paula, 2014, p. 29). Os bancos, portanto:

não administram passivamente o dinheiro que emprestam e os recursos que são depositados em sua confiança, tendo capacidade de criar ativamente moeda bancária, o gerenciamento de seu portfólio ocorre ao nível dos dois lados do seu balanço: a firma bancária, da mesma forma que escolhe a cesta de ativos que irá reter, procura, no lado do passivo, administrar suas obrigações [...] introduzir inovações financeiras e, ainda, tomar emprestado no mercado interbancário ou junto ao Banco Central, de modo a prover fundos para a expansão de seus ativos (Paula, 2014, p. 29).

Mas, o que está por trás das formas pelas quais os bancos administram seu balanço? Para a escolha de suas aplicações, *a la* Capítulo 17 da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, os bancos precificam os investimentos, considerando a relação entre a quase renda do ativo e sua liquidez, dada a expectativa de futuro que possuem. Quando as expectativas estão animadas, os bancos optam por ativos de maior rentabilidade, de maior prazo e menor liquidez. Quando ocorrem reversões de confiança no ciclo de negócios, os bancos reduzem a oferta de moeda, compondo carteira com ativos de menor remuneração, porém mais líquidos e de menor prazo.

Já a administração do passivo consiste nas estratégias dos bancos para estimular a captação de depósitos e para gerenciar as necessidades de reservas. Em última instância, a administração das obrigações objetiva fazer com que “os fundos que financiam seus ativos sejam fortemente condicionados pelo próprio comportamento do banco” (Paula, 2014, p. 41). Via de regra, as estratégias mais incisivas dos bancos para a administração de seu passivo ocorrerão pelo lançamento das chamadas inovações financeiras com o que procuram, concomitantemente, lidar com a captação de recursos de diferentes maturidade e remuneração e desviar-se das regulamentações colocadas pelas autoridades monetárias.

Entretanto, há na atividade bancária uma característica de suma importância para a dinâmica do produto nas economias monetárias: sua natureza pró-cíclica. As expectativas dos bancos definirão quão intensas serão as administrações de seu balanço. Em momentos de elevado estado de confiança, decisões de investimento mais arriscadas serão tomadas, financiadas por obrigações novas, imbuídas de maior risco e com prazos de ativos e passivos

descasados. Assim, será validado maior número de projetos cujas receitas esperadas se encontram animadas pelo grau de crença de seus propositores; é o *boom* econômico. Independente do ânimo dos agentes, no entanto, as expectativas bancárias podem se reverter, levando os bancos a tentarem se desfazer de seus ativos de maiores prazo e risco em uma fuga, talvez sem razão, para a liquidez; eis a crise e a recessão. Nesse cenário, Paula (2014, p. 41) torna clara a ideia de que a atividade bancária não é apenas pró-cíclica, é indutora do ciclo. Tal qual uma profecia autorrealizável, se os bancos creem que o ciclo passará a ser descendente, eles promovem a descendência.

A magnitude da recessão condirá com o grau de fragilidade financeira em que os agentes, bancos inclusive, se encontrarem quando da reversão das expectativas. Ao aprofundar o Capítulo 1, o Capítulo 2, *Comportamento dos Bancos e Oferta de Crédito no Ciclo Minskiano*, mostra que a fragilidade imane à atividade financeira estende-se, em momentos de *boom*, a todas as firmas. O estado de confiança dos empresários os leva a trilharem posições em que suas margens de segurança entre os compromissos financeiros e as receitas esperadas se reduzem. A confirmarem a demanda por crédito estão os bancos que, eufóricos, aceitam projetos mais arriscados e colaterais de mais longo prazo e menos líquidos. Nesse particular, os bancos usam das estratégias de administração de balanço como forma de alavancarem suas captações e ampliarem o quanto podem emprestar, intensificando a fragilidade financeira.

Tomadas por uma excitação que põe por terra a preferência pela liquidez, as firmas produtivas e bancárias deixam de ocupar posições *hedge* e tornam-se especulativas com margens de segurança insuficientes no curto prazo e grande comprometimento do fluxo de caixa do valor do capital e do balanço patrimonial presente e futuro. Entre as firmas em posição especulativa, várias alcançam a posição extrema, *Ponzi*. Por meio dessas conhecidas tipologias de Minsky (1982, 1986), em que a migração de *hedge* a *Ponzi* ocorre por elementos próprios ao mercado, como realização aquém do esperado de vendas e lucros ou por uma política monetária contracionista, Paula (2014) mostra que quanto maior a fragilização financeira, mais alastrado e nefasto será o impacto da inversão cíclica e pior será a estagnação – senão o decrescimento – da geração de emprego, renda e riqueza.

Reúnem-se, então, os elementos teóricos que, no Capítulo 3, *Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro*, estruturarão a análise sobre como a dinâmica microeconômica dos bancos pode conduzir a um comportamento macroeconômico profícuo, ou seja, de desenvolvimento. A análise não é feita sem antes passar por outro contraponto entre a teoria pós-keynesiana e a *mainstream* – esta em suas várias abordagens, desde a teoria da intermediação financeira até as atuais contribuições do gerenciamento do risco. Em termos da perspectiva pós-keynesiana, a proposição de Keynes do circuito *finance-investimento-poupança-funding* serve enquanto tipo ideal da ação bancária a bem do financiamento das inversões produtivas.

A conjunção entre (i) como os bancos agem, (ii) como suas operações repercutem sobre a atividade econômica, (iii) a fragilidade financeira em que a economia se encontra e (iii) a atuação ideal do sistema bancário é sumarizada no conceito de funcionalidade do sistema financeiro, elaborada por Studart (1995-96), do qual Paula (2014) se apropria como um noção terminante de seu modelo teórico sobre sistema financeiro, bancos e financiamento da economia:

Um sistema financeiro é funcional para o processo de desenvolvimento quando ele expande o uso de recursos existentes no processo de desenvolvimento econômico com um mínimo aumento possível na fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam deter o processo de crescimento por razões puramente financeiras (Studart, 1995-96 apud Paula, 2014, p. 108)¹.

Para a funcionalidade financeira, é necessário compreender como o arcabouço institucional das economias define o desenho de seus sistemas. Nesse particular, outra contribuição de Paula (2014) é a agregação de análises e aspectos teóricos institucionalistas. Apoiado em Zysman (1983), Paula (2014) denota que as economias criam instituições propícias a, por um lado, formas diretas de captação de recursos pelas empresas via emissões de ações e de títulos de dívida – *capital market-based system*. Por outro lado, algumas economias detêm desenhos institucionais em que os bancos ocupam todas as segmentações do mercado financeiro, sendo, assim, bancos universais em um *credit-based financial system*. Ademais, os dois desenhos institucionais precisam construir mercados secundários que favoreçam a liquidez dos ativos de diversas maturidades e ao mesmo tempo devem inibir que esses mesmos mercados se tornem uma espécie de cassino em que o fetiche da liquidez prevalece em detrimento dos investimentos de longa maturação.

Qual dos dois desenhos institucionais é mais adequado ao financiamento do desenvolvimento? As evidências empíricas são inconclusivas pois ambos os modelos apresentaram resultados favoráveis em países desenvolvidos, e a ausência deles é relevante para o atraso das economias emergentes. O corolário é que o financiamento da economia é essencial para o desenvolvimento, o que chama a atenção para o papel dos bancos não como meros intermediários financeiros, como quer a teoria convencional, mas como criadores de moeda cujas apostas de que haverá expansão econômica têm elevado poder de induzir o crescimento do produto.

Com tal apreensão, Paula (2014) oferece nova contribuição no Capítulo 4, *Sistema Financeiro e o Financiamento da Inovação*. As perspectivas pós-keynesiana e neoschumpeteriana são relacionadas sob os tipos institucionais de Zysman (1983), acima citados, para mostrar a importância do crédito para a inserção de novos paradigmas

(1) Convém destacar que a funcionalidade financeira traz consigo uma dimensão microeconômica, dada pela atividade bancária não permissiva ao alastramento da fragilidade, e uma dimensão macroeconômica, que diz respeito ao cumprimento do circuito *finance-funding*. A interação entre o nível individual e o agregado é uma constante nos argumentos de Paula (2014), o que é pertinente à noção de unidade orgânica cara a Keynes. Para mais, veja Keynes (1972).

tecnológicos e para mudanças incrementais nos padrões já instalados. Toda sorte de dificuldades se coloca às firmas nesse quesito, a ponto de se utilizarem amplamente de autofinanciamento, e, em alguma medida, de recursos públicos, como meio de custear suas rotinas de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D).

A iniciativa privada não criou soluções de mercado para o escasso financiamento à inovação, à exceção dos fundos *Venture Capital*. Entretanto, dadas as especificidades de funcionamento desses fundos sob a lógica do lucro em condições de elevada incerteza da atividade inovadora, eles não são capazes de ofertar grande parte dos montantes requeridos para financiar inovações. Além disso, as empresas inovadoras podem deter apenas ideias novas, sujeitas a elevado grau de falibilidade, o que as impede de oferecer colaterais para a tomada de empréstimos, a não ser que arrisquem parte de seus ativos de capital e de seu patrimônio. Não obstante, tais empresas podem ser apenas sementes (concepção da ideia inovadora) ou *start-ups* (começo da inovação), tendo pouco capital e patrimônio a dispor. Nessa situação, empréstimos serão feitos apenas a elevados juros, inviabilizando o investimento. Em última instância, consoante a perspectiva schumpeteriana, o desenvolvimento econômico tem como fundamento a inovação e, logo, a ausência de fontes perenes e acessíveis de financiamento de P&D é um empecilho ao crescimento do produto, dificultando o *catching up* de diversos países.

Se bem atentarmos-nos, notaremos que Paula (2014) oferece um percurso completo sobre como as economias monetárias podem se desenvolver. Elas não precisam de poupança prévia, mas de criação de moeda. Nesse ínterim, expectativas são fundamentais, tanto as dos empresários produtivos como as dos bancos. Caso as expectativas sejam eufóricas, em ambientes institucionais que permitam excesso de especulação e em que os bancos sejam hábeis para se desviarem, via inovações financeiras, da regulamentação, o *boom* econômico trará fragilidade financeira, crise e recessão. Todavia, se as expectativas forem eufóricas, mas encontrarem uma matriz institucional que imponha regulamentações inibidoras de fragilização excessiva e estimule a expansão sem exageros do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*, o desenvolvimento econômico dar-se-á de forma sustentada, pois será menos propenso a crises endógenas, isto é, causadas por variáveis intrínsecas aos mercados e ao comportamento econômico dos agentes.

Para além, o progresso técnico constrói oportunidades de lucro, algo que estimula a demanda efetiva na forma de investimentos. Dada a tendência à queda da propensão marginal do consumo por conta da expansão constante da renda, inovações tecnológicas estimulam o consumo ao longo do tempo, conferindo ao empresário melhor confiança de que seus investimentos inovadores, por resultarem em bens e serviços diversos daqueles que os consumidores possuem, serão demandados. Logo, o desenvolvimento não deve contar apenas com um sistema financeiro funcional ao investimento já consolidado, mas que também se atenha às ideias inovadoras que sejam, em alguma medida, economicamente viáveis.

Em adição, o modelo pós-keynesiano desenvolvido por Paula (2014) viabiliza a compreensão dos atores e das estratégias que conduziram à crise econômica iniciada em 2007, e serão ingênuos aqueles que acreditam que apenas a crise recente explicará esse modelo. Uma Grande Depressão, e não apenas uma Grande Recessão, pode acontecer novamente, como ocorreu, em menores magnitudes e contágios, nos oitenta anos passados desde 1930. Enquanto a obtenção de lucros individuais, sob incerteza e fragilização financeira, não tiver uma institucionalidade garantida por políticas repressivas de especulações alavancadas, as crises estarão onde a sociedade menos espera: no ápice do crescimento econômico.

Por fim, uma crítica que pode ser levantada ao livro diz respeito à ausência de proposições de política econômica que constituam a institucionalidade necessária à funcionalidade do sistema financeiro, extensiva, inclusive, ao financiamento da inovação. A iniciativa privada não constituirá voluntariamente tal matriz institucional. Pelo contrário, a bem do lucro, ela poderá se elidir das regulamentações, pois cerceiam suas possibilidades de ganho. Resta ao setor público constituir o melhor ambiente de negócios, o que necessariamente inclui um sistema financeiro funcional, e isso será feito por meio de políticas econômicas.

Referências bibliográficas

- KEYNES, J. M. *Essays in biography*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. X. London: Cambridge University Press, 1972.
- MINSKY, H. *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. New York: M. E. Sharpe, 1982.
- _____. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- PAULA, L. F. *Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2014.
- STUDART, R. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995-96.
- ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth*. London: Cornell University Press, 1983.