

*Segunda Edição Revisada*

# ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

*Uma Abordagem Pluralista*

FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA

Fernando Nogueira da Costa

COSTA, Fernando Nogueira da

*Economia Monetária e Financeira:*

*Uma Abordagem Pluralista*

Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2020.

2ª. Edição Revisada. 500p.

1. Teoria da Moeda. 2. Política Monetária.  
3. Instituições Financeiras. 4. Crises Financeiras.  
I. Título.

330  
C837a

*“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.*

*Morría queimado na fogueira.*

*Hoje, é heterodoxo - causa pânico no mercado financeiro.*

*Está 'queimado' para qualquer cargo público”*

*(João Sayad, economista heterodoxo.*

*FSP, 24/10/93).*

## Sumário

APRESENTAÇÃO .....	9
<i>OBSERVAÇÕES PRELIMINARES</i> .....	19
<b>PARTE I FUNDAMENTOS E CONCEITOS BÁSICOS PARA UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA ...</b>	<b>20</b>
<b>CAPÍTULO 1 POSTULADOS DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA.....</b>	<b>21</b>
1.1. <i>Introdução</i> .....	21
1.2. <i>Postulado da Instabilidade da Velocidade da Moeda</i> .....	25
1.3. <i>Postulado da Validação Monetária</i> .....	29
1.4. <i>Postulado da Não-Neutralidade da Moeda</i> .....	34
1.5. <i>Postulado da Oferta da Moeda Endógena</i> .....	40
1.6. <i>Postulado de uma Teoria de Fixação dos Preços</i> .....	45
1.7. <i>MMT: Teoria Moderna da Moeda</i> .....	54
RESUMO .....	61
<i>APÊNDICE: CONTROVÉRSIAS MONETÁRIAS DO SÉCULO XIX</i> .....	65
<b>CAPÍTULO 2 CONCEITO DE DINHEIRO .....</b>	<b>72</b>
2.1. <i>Introdução</i> .....	72
2.2. <i>Formas da Moeda</i> .....	73
2.3. <i>Funções do Dinheiro</i> .....	78
2.4. <i>Criação e Entrada de Moeda na Economia</i> .....	82
2.5. <i>Importância da Moeda para os Pós-keynesianos</i> .....	90
2.6. <i>Polêmica sobre as Propriedades da Moeda</i> .....	94
RESUMO .....	100
<b>PARTE II DEMANDA POR DINHEIRO E PREFERÊNCIA POR LIQUIDEZ .....</b>	<b>101</b>
<b>CAPÍTULO 3 DEMANDA POR DINHEIRO: ESTABILIDADE OU INSTABILIDADE.....</b>	<b>102</b>
3.1. <i>Introdução</i> .....	102
3.2. <i>Questão da Estabilidade da Demanda por Moeda</i> .....	103
3.3. <i>Teoria da Demanda por Moeda Estável em Friedman</i> .....	107
3.4. <i>Motivos da Demanda por Moeda em Keynes</i> .....	111
3.5. <i>Teorias da Seleção da Carteira de Ativos</i> .....	116
3.6. <i>Preferência pela Liquidez segundo Pós-Keynesianos</i> .....	118
RESUMO .....	122
<b>CAPÍTULO 4 TAXA DE JUROS E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ .....</b>	<b>124</b>
4.1. <i>Introdução</i> .....	124

	5
4.2. Teorias da Taxa de Juros .....	127
4.2.1. Teorias Clássicas.....	127
4.2.2. Teoria Neoclássica .....	128
4.2.3. Teoria Keynesiana .....	130
4.2.4. Teoria da Taxa de Juros Exógena .....	133
4.2.5. Teoria da Preferência pela Liquidez reconciliada com a Abordagem da Oferta de Moeda Endógena .....	136
4.3. Preferência pela Liquidez versus Desemprego Permanente .....	139
4.4. Preferência pela Liquidez: Fenômeno Microeconômico .....	143
RESUMO .....	147
<b>PARTE III OFERTA DE MOEDA.....</b>	<b>149</b>
<b>CAPÍTULO 5 DETERMINAÇÃO DA OFERTA MONETÁRIA: EXÓGENA OU ENDÓGENA .....</b>	<b>150</b>
5.1. Introdução .....	150
5.2. Debate entre Exogenistas e Endogenistas .....	150
5.3. Debate sobre Oferta de Moeda Endógena entre Pós-Keynesianos .....	156
5.4. Representações Gráficas da Oferta de Moeda .....	162
5.5. Uma Tentativa de Buscar o Consenso.....	165
RESUMO .....	169
<b>PARTE IV MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIO: EFEITOS SOBRE PRODUTO, EMPREGO E INFLAÇÃO .....</b>	<b>171</b>
<b>CAPÍTULO 6 MECANISMO DE TRANSMISSÃO INDIRETO DE IMPACTOS MONETÁRIOS.....</b>	<b>172</b>
6.1. Introdução .....	172
6.2. Contribuição de Knut Wicksell à Teoria Monetária.....	172
6.3. Processo Cumulativo .....	174
6.3. Reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda .....	179
RESUMO .....	187
<b>CAPÍTULO 7 MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA INTERATIVO E ITERATIVO .....</b>	<b>188</b>
7.1. Introdução .....	188
7.2. Mecanismo de Transmissão Monetário: Interação e Iteração.....	189
7.3. Metodologia .....	192
7.4. Decisões Governamentais .....	196
7.5. Decisões de Crédito .....	199
7.6. Decisões de Fixação de Preços.....	202
7.7. Decisões de Manutenção de Estoques .....	203
7.8. Decisões de Produção .....	204
7.9. Decisões de Investimento .....	205
7.10. Decisões de Gastos .....	208
7.11. Decisões dos Trabalhadores.....	209
7.12. Conclusão.....	213
RESUMO .....	215

<b>CAPÍTULO 8 TEORIAS DE INFLAÇÃO MODERADA, INERCIAL, ACELERADA E HIPERINFLAÇÃO ..</b>	<b>216</b>
8.1. <i>Introdução</i> .....	216
8.2. <i>Estado da Arte na Ortodoxia Teórica</i> .....	217
8.2.1. <i>Teoria Pura dos Preços</i> .....	221
8.2.2. <i>Teoria Monetarista da Inflação</i> .....	224
8.3. <i>Teorias Heterodoxas da Inflação</i> .....	225
8.3.1. <i>Teoria Cepalina: Visão Estruturalista</i> .....	225
8.3.2. <i>Inflação Brasileira segundo Ignácio Rangel</i> .....	226
8.3.3. <i>Debate sobre Inflação no Início dos Anos 80</i> .....	228
8.3.4. <i>Teoria da Inflação Inercial</i> .....	230
8.3.5. <i>Teoria da Inflação Acelerada</i> .....	237
8.3.6. <i>Teoria da Hiperinflação</i> .....	242
8.3.7. <i>Política Heterodoxa de Estabilização</i> .....	245
8.4. <i>Conclusão</i> .....	250
ANEXO .....	251
RESUMO .....	252
<b>PARTE V POLÍTICA MONETÁRIA.....</b>	<b>254</b>
<b>CAPÍTULO 9 CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....</b>	<b>255</b>
9.1. <i>Introdução</i> .....	255
9.2. <i>Controle Geral da Oferta de Moeda como Regra</i> .....	257
9.3. <i>Política Monetário-Creditícia Discricionária</i> .....	263
9.4. <i>Condução da Política Monetária com Credibilidade</i> .....	269
9.5. <i>Independência do Banco Central</i> .....	272
RESUMO .....	278
<b>CAPÍTULO 10 OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA E FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS .</b>	<b>279</b>
10.1. <i>Introdução</i> .....	279
10.2. <i>Mercado de Reservas Bancárias e o Fluxo de Caixa da Economia</i> .....	284
10.2.1. <i>Demanda de Reservas Bancárias</i> .....	289
10.2.2. <i>Oferta de Reservas Bancárias</i> .....	292
10.3. <i>Sinalização da Política Monetária para a Estrutura de Taxas de Juros</i> .....	301
10.3.1. <i>Formação da Taxa de Juros</i> .....	301
10.3.2. <i>Estratégias dos Bancos na Fixação de suas Taxas de Juros</i> .....	303
10.3.3. <i>Fixação da Taxa de Juros Básica</i> .....	307
RESUMO .....	312
<b>CAPÍTULO 11 INSTABILIDADE FINANCEIRA: CICLO DE CRÉDITO .....</b>	<b>315</b>
11.1. <i>Introdução</i> .....	315
11.2. <i>Decisão de Portfólio</i> .....	317
11.3. <i>Posturas Financeiras</i> .....	319
11.4. <i>Processo de “instabilização da estabilidade”</i> .....	323
11.5. <i>Papel do Big Bank e do Big Government no Ciclo de Crédito</i> .....	330
11.6. <i>Hipótese da Instabilidade Financeira em Contexto de Desintermediação Bancária</i> .....	331
RESUMO .....	333

<b>CAPÍTULO 12 CIRCUITO DECISÃO - FINANCE - INVESTIMENTO - RENDA - APLICAÇÕES - FUNDING .</b>	
<b>335</b>	
12.1. <i>Introdução</i> .....	335
12.2. <i>Crítica o Conceito de Poupança</i> .....	336
12.3. <i>Circuito Monetário</i> .....	344
12.4. <i>Finance</i> .....	348
12.5. <i>Funding</i> .....	354
12.6. <i>Conclusão</i> .....	357
<b>RESUMO</b> .....	<b>359</b>
<b>PARTE VII SISTEMA FINANCEIRO.....</b>	<b>361</b>
<b>CAPÍTULO 13 CIRCUITO DE FINANCIAMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA.....</b>	<b>362</b>
13.1. <i>Introdução</i> .....	362
13.2. <i>Antecedente Histórico</i> .....	365
13.3. <i>Relação Bancos-Clientes</i> .....	368
13.3.1. <i>Endividamento das Empresas</i> .....	368
13.3.2. <i>Financiamento bancário</i> .....	373
13.4. <i>Financiamento aos Gastos das Famílias</i> .....	377
13.4.1. <i>Crédito direto ao consumidor</i> .....	377
13.4.2. <i>Factoring</i> .....	378
13.4.3. <i>Leasing</i> .....	379
13.4.4. <i>Financiamento Imobiliário</i> .....	381
13.5. <i>Relação Investidores Institucionais - Mercado de Capitais</i> .....	384
13.5.1. <i>Investidores Institucionais</i> .....	384
13.5.2. <i>Financiamento em Longo Prazo</i> .....	391
13.5.3. <i>Mercado de Capitais</i> .....	395
13.6. <i>Conclusão</i> .....	400
<b>RESUMO</b> .....	<b>404</b>
<b>CAPÍTULO 14 BANCO.....</b>	<b>406</b>
14.1. <i>Introdução</i> .....	406
14.2. <i>Riscos de Intermediários Financeiros</i> .....	407
14.3. <i>Risco de Variações da Taxa de Juro</i> .....	417
14.4. <i>Crise Bancária</i> .....	426
14.5. <i>Estratégias de Ajustamento dos Grupos Bancários</i> .....	430
14.3.1. <i>Redefinição da Inserção nos Mercados: Criação dos Bancos Múltiplos</i> .....	432
14.3.2. <i>Redefinição de Estratégias de Mercado: Segmentação da Clientela</i> .....	435
14.3.3. <i>Redefinição de Estratégias Produtivas: Novos Produtos Financeiros</i> .....	440
14.3.4. <i>Estratégia de Fusões e Aquisições</i> .....	443
14.3.5. <i>Estratégia Internacional</i> .....	447
14.3.6. <i>Estratégia Locacional: Concentração Regional</i> .....	449
14.3.7. <i>Estratégias Trabalhistas e Tecnológicas</i> .....	451
14.6. <i>Bancos Digitais e Fintechs versus Big Five Bancos Brasileiros</i> .....	453
<b>RESUMO</b> .....	<b>459</b>
<b>PARTE VIII GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA .....</b>	<b>462</b>
<b>CAPÍTULO 15 SEQUÊNCIA BOOM-CRASH.....</b>	<b>463</b>

	8
15.1. <i>Introdução</i> .....	463
15.2. <i>Limitações das Previsões Econômicas</i> .....	465
15.3. <i>Bolha Especulativa</i> .....	469
15.4. <i>Globalização Financeira</i> .....	482
15.5. <i>Defesa Especulativa</i> .....	483
15.6. <i>Deflação de Ativos</i> .....	488
15.7. <i>Risco Sistêmico</i> .....	492
<i>RESUMO</i> .....	498
<b>SOBRE O AUTOR</b> .....	<b>500</b>

# 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 Compedium 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 apresentando determinada perspectiva teórica ou ponto de vista e construir suas aulas em torno de um conjunto de ideias 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*

---

<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.

*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.*

**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 250 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, em um 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 onde os *resultados* se tornam *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 ser 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>.

<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.

Por um lado, essa abordagem vai contra a opinião de as instituições monetárias terem mudado tanto a ponto de hoje termos orfandade teórica. Os institucionalistas acham o melhor a fazermos é *contar histórias*. Este é um método de teorizar capaz de juntar 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....

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, visando a refutá-las. O *sucesso em testes sucessivos* marca a *qualidade da teoria*, o que não quer dizer ela ser *verdadeira*, mas apenas *melhor* se comparada às suas concorrentes.

Entre os monetaristas, é hegemônica a *tese da irrelevância das hipóteses*, ou seja, o ponto de vista adotado por Milton Friedman de o *grau de realismo das hipóteses de uma teoria ser irrelevante para sua validade*. De acordo com esse autor, a resolução das polêmicas se dá com o poder de predição de cada teoria. 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 a teoria de “todos os cisnes serem brancos” ser falseável por descobrir um único cisne negro. Contra a teoria prevendo todas as ovelhas serem brancas, a tese *Por uma Teoria Alternativa da Moeda* arrebanha todas as *ovelhas negras* críticas 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 entre si por serem derivadas de um *hard core* comum. Há um núcleo central ou “rígido” composto das crenças comuns compartilhadas pelos seguidores de determinado PPC. O *hard core* é rodeado pelo “cinturão protetor” de teorias testáveis.

**PPC progressivo** é o termo técnico da metodologia de Lakatos para certo PPC cujas formulações sucessivas explicam todos os fatos capazes de *falsearem* 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, se busca se manter sem revisão de suas premissas ou *hard core*.

O PPC da Teoria Alternativa da Moeda, aqui apresentada, 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 a velocidade de circulação da moeda ser constante. Fisher, em 1911, avançou para aceitar a velocidade de circulação refletir 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 adoto, então, o *postulado da instabilidade da velocidade de circulação da moeda*.

O **Postulado da Causalidade** defende a expansão da oferta de moeda estritamente definida (M1) é antecedente (causal) ao aumento de preços. Face à constatação de a inflação provocar *desmonetização* e a estabilização dos preços resultar em *remonetização*, em sentido de determinação inverso, os quantitativistas buscaram a redefinição da oferta de moeda a ser controlada: de M2 para M3 e 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. Valida 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 novos-clássicos ao usarem o argumento de a falha surgir 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 *a moeda ser não-neutra*, afetando as decisões em curto e em longo prazo.

Quanto ao **Postulado da Oferta da Moeda Exógena**, 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 a oferta de moeda *exógena* não ser *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 *moeda ser endógena* 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 a demora total entre uma alteração no crescimento monetário e uma alteração na taxa da inflação atingir, em média, algo em torno de 2 anos. (...) A curto prazo, podendo 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 se, quando é testada, ela aponta uma relação entre duas variáveis (oferta de moeda e nível geral de preços) "longa e variável"? No mínimo, não auto aplicar o "falsificacionismo". Nesse caso, a ciência oficial só é popperiana em retórica, pois sua teoria falseada não é descartada.

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

---

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

A proposição de um PPC - **Programa de Pesquisa Científica** - composto de teorias interconectadas derivadas 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 – capazes de unirem os seguidores de uma Teoria Alternativa da Moeda. É um *hard core* rodeado pelo “cinturão protetor” de teorias capazes de fazer previsões testáveis.

Constitui um PPC *progressivo* por suas formulações sucessivas explicarem todos os fatos capazes de *falsearem* 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 porque ela 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 propositivo da 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*), 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. Possui, também, parte sobre a *arte da política econômica*, isto é, no caso, a operacionalidade da política monetária, realizada pelo Banco Central.

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 uma visão geral. Ela 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 se é exógena ou endógena. Discutiremos se ela 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 Knut 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 das Decisões Práticas*, onde a 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 só 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, optamos por uma revisão mais profunda. Resumimos um conhecimento de Administração Bancária focalizado em avaliação de riscos. Discutimos estratégias dos grupos bancários. Apresentamos inovações financeiras e tecnológicas recentes.

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 sequência *boom-crash*. Ele ocorre reiteradamente 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 emprestador em última instância, que pode resultar em “risco garantido” (*moral hazard*).

**A principal razão para escrever e rever este livro escrito em 1999** é buscar uma recuperação da retórica de ideias *aparentemente vencidas*, desconhecidas ou esquecidas. Tomando emprestado uma expressão usada por Keynes com relação a outro assunto, são *ideias importantes e realistas*.

Elas viveram uma vida dúbia no submundo econômico. É necessário serem *redescobertas* pelas novas gerações de economistas e incorporadas ao ensino básico. Constituem um marco teórico consistente. Na busca de pluralismo teórico, vale a pena o esforço de dar outro passo na luta secular por uma Teoria Alternativa da Moeda.

## **OBSERVAÇÕES PRELIMINARES**

- Os *conceitos-chave*, em livros-texto, normalmente listados ao final de cada capítulo onde são apresentados, aqui estão destacados ao longo do texto, seja através de fontes em negrito, seja através de borda envolvendo o parágrafo.
- Alertamos o *primeiro capítulo*, apesar de seu caráter introdutório, é o mais complexo. Isto porque busca a condensação dos temas de teoria monetária *pura*. Eles serão detalhados nos capítulos em seguida. Optamos por apresentar essa *visão panorâmica*, para dirigir a leitura daquilo 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), estabelecendo 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 conhecimento é *construído* – o que é diferente de ser simplesmente *assimilado* – pelo leitor.
- Para digerir o saber, é necessário ele ser devorado com apetite. O conhecimento forçado sufoca a mente. A *arte de ensinar* é apenas a arte de despertar a curiosidade pelo *sabor do saber*, para depois satisfazê-la. Só nos divertindo 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*

**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 uma instituição ter falido 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 ideias sobre moeda tende a se concentrar sobre as ideias bem-sucedidas ou dominantes. Significa aquelas tidas como precursoras da atual ortodoxia monetária. As ideias críticas alternativas são ignoradas ou esquecidas.

Por que a reação contra essas ideias? Porque os autores contracorrente 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. Seus defensores as acham imediatamente evidentes e as admitem como universalmente verdadeiras sem exigência de demonstração.

---

<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.

O *postulado* é uma proposição não evidente nem demonstrável. É admitido 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>. Esta é uma proposição considerada verdadeira, simplesmente, porque dela se podem deduzir as proposições de uma teoria ou de um sistema lógico.

A **Teoria Quantitativa da Moeda** consiste de um conjunto de proposições inter-relacionadas ou postulados capazes de suportarem a conclusão de quando a quantidade de moeda se torna abundante, seu valor ou poder de compra cai. Conseqüentemente o índice geral de preços das mercadorias eleva-se <sup>8</sup>. Os defensores dessa teoria geralmente postulam suas hipóteses em lugar 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 essa teoria. Estas críticas nunca são mutuamente exclusivas e nem sempre são consistentes entre si. Há alguma sobreposição e algum conflito. Cabe resgatá-las e dar-lhes organicidade em certo corpo abrangente e coerente.

Há, na teoria monetária, confusão entre correlação e causalidade, causa e efeito, identidade e funcionalidade. Isto permite a simples inversão de argumento constituir, muitas vezes, verdadeiro "ovo-de-Colombo", ou então cair em dilema "ovo-e-galinha"...

O **Postulado da Proporcionalidade** da Teoria Quantitativa da Moeda estabelece: dada variação percentual no estoque nominal de moeda resultará em idêntica variação percentual no nível geral dos preços.

<sup>7</sup> COSTA, Fernando N.. Relação Gasto-Liquidez (As Três Tríades). Ensaio de Economia Monetária. SP, Bienal, 1992. p. 22.

<sup>8</sup> 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, Fernando Nogueira da. Introdução e Tradução. Texto Didático de Economia Monetária. Campinas, IE-UNICAMP, 1992.

Sua crítica implica mostrar nem a demanda de encaixe real nem sua contrapartida, a velocidade de circulação da moeda, ambas não são estáveis. Assim, não se produz o *efeito saldo real*. Este justificaria o gasto do “excesso nominal” de moeda, isto é, gastar “o além da conta”, isto é, o padrão habitual de consumo. Deve-se refutar ainda a hipótese dos modelos de equilíbrio da economia. Eles assumem haver sempre a plena 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 canalizado para o nível de preços via um efeito antecedente sobre a demanda de bens.

O **Postulado da Causalidade** da Teoria Quantitativa da Moeda estabelece as variações monetárias precederem e causarem 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** da Teoria Quantitativa da Moeda estabelece, exceto para períodos transitórios de ajustamento, *variações monetárias* não exercerem influência sobre *variáveis econômicas reais*, por exemplo, produto agregado, emprego, preços relativos, etc.

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 a moeda não ser simplesmente um “véu”, obscurecendo os fenômenos realmente importantes. A crítica abandona a pretensa imparcialidade: *a moeda não é neutra e importa sim nas decisões*.

Como corolário da proposição quantitativista de o estoque nominal de moeda ser o fator causal independente governante do nível geral dos preços, o **Postulado da Oferta Monetária Exógena** 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 ela jogar 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 a *neutralidade da moeda* se referir aos *preços relativos* e não ao *nível geral de preços*. Deduz-se, a partir desses Postulados, a **Teoria Monetária do Nível dos Preços**, estabelecendo este nível tender a ser influenciado predominantemente por variações na quantidade da moeda.

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

É possível, então, *elaborar postulados para dedução 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. Este percurso sai da *Escola Bancária* (autores como 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 ideias dessas *Escolas de Pensamento*, através da investigação das obras em teoria monetária de seus principais autores. Eles contribuíram para a elaboração dos postulados dessa **Teoria Alternativa da Moeda**:

1. Postulado da Instabilidade da Velocidade da Moeda,

<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 tradições. Ver COSTA, Fernando Nogueira da. Por uma Teoria Alternativa da Moeda. Campinas, Tese de Livre-docência, 1994.

2. Postulado da Validação Monetária,
3. Postulado da Não-neutralidade da Moeda,
4. Postulado da Oferta Monetária Endógena, e
5. uma Teoria de Fixação dos Preços como contrapartida.

Busca-se o confronto com os citados Postulados da **Teoria Quantitativa da Moeda**, *teoria monetária hegemônica em cursos de formação convencional de economistas*. O objetivo é possibilitar melhor entendimento sobre o papel da moeda e do crédito na economia contemporânea. À guisa de propiciar visão geral do virá a ser detalhado nos próximos capítulos, em seguida será realizado a priori esforço de *síntese* de toda a reflexão.

## 1.2. Postulado da Instabilidade da Velocidade da Moeda

Este postulado contesta a Teoria Quantitativa da Moeda. "Ela 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 de dada variação monetária sobre os preços, *ou vice-versa*, podendo ocorrer variações nos preços sem ocorrerem 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 dado estoque monetário.

Os fatores capazes de afetarem 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 da Moeda, não sendo vista, por uma

---

<sup>10</sup> HUMPHREY; op. cit.; p. 47.

Teoria Alternativa da Moeda, como constante exógena, somente com possibilidade de mudança secular. A velocidade pode variar se os determinantes de sua circulação, retenção ou liberação, influenciados por expectativas, se tornarem 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. Varia segundo os contextos conjunturais.

A questão se relaciona, essencialmente, a problema de custo de oportunidade face às previsões. Esta característica, aplicada aos diferentes meios circulantes, fornece observações diferentes para os vários agentes econômicos.

Ocorre em função de grau de confiança no emissor de títulos financeiros, perda de juros no caso de encaixe (ou de aplicação precoce), situação "alarmante", risco inerente, etc. A quantidade de meio circulante não é certa proporção, fixa ou estável, do conjunto de pagamentos efetuados durante dado período. Esta questão se coloca a propósito da *proporcionalidade dos preços*, postulada pela Teoria Quantitativa da Moeda.

Bom estado de confiança não incita aos agentes econômicos a estarem prevenidos contra o imprevisto. A imprudência leva à perda dos juros resultante da detenção de moeda, durante alguns dias, ser negligenciada. Quando, pelo contrário, advém um período de desconfiança, os investidores tornam-se inseguros e ariscos, acentuando a compra e a venda precoce.

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 monetário por motivo transacional é **a priori** função dos pagamentos correntes. A moeda utilizada para transações é variável passiva. Ela se ajusta ao nível do produto e dos preços, como *sancionadora de decisões*, não sofrendo influência direta dos juros.

Os outros encaixes, diferentemente, dependem da taxa de juros e do estado de confiança. Quando a atividade econômica prospera, a

*preferência pela liquidez* diminui, mas em período de "alarme" ela pode se tornar *absoluta*, ou seja, 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 o meio circulante se depreciando. Na segunda, *para buscar lucros*, há o desejo de trocar moeda por mercadorias com o objetivo de beneficiar-se de esperado crescimento de preços mais adiante.

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

A proposição de **o montante do meio circulante retido variar amplamente, em curto prazo**, equivale a renunciar à Teoria Quantitativa da Moeda, no sentido mais estrito, de a elevação do nível geral dos preços ser necessariamente determinada pela expansão monetária.

O público, ativamente, 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 estimulantes da demanda por dinheiro. A explicação do *encaixe desejado* depende de hipóteses referentes à atitude volátil do público.

Há os *motivos especulativo* e por *precaução*, 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*

---

<sup>11</sup> SCHUMPETER, Joseph A.. História da Análise Econômica. RJ, Ed. Fundo de Cultura, 1964 (original de 1954). Vol. 3, p. 404.

sugerida pela Teoria Quantitativa da Moeda, é o principal legado empírico de Keynes. Quando a taxa de juros é introduzida, no raciocínio, não há a pressuposição de a velocidade ser constante de período a período”<sup>12</sup>.

Em rara 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 a taxa de juros subir. 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, como é no citado caso, a velocidade de circulação da moeda modifica-se de modo correlacionado com a taxa de juros. Em *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. Certa queda na oferta de moeda acomoda a menor solicitação monetária, devido à condição estagnada da produção.

A ideia de **as inovações financeiras contribuírem 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, por exemplo, 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.

---

<sup>12</sup> GOLDFELD, Stephen M.. Demand for Money: Empirical Studies. EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave: Money. London, Macmillan, 1987. p. 132.

Obviamente, a consideração explícita das inovações financeiras é especificação econométrica extremamente difícil à qual os modelos do *mainstream* renunciam.

Finalmente, é importante frisar a velocidade de circulação da moeda se relacionar com a *volição*, ato pelo qual a *vontade* determina a causa última da demanda por moeda, ao invés de com algo aparentemente, à primeira vista, *acidental ou arbitrário* como 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 Monetária**

Os defensores da doutrina do *real bills*, no século XIX, apontaram: "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. Se a oferta monetária for o *resultado* e não a *causa* das variações no gasto, renda e preços, segue-se as variações monetárias não poderem 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 os passivos em depósitos nunca serem excessivos se bancos restringem seus ativos remunerados aos *títulos reais*. Estes poupança são títulos de dívida direta sacados de certo credor para o devedor com valor em processo de criação, obtendo como colateral garantias reais da produção, do consumo ou do patrimônio.

O desconto desses títulos genuínos comporta em si sua própria limitação. Além disso, faz com o meio circulante expandir e contrair,

---

<sup>13</sup> HUMPHREY; op. cit.; p. 47/8.

*elasticamente*, se a produção e o comércio se expandirem ou se contraírem.

Se um banco se limitasse a este tipo de negócios, não poderia, realmente, elevar seus empréstimos por conta própria, ou melhor, além da conta, porque as mercadorias precisariam primeiramente ser *produzidas e vendidas*. Nesse caso, os empréstimos por descontos de títulos comerciais não elevariam 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 de o controle monetário, geral e não seletivo, não ser instrumento eficaz para estabilizar preços. Isto porque a oferta da moeda depende do fluxo de gasto monetário e, então, é *resultado* e não a *causa* das variações dos preços.

Essencialmente, essa teoria é a seguinte: se, por um lado, as mercadorias podem ser compradas sem o uso da própria moeda (definida estritamente), através do crédito, e se, por outro lado, a moeda não precisa tornar-se toda ativa – caso seja entesourada, realmente ela é inexistente quanto 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 apenas caso haja demanda por ela.** A circulação ativa é dependente da efetivação da renda nominal.

A *causalidade* direciona-se então 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.

Isso não significa a prudência bancária não ser requerida: certamente é. Mas qualquer excesso de moeda acaba retornando ao sistema bancário, via o *princípio do refluxo*. Os agentes econômicos ou

depositam-na novamente, ou liquidam passivos, ou, se ela estiver se depreciando, demandam títulos e/ou outras moedas estrangeiras.

É necessário, em consequência, adotar teoria "não estritamente monetária" dos preços, explicando o movimento destes a partir de decisões microeconômicas descentralizadas, descoordenadas e desinformadas a priori. A moeda entra na explicação não como *causadora*, mas simplesmente para *validar (ou não) a operação*.

O *valor do dinheiro* é variável dependente, porque seu *poder de compra* depende do preço daquilo pelo qual pode ser trocado. Se os preços estão baixos, o dinheiro compra montante elevado de outras coisas, tendo grande valor; se os preços estão altos, compra 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 problema meramente monetário. Pelo contrário, a circulação monetária depende dos preços. Em Teoria Alternativa da Moeda, a moeda apresenta-se como *validadora* (ou *sancionadora*) social das decisões privadas<sup>15</sup>.

Constitui-se em prova de demanda social pelas mercadorias particulares, produzidas, conseqüentemente, com emprego de trabalho *aceito socialmente*. A moeda, portanto, estabelece certa *regra de coerência social*, sinalizando a distribuição de trabalho atender 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, por exemplo, o ouro, exercem influência mútua e adquirem seus respectivos valores de troca, precisamente, mediante o processo de troca.

---

<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> WICKSELL, Knut. Lições de Economia Política. SP, Nova Cultural, 1986 (original de 1911). p. 248.

Desperdiça-se trabalho, quando se ultrapassa o montante de tempo de trabalho socialmente necessário. O produtor recebe o *valor aceito pelo mercado* daquilo produzido. Esta idéia está de acordo com o **postulado da validação monetária**, onde o valor do dinheiro é o seu poder de compra, ou seja, é determinado pelo nível geral dos preços, explicado não pela Teoria Quantitativa da Moeda, mas sim por Teoria Alternativa dos Preços.

No entanto, algumas teorias de *preços administrados* colocam ênfase somente em 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, frequentemente, o dinheiro como massa amorfa infinitamente elástica ou plástica.

Ela se adapta por si mesma, sem pressionar o nível dos preços, sendo completamente passiva quanto ao mecanismo de preços, enquanto estes se regulam unicamente por circunstâncias capazes de afetarem aos ofertantes das próprias mercadorias.

Há o hábito de verificar *ex-post* o sistema de crédito contemporâneo sempre satisfazer à demanda efetiva de meios de troca por parte da sociedade. Daí não se concebe a posse de moeda pelo comprador influir sobre os preços em termos de sua capacidade de *sancioná-los*. Isto muda o sentido direcional da influência moeda-preço.

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

Ao *explicar preços por preços*, há risco dessas teorias de preços administrados pelos ofertantes caírem em *raciocínio circular*. Sua única fuga lógica possível é, arbitrariamente, utilizar alguma instituição exógena, escolhida entre autoridades monetárias, oligopólios, sindicatos, etc. Ela colocaria obstáculo ao "o livre jogo de mercado".

Quanto aos preços finais dos bens, existe também relação essencial entre os bens e o dinheiro. Ela não pode ser explicada, satisfatoriamente, sem se referir a este último.

De acordo com um dos postulados da Teoria Alternativa de Moeda, é necessária a ideia de **moeda sancionadora**, para os aumentos relativos de preços, decididos por oligopólios, se efetivarem nominalmente *ex-post*.

O efeito da expansão da quantidade de moeda em circulação sobre os preços não é explicado satisfatoriamente se não se reorienta por *teoria dos preços em termos monetários*. Ela exige a *contextualização da decisão de gasto*: quem adquire a oferta de moeda circulante, o que decide fazer com ela (gastar ou aplicar), e qual é 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 em lugar de uma 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 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 em *Teoria Geral dos Preços*, alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda. Quando se abandona esta última teoria, a determinação dos preços ocorre fora do modelo de maneira *exógena*. Supõe-se os preços cobrirem os custos com certa margem de lucro estável. O modelo se converte em *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 em mercado de preços fixos. A Macroeconomia não se priva desse meio de ajuste das decisões tomadas no “nível microeconômico”.

<sup>17</sup> SCHUMPETER; op. cit.; p. 414.

<sup>18</sup> HICKS, John. *Methods of Dynamic Economics*. Oxford, Oxford University Press, 1985. Cap. VIII.

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

Trata-se de 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 capaz de não a sancionar. 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, em situação de maior retenção ociosa de dinheiro por motivo de precaução ou especulativo, a taxa de juros deve estar relativamente alta. Nesta circunstância, perceber-se-á, como contrapartida da validação das decisões através de pagamentos monetários, a elevação da velocidade de circulação da moeda demandada por motivo transacional.

#### **1.4. Postulado da Não-Neutralidade da Moeda**

Segundo Humphrey, "keynesianos modernos argumentam a Teoria Quantitativa da Moeda ser inválida porque assume haver tendência automática ao pleno emprego. Se existem recursos desempregados e excesso de capacidade, certa expansão monetária, se afeta a taxa de juros, pode produzir crescimento no produto acima do crescimento nos preços. Variações monetárias podem ter *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, algum setor com pleno emprego impede outros alcançarem também a plena utilização da capacidade produtiva. Mas, em vez da adoção dessa

---

<sup>19</sup> HUMPHREY; op. cit.; p. 47.

explicação em termos de *déficit* de oferta agregada, alguns teóricos pós-keynesianos apelam para explicação alternativa para o desemprego, em termos de *déficit* da demanda agregada, devido à preferência pela liquidez.

A moeda pode ser algo mais além de ser somente um *véu*, constituindo *fenômeno real*. Eventual preferência por liquidez leva ao diferimento dos gastos e à não aceitação dos preços desejados e/ou oferecidos pelos vendedores. Com as reações posteriores, observa-se a moeda ser **não-neutra**, pois afeta as decisões e as motivações.

Em Teoria Alternativa da Moeda, os fatores monetários não ativam *diretamente* os gastos: não há *efeito saldo real*, tal como propõe a Teoria Quantitativa da Moeda. Na realidade, *a causalidade é inversa*: a oferta de moeda 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 wickselliana através de a oferta agregada e a demanda agregada, desequilibrados entre si em função de desajuste-reajuste 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 entre bancos e 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 feita por Wicksell da Teoria Quantitativa da Moeda foi, na realidade, sua destruição lógica.

Pela interpretação alternativa, a relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços se produz através do mercado de crédito via aumento ou diminuição da taxa de juros. Esta, 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, de acordo com essa argumentação heterodoxa, reduzida à reação de tipo secundário (*indireta*), podendo ser compensada por distintas causas. Além disso, é influenciada pelas próprias 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 certa 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 diferencial entre a *taxa esperada de lucro* sobre o investimento de capital e a *taxa de juros de mercado* e com 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, em economia de mercado descentralizada, existem muitos sujeitos econômicos, há muitos planos distintos em ação. A interdependência estratégica desses planos resulta em 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 se modificarem os planos dos agentes.

No caso de demanda insatisfeita, não podendo ser substituída, a única alternativa para o dinheiro não gasto é entesourá-lo ou aplicá-lo, para o futuro. O resultado é o mesmo se derivado de eventual aumento da preferência pela liquidez: o vendedor fica com estoques não pretendidos; 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. São produzidos bens, mas não são vendidos. Os fundos investidos nesses bens se arriscam a perder. Isto significa o produtor ficar com um passivo (ou obrigação) contra o qual não obteve correspondente retorno monetário no ativo. Esta dívida passiva não liquidada dos produtores não é assumida voluntariamente, mas sim a partir de *renda esperada não confirmada*.

Qualquer agente econômico nesse estado de “desequilíbrio” de balanço, equilíbrio pensado não como trajetória real, mas sim como padrão de referência idealizado, toma medidas para corrigi-lo. Daí a necessidade de *análise sequencial dinâmica* dos efeitos dessa 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 ideia é os bancos afetarem as decisões, variando a *liquidez geral* através do movimento da taxa de juros. A capacidade de tomar empréstimos de determinada empresa depende de ela 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 a produção e as 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 aumento na quantidade de moeda demandada. Se *sancionada* por crédito, há correspondente acréscimo nas contas correntes bancárias e, portanto, no estoque nominal de moeda.

Também elevações no volume do produto, mesmo com custos permanecendo estáveis, similarmente, requerem acréscimo nos empréstimos bancários para financiar o maior valor dos bens em processo (ou em estoques), até as maiores receitas de vendas cobrirem 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 resultante. 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 fixados em curto prazo.

Nesse caso, a capacidade das autoridades monetárias restringirem o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras, indiretamente, variando as taxas de juros em curto prazo, é limitada.

No **curto prazo**, isto é, em *período de mercado*, principalmente em situação de excesso involuntário de estoques, a demanda de crédito aparece amplamente como insensível às variações dos custos de juros.

No **médio prazo**, ou seja, *período de produção*, tal processo, cumulativamente, reverte expectativas, leva à suspensão de decisões de produção, férias coletivas, dispensa de empregados.

No **longo prazo**, dito *período de investimento*, o aumento da capacidade ociosa provoca adiamento de decisões de investimento, recessão e desemprego (ver **fluxograma**).

Desde quando 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 de maneira endógena*.

Em geral, a Autoridade Monetária somente fixa, *de maneira exógena*, a taxa de juros em curto prazo, levando em conta o nível geral dos preços, o nível de emprego, o grau de fragilidade financeira, a relação câmbio-juros, etc. Define, então, se estará disposta a oferecer Assistência Financeira de Liquidez a bancos ou a pagar por (ou remunerar) títulos de dívida pública. Mas o estoque nominal de moeda, em si próprio, não é variável controlada diretamente.

Pode ser argumentado, *teoricamente*, ser 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.

Essa recusa em "sancionar a inflação", via oferta monetária, tem limites inclusive políticos. São colocados pela forte reação social à maior volatilidade nas taxas de juros e à consequente instabilidade econômico-financeira.

## MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA

<b>PERÍODO</b>	P	Preços fixados <i>ex-ante</i> = f( <i>mark-up</i> desejado)
<b>DE</b>	D	Validação monetária = f(motivos para demanda por moeda) => velocidade de circulação da moeda variável
<b>MERCADO</b>	Ve	Vendas realizadas => <i>mark-up</i> efetivo
<b>PERÍODO</b>	VE	Variação de estoques = f(faixa desejada)
<b>DE</b>	Y	Produção = f(decisão de curto prazo)
<b>PRODUÇÃO</b>	N	Nível de emprego
<b>PERÍODO DE INVESTIMENTO</b>	Y / K	Grau de utilização de capacidade produtiva
	K / K	Investimento = f(decisão de longo prazo)

### 1.5. Postulado da Oferta da Moeda Endógena

A chamada doutrina da *necessidade do comércio*, no século XIX, argumentava, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, a oferta de moeda ser variável *endógena*. Ela 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, premissa da Teoria Quantitativa da Moeda.

"Uma implicação dessas doutrinas, aplicadas ao padrão monetário contemporâneo, é variações monetárias não poderem 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 meio de pagamento, é diferente de todos os outros bens. É possível fazer analogia entre *oferta endógena de moeda bancária* e *produção sob encomenda*<sup>21</sup>.

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

<sup>21</sup> MOORE, Basil. Has the demand for money been mislaid? A reply to "has Moore become too horizontal?". JPKE. Vol. 14, n. 1, Fall 1991. pp. 125-133.

Para todos os bens produzidos *para mercado*, a 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, por definição, é determinada pela demanda.

A própria emissão primária pelo governo pode ser vista como uma entrada de moeda na economia via contratos. No caso, efetuados 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 porque *sancionar* preços inflacionados. O problema estaria, então, 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 de bens e serviços) e financeiras (empréstimos, financiamentos e investimentos em bolsas). A moeda estrangeira recebida pelo país depende 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 da Moeda se interpreta, equivocadamente, esse fenômeno como "excesso de dinheiro", pressionar a inflação. Para evitar isso acontecer, o Banco Central venderia títulos. Neste caso, aumentaria a dívida pública.

Na verdade, quando esse aumento é de *liquidez real*, contrapartida de atos de compra-e-venda, ele pressupõe a produção dos bens e serviços. Ele não é inflacionário se não ocorrer em situação de pleno emprego, isto é, sem capacidade de aumento físico da quantidade. Ele é sim uma acomodação da demanda por encaixes reais adicionais, surgida do crescimento da renda dos setores exportadores.

A entrada de dinheiro para operação bursátil ou com títulos financeiros pode ser vista também como estabelecida por negociação

contratual. Nas operações de *open market*, por exemplo, tratam-se de contratos de dívida indireta, baseada em títulos com apoio na dívida pública interfinanceira. A simples existência de *liquidez financeira* não determina gastos, seja em consumo, seja em investimento. Pelo contrário, estes gastos 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 alguma 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", no caso, os bancos. Não se pode ter oferta dela independentemente de sua demanda.

Os bancos, assim como todos os produtores *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, enfim, mudarem 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 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, embora *perecível* quando não é demandado, *infinitamente durável* enquanto for demandado.

Quando a moeda creditícia não é demandada, contratos de empréstimos serão pagos e a oferta efetivamente cairá, pela *lei do refluxo*. Mas enquanto for demandada para transações, ou para atender necessidades de liquidez, por motivo de precaução ou especulativo, a moeda é infinitamente durável.

---

<sup>22</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. Relação Gasto-Liquidez (As Três Tríades). Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. Cap. 1, p. 42/3. **tb.** ZINI, Álvaro. Moeda Indexada e Governo Collor. **in** FARO, C. (org.). Plano Collor: Avaliações e Perspectivas. RJ, LTC, 1990. pp. 9-15.

É importante reafirmar *o significado da moeda endógena* não é no sentido de os Bancos Centrais serem impotentes, ou passivos, ou deverem necessariamente acomodar a criação de moeda pelos bancos comerciais. Diz respeito a mais exatamente seu instrumento-chave de controle monetário ser o *preço*, isto é, *a taxa de juros em curto prazo*, e não a *quantidade* de moeda <sup>23</sup>.

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. Eles aceitam (ou não) pagar aquela taxa de juros. Isto fica mais clarividente com a adoção do regime de meta em inflação, quando a autoridade monetária opera a política monetária apenas via taxa de juros.

Na *Teoria da Oferta da Moeda Endógena*, argumenta-se não haver a alternativa de restringir *diretamente* a oferta de moeda a dada taxa de juros. A real opção (*ex-ante*) de política monetária é oferecer reservas a determinada taxa de juros, discricionariamente elevada. Assim, ela racionaliza, *indiretamente*, a disponibilidade de reservas. Então, a fixação da taxa de juros é *causa*; o controle de reservas é *consequência*.

É necessário analisar as variáveis econômicas, de maneira dinâmica, ao longo do tempo, e não em 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. O empréstimo cria depósitos (moeda), fenômeno precedente, temporalmente, à captação de reservas bancárias.

O banco cobra certa *taxa de empréstimo* com *spread* desejado acima da *taxa de captação* do mercado. Essa diferença lhe dá expectativa de conseguir pagar o suficiente para adquirir o "dinheiro comprado", *ex-post*, e constituir reserva do empréstimo concedido *ex-ante*.

<sup>23</sup> MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press, 1988.

A relação entre a taxa *de redesconto* e a *de mercado* é fundamental para a decisão do banco a respeito se deve recorrer ao mercado a varejo, ao atacado, ao interbancário ou ao Banco Central. Se este eleva, *de maneira exógena*, a taxa de redesconto acima da taxa de empréstimo, esta tende posteriormente a reagir.

Essa posterior alta pode desestimular a demanda de crédito, se a relação entre o custo de serviço da dívida e o rendimento esperado induzir expectativa de aumento da *fragilidade financeira* do agente demandante. O risco do credor e o do tomador, ou seja, a prudência no endividamento face ao ganho esperado, ambos serão reavaliados. A resultante poderá ser não o refinanciamento, mas sim 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 em modelo de equilíbrio geral neoclássico.

Desaparece a política dita "monetarista", advogada por Milton Friedman e seguidores, com meta de controle sobre algum agregado monetário, para se adotar política monetária realista. O Banco Central tem o poder de anunciar certa meta para a taxa de juros em curto prazo. Ela sinaliza sua atuação para moldar a demanda por moeda na direção desejada.

A *oferta da moeda endógena* compreende também a *administração de passivos* pelos bancos, como 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 relação custo/benefício favorável, via passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no Banco Central. Significa custo não remunerado.

Para o público não-bancário, a vantagem é dispor de ativo facilmente transformável de *recedor 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 de reservas bancárias, regulando o desejo do mercado por dinheiro *indiretamente*.

Se as autoridades monetárias realmente fixam taxa de juros, no curto prazo, então o estoque de moeda torna-se *variável endógena*, embora várias análises acadêmicas da determinação da taxa de juros assumam as Autoridades Monetárias fixarem, *de maneira exógena*, o nível do estoque monetário. Os acadêmicos desatualizados ainda se baseiam na Teoria Quantitativa da Moeda.

Dada a extremamente inelástica demanda por reservas, qualquer tentativa de as Autoridades Monetárias determinarem o nível da quantidade de reservas, em vez do nível da *taxa de juros básica*, provocará drásticas variações, em curtíssimo prazo, nas voláteis *taxas de juros de mercado*.

Exemplos práticos mostram ser inconsistente e não sustentável qualquer política em busca da estabilidade monetária com aperto *quantitativo* para controle monetário. Ocorre a indesejada volatilidade nas taxas de juros, em curto prazo, de acordo com as variações, ocorridas a cada momento, do saldo líquido entre saídas e entradas no fluxo de caixa do sistema bancário. Dificulta, extremamente, o estabelecimento de certa referência para a taxa de juro nos contratos financeiros.

## **1.6. Postulado de uma Teoria de Fixação dos Preços**

“Um grande número de críticos, tanto modernos quanto antigos, têm sustentado, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, uma injeção monetária não poder sempre ser considerada como estimulante dos gastos e daí 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, isto é, 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 cuja situação não pode haver excesso de oferta de moeda de modo

a transbordar 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 o poder na estrutura de mercado, com a liquidez própria e com a elasticidade da demanda do 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 da economia de mercado contemporânea não afetam as empresas oligopolistas primordialmente por meio dos *preços* de seus produtos, mas sim mediante variações nas *quantidades* demandadas. Em condições de concorrência oligopolista, 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 certo preço, com margem de lucro sobre os custos unitários de produção mantido, apesar de alterações na demanda. A empresa absorve estas variações por meio de ajuste de estoques ou de utilização da capacidade produtiva.

Por isso, 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 adiamentos na data de entrega dos pedidos.

Todas essas situações se caracterizam por certa *rigidez dos preços* ou das margens de lucro (*mark-up*) diante de alterações na demanda.

---

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

<sup>25</sup> OCAMPO, José A.. De Keynes al Análisis Poskeynesiano. in OCAMPO (selecion). *Economía Poskeynesiana*. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1988. p. 18.

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 flexíveis*.

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

A característica fundamental desses mercados oligopolistas é a fixação dos preços com base em margem de lucro sobre os custos primários de produção com 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 próprios para 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 leva em conta a demanda de fundos para investimento da empresa não-financeira e sua relação com a margem de lucro.

Steindl <sup>27</sup> mostra a interação destes dois fatores em contexto dinâmico e a relação estabelecida entre eles como reflexo do caráter dos lucros como fundos para acumulação.

---

<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).

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, dinamicamente, para proporcionar, no longo prazo, adequados recursos próprios para autofinanciamento.

Deve-se destacar, no mercado financeiro, não serem comparáveis os fundos *internos* e *externos* disponíveis para a empresa não-financeira, pois eles são substitutos imperfeitos. Tanto do ponto de vista do credor como do devedor existe um *risco crescente* enquanto 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 maneira muito distinta da esperada pela teoria tradicional. O que se requer, logicamente, é *construir teoria alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda* capaz de explicar porque os preços das empresas oligopolistas aumentam com frequência ao longo do tempo de maneira quase insensível às condições da demanda agregada.

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

Essa Teoria Monetária dos Preços não se refere aos *preços relativos*. Estes podem ser afetados diretamente por empresas com poder de mercado diferenciado.

Porém, esses monopólios ou oligopólios, sob o risco de redução da demanda em longo prazo, tratam de obter seus lucros reduzindo os

---

<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 Fijación de Precios y la Decisión de Inversion. *Kyklos*. Vol. 39, 1976. Todos com extratos publicados em OCAMPO; op. cit..

custos fixos, fazendo os preços abaixarem ao invés de subirem. O relativo barateamento de certo grupo de mercadorias, devido a melhores condições de produção, ou seja, aumento de produtividade, não é repassado via descenso equivalente em seu *preço nominal* ou *preço absoluto*. Simplesmente, esse grupo não acompanha, caso ocorra, os aumentos dos preços em todas as outras 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 tenta cortar alguns custos variáveis, mas repassa certa proporção do aumento do custo unitário para os preços, buscando manter a massa de lucros para satisfazer seus acionistas.

Esse comportamento de aumento de preços de seus produtos acima do índice geral de preços de todos os bens e serviços só é possível em função do poder de manipulação de mercado por parte dos oligopólios. Devido à concorrência, o setor competitivo não é capaz de elevar seus preços em dimensão similar à da elevação do oligopolista, conduzindo isso à deterioração desfavorável dos seus *preços relativos*.

Uma **Teoria da Fixação dos Preços**, alternativa à ortodoxa **Teoria Monetária dos Preços**, contra argumenta as variações não-monetárias induzidas nos preços de algumas mercadorias não serem contrabalançadas por mudanças iguais e contrárias nos preços de outras. Dessa maneira, *a alteração de preços relativos efetivados pelos oligopólios afeta a média ponderada do índice geral de preços*.

A Teoria Quantitativa da Moeda argumenta: caso ocorra redução significativa da quantidade de moeda, para manter o mesmo nível de produção e emprego de quando a quantidade de moeda era maior, é necessário obter redução generalizada de todos os 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 se tornaria suficiente para atender a atividade econômica.

O problema é, em economia de mercado *não-coordenada*, com poderes de mercado diferenciados, não haver garantia de todos participarem 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 em uma economia capitalista faz com os preços e os salários tornarem-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 ação voluntária de cada agente econômico diminuir preços, a depressão só pode ser evitada se a quantidade de moeda se elevar ou se a velocidade de circulação da moeda aumentar.

Com inflação, basta algum vendedor deixar de aumentar seu preço por algum tempo para ocorrer sua redução relativamente aos demais. Consequentemente, 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 não compensatórias entre preços relativos se transformam em fator de pressão inflacionária. A dispersão afeta a média ponderada das elevações de todos os preços.

O **nível geral dos preços** é uma média ponderada de certo conjunto de preços, por exemplo, dos produtos da cesta básica de consumo das famílias distribuídas por faixas 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.

Em economia com *rigidez de preços nominais*, para baixo, evidentemente, qualquer *alteração de preços relativos* só poderá ocorrer com a conseqüente *elevação do nível médio de preços*, ou seja, com *inflação*. Se esta inflação requerida para alteração de preços relativos não for *sancionada* por política de acomodação passiva da quantidade de moeda, haverá *depressão*, ou seja, decisões de corte na produção e no emprego.

---

<sup>29</sup> LOPES, Francisco. O Desafio da Hiperinflação. RJ, Campus, 1989. p. 30.

Teóricos da *inflação inercial* distinguem diferentes fatores atuantes sobre o crescimento persistente dos preços <sup>30</sup>. *Fatores aceleradores* da inflação, isto é, aumento da margem de lucros ou de salários acima da produtividade, estão ligados a *variações de preços relativos* iniciadores do processo. *Fatores mantenedores* do patamar de inflação, ou seja, 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, se alimentam através do conflito distributivo resultante. *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 *variável endógena* do sistema.

Como *fator sancionador* da inflação, o aumento da quantidade de moeda assume, para os teóricos da inflação inercial, em postura crítica à Teoria Quantitativa da Moeda, o caráter mais de *consequência* em lugar de *causa* da inflação. Na *inflação inercial*, a moeda permanece passiva, com sua quantidade aumentando de maneira correlacionada com a alta geral dos preços.

É importante acentuar a taxa de juros básica, fixada *de maneira exógena* pelo Banco Central, de acordo com 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 em venda a prazo.

Nesta *formação do preço a prazo*, o empresário leva 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 de juro mercantil e obter receita operacional menor do que poderia receber de receita financeira.

Evidentemente, a possibilidade de considerar esse custo de oportunidade e alcançar esse *mark-up desejado* depende de poder de

---

<sup>30</sup> BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y.. Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação. Revista de Economia Política 13. Vol. 4, n 1, jan/mar 1984. pp. 5-21.

mercado, nível dos estoques e posição de liquidez da empresa. Tudo isso para manter o preço estabelecido até o *mark-up* ser efetivado.

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

Por fim, cabe o alerta: a **Teoria Alternativa dos Preços** consiste na fundamentação *microeconômica* para certa **Teoria da Inflação**, mas não se equivale à esta. Em nível menos abstrato, essa teorização do aumento processual de preços pertence ao plano da *teoria aplicada*, levando em conta as instituições existentes para explicar o processo generalizado de remarcação de preços. Ela apresenta a fundamentação *macroeconômica* na análise desse processo.

Em processo inflacionário, com perda da confiança na *moeda nacional* como unidade de conta, constitui ação racional, no nível das decisões microeconômicas, substituí-la por alguma outra instituição como *indexador* ou mesmo por *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 variam de modo proporcional à variação da média ponderada, a relação entre todos permanece fixa. Quando ocorrem alterações dos preços relativos, há aumento permanente da taxa de inflação. Na ausência desses choques, a inflação parece estabilizar-se em certo 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 *acelerador***: 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.

Em economia indexada, há distintos setores onde cada qual utiliza-se de um desses indexadores, para fixar seus preços, elevando a dispersão de preços relativos. O resultado desse **processo de fixação de preços** é, além da *margem de lucro* sobre custos históricos, os oligopólios incorporarem certa *margem de segurança*, para cobrir o risco de erro na antecipação de custos esperados, em espécie de *indexação ex-ante*.

Esta antecipação da inflação esperada constitui processo cumulativo ou "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 o **processo de dolarização dos preços**.

Daí a necessidade da **âncora**, elemento coordenador dos preços, de modo a proporcionar certa previsibilidade para aumentos futuros. Com abertura comercial e reservas cambiais suficientes, impor preços cotados em nova "moeda", dolarizada e ancorada em câmbio fixo, são

<sup>31</sup> SALAMA, Pierre & VALIER, Jacques. A Economia em Decomposição: Ensaio sobre Hiperinflação. RJ, Nobel, 1992. p. 141.

reduzidas as chamadas variações de preços relativos, possibilitando alinhamento mais rápido com os preços internacionais. Mas este tema serve apenas como exemplo do campo das implicações práticas da aplicação da Teoria Alternativa da Moeda.

### **1.7. MMT: Teoria Moderna da Moeda**

A Teoria Moderna da Moeda (MMT) é analiticamente correta, mas, como todas as teorias, tem suas limitações. Não é tão genérica a ponto de ser classificada como uma “Teoria Geral”, válida em todos os tempos, isto é, fases distintas dos ciclos, e os lugares.

L. Randall Wray expôs essas ideias pós-keynesianas no livro “*Modern Monetary Theory*”. Elas são resumidas nos seguintes pontos fundamentais.

Primeiro, impostos impõem o uso da moeda emitida pelo Estado nacional por seus cidadãos. Com ela pagam também todos os contratos com trabalhadores, fornecedores, credores, etc. em transações domésticas.

A moeda escritural multiplicada pelos bancos – a forma predominante de dinheiro nas economias financeiras – é um substituto imperfeito do dinheiro soberano emitido por conta do gasto público. Ela é imperfeita porque os bancos podem perder a liquidez, ao sofrerem corridas bancárias, ou ficar insolventes em sua capacidade de honrar os passivos de terceiros. Para não ficarem inadimplentes e sofrerem bancarotas, dependem do Banco Central como emprestador em última instância.

Segundo, o maior multiplicador da disponibilidade de moeda é a alavancagem da rentabilidade propiciada pela concessão e tomada de empréstimos, corrigida pelo risco. Ela se eleva em surtos de alavancagem, bolha e auge. Diminui na baixa do ciclo de endividamento com depressão, desalavancagem, fase de “empurrando corda” até a normalização. Nesse processo deflacionário ou de desinflar, a inflação permanece baixa.

Terceiro, todos os gastos governamentais tomam a forma de créditos do Banco Central para reservas bancárias privadas, com os

bancos receptores creditando as contas de depósito dos destinatários dos gastos do governo. Praticamente todos os pagamentos de impostos assumem a forma de débitos do Banco Central em reservas bancárias privadas, com os bancos privados debitando depósitos dos contribuintes. Embora seja possível pagar impostos usando papel-moeda, raramente é feito.

Isso confunde economistas ortodoxos fiscalistas/contabilistas. Argumentam o governo não poder gastar mais moeda além de certo ponto. Acreditam o governo necessitar arrecadar receitas fiscais antes de gastar. O passo anterior seria o recebimento de impostos pelo Tesouro na forma de um débito na conta do contribuinte e um crédito na conta do Tesouro no Banco Central. Essencialmente, a opinião deles é os bancos privados intermediarem o dinheiro para o governo gastar.

Quando a MMT explica o governo realmente gastar creditando as reservas de um banco privado, os críticos objetam isso ser verdade apenas porque a MMT consolida o Tesouro e o Banco Central. Depois, exaltam as virtudes da independência do Banco Central e alertam essa consolidação ser o caminho para a hiperinflação como no Zimbábue. A independência do Banco Central é louvada para ele poder “simplesmente dizer não” aos gastos do Tesouro.

Para simplificar o argumento da MMT, o Tesouro Nacional tem garantia de créditos em sua Conta Única no Banco Central: uma simples manutenção de registros contábeis das operações entre ambos. Ela é debitada quando créditos se dirigirem às contas de reservas dos bancos privados, cujos clientes são destinatários dos gastos do Tesouro. Se for projetado os créditos do Tesouro ficarem aquém dos débitos, logo se leiloará títulos de dívida pública a bancos revendedores [*dealers*] prontos para fazer lances.

O Banco Central, por sua vez, fornecerá reservas conforme necessário para garantir os títulos vendidos no mercado de emissão não exercer pressão temporária nas taxas *overnight*, dificultando colocar o juro de mercado no nível da meta de juro anunciada. À medida que os títulos são vendidos, a Conta Única vai sendo creditada.

Um quarto ponto, segundo a MMT, é apenas “a inflação verdadeira” fixar limites ao gasto governamental. Mas, se essa inflação

surgir por excesso de demanda além da capacidade produtiva, o governo tem a possibilidade de elevação dos impostos.

Finalmente, o motivo para o Estado se endividar é fazer a administração da demanda agregada por meio da alteração das taxas de juros ou do fornecimento de reservas aos bancos. Durante um período de demanda privada pessimista, com desaceleração profunda da economia, um governo soberano tem de agir para contrabalançar os efeitos recessivos da desalavancagem financeira privada. Pode gastar a fim de sustentar a demanda durante Grande Depressão, quando o afrouxamento monetário não provoca inflação.

A prática dedutível da MMT não é sempre válida. Por exemplo, não cabe aplicá-la – e não se sabe logo – quando se está no “pleno emprego”. A demanda excedente pode existir em alguns países ou setores (produtores de bens intermediários) e a demanda ser deficiente em outros (produtores de bens finais) para a plena ocupação da capacidade produtiva. Não se sabe, precisamente, quando a inflação é “verdadeira”.

Se provocar inflação, surge o *risco de eutanásia do rentista*. Os investidores observam se a Autoridade Monetária está tolerante com uma extrema depreciação da moeda nacional. Eles tenderão, nesse caso, a abandoná-la em favor de algum outro ativo, em especial o dólar (padrão de compra internacional), levando ao seu colapso, à disparada dos preços internos dos ativos cotados em dólares, e a um surto especulativo da demanda por imóveis. Se não à hiperinflação, pode levar a um regime de inflação alta.

A economia de mercado oscila entre grandes picos de inflação e profundos vales de desemprego. Não se pode depender apenas da demanda do setor privado, por conta de sua *ciclotimia*: forma de alienação mental mais ou menos grave, caracterizada pela alternância entre períodos de super-excitação e de depressão melancólica. Vive entre surtos de *boom* e *crashes* altamente destrutivos.

O erro oposto é depender demais da demanda puxada pelo governo. Ela pode gerar surtos de crescimento nas vésperas de eleições e de freadas para arrumação destrutivas no início de mandatos.

Economistas enfrentam o dilema entre *regras ou arbítrio*, ou então, entre obtusidade e sagacidade.

“A moeda acompanha a evolução da atividade econômica e da riqueza. No jargão da economia, diz-se a moeda ser endógena, criada e destruída enquanto a atividade econômica e a riqueza financeira se expandem ou se contraem. A moeda é essencialmente uma unidade de referência para a contabilização de ativos e passivos. Sua expansão ou contração é consequência, e não causa, do nível da atividade econômica”. Esta é a tese defendida por Lara Resende no seu livro “*Juros, Moeda e Ortodoxia*”, publicado em 2017. Já tinha sido exposta na primeira edição deste livro, publicada em 1999, em uma tradição secular de crítica à Teoria Quantitativa da Moeda.

Também o autor deste livro está de acordo com Lara Resende (e ambos concordamos com Keynes): “moeda e impostos são indissociáveis”. Mas não vai ao ponto de dizer: “a moeda é um título de dívida do Estado que serve para cancelar dívidas tributárias. Como todos os agentes na economia têm ativos e passivos com o Estado, a moeda se transforma na unidade de contabilização de todos os demais ativos e passivos na economia. A aceitação da moeda decorre do fato de que ela pode ser usada para quitar impostos”.

Moeda é um ativo monetário por definição oficial (legal) e daí detém o imediato poder liberatório de dívidas. Isso não significa moeda ser um título de dívida pública, porque o endividamento envolve um prazo de vencimento, enquanto a moeda é plenamente líquida, ou seja, é um meio de pagamento de dívida – e não a própria dívida.

“O segundo pilar é um corolário do primeiro: dado que a moeda é uma unidade de conta, um índice oficial de ativos e passivos, o governo que a emite não tem restrição financeira. O Estado nacional que controla a sua moeda não tem necessidade de levantar fundos para se financiar, pois ao efetuar pagamentos, automática e obrigatoriamente, cria moeda, assim como ao receber pagamentos, também de maneira automática e obrigatória, destrói moeda”. A pressão de Lara Resende para o Estado brasileiro investir é positiva, mas sob argumento a meu ver equivocado: como a emissão monetária não tivesse nenhum outro impacto, por exemplo, sobre mercado de câmbio.

Discordo da premissa de o governo, emissor da moeda oficial, não ter nenhuma restrição financeira a não ser a “inflação verdadeira”, isto é, o esgotamento da capacidade produtiva. Ela tem de ser demonstrada.

Há três maneiras do Estado se financiar quando tem uma restrição orçamentária: aumentando a arrecadação tributária, lançando títulos de dívida pública ou efetuando pagamentos com emissão monetária. Isto caso a Casa da Moeda não for subordinada ao Banco Central e essa Autoridade Monetária não ter independência do Poder Executivo.

Sem demonstrar sua premissa, Lara Resende já a pressupõe como uma verdade indiscutível. Parte então para afirmar: “como não precisa respeitar uma restrição financeira, a única razão macroeconômica para o governo cobrar impostos é reduzir a despesa do setor privado e abrir espaço para os seus gastos, sem pressionar a capacidade de oferta da economia”.

Ele sugere a política fiscal, assim como a política monetária, ser apenas uma política de controle da demanda agregada para evitar o pleno emprego inflacionário. Não destaca seu papel em combate à desigualdade de renda e riqueza ao adotar uma política contra a *estagdesigualdade*.

Para tanto, é necessária uma reforma tributária para uma estrutura progressiva, onde se arrecada dos mais ricos para efetuar políticas públicas favoráveis aos mais pobres. Além disso, governo investe para ocupar “o vácuo” deixado pelos gastos privados, em caso de expectativas negativas predominarem, senão a economia entra em queda livre. Dá um arranque para retomada do crescimento econômico.

“O governo não tem restrição financeira, mas é obrigado a respeitar a restrição da realidade, sob pena de pressionar a capacidade instalada, provocar desequilíbrios internos e externos e criar pressões inflacionárias”, diz Lara Resende.

Este é um consenso na profissão (e não uma “Nova Macroeconomia”): a “inflação verdadeira” surge com a plena ocupação da capacidade produtiva, seja pelo uso no limite de máquinas e equipamentos instalados, seja pelo pleno emprego da mão-de-obra e da matéria-prima disponível.

“O terceiro pilar é a constatação de o Banco Central fixar a taxa de juros básica da economia, determinante do custo da dívida pública. Desde os anos 1990, sabe-se os bancos centrais não controlarem a quantidade de moeda, nenhum dos chamados agregados monetários, mas sim a taxa de juros. O principal instrumento disponível ao Banco Central para o controle da demanda agregada é a taxa básica de juros”, continua Lara Resende.

Isso é dito pela heterodoxia desde o debate com os monetaristas nos anos 50 do século XX. É a crítica contumaz ao controle monetário geral, quando se usa como único instrumento de política econômica em curto prazo a programação monetária. O novo-classicismo aceitou essa ponderação e passou a dar ênfase ao “estado de confiança na independência do Banco Central” – leia-se: sua capacidade de provocar uma brutal recessão punitiva a quem duvidar de sua credibilidade de entregar a meta de inflação. Então, saiu de moda o monetarismo e sua programação monetária.

“O quarto pilar é a constatação de uma taxa de juros da dívida inferior à taxa de crescimento da economia ter duas implicações importantes. A primeira é a relação dívida/PIB decrescer a partir do momento quando o déficit primário (exclui os juros da dívida) for eliminado, sem necessidade de qualquer aumento da carga tributária. Portanto, se a taxa de juros, controlada pelo Banco Central, for fixada sempre abaixo da taxa de crescimento, a dívida pública irá decrescer, sem custo fiscal, a partir do momento em que o déficit primário for eliminado”, acrescenta Lara Resende.

Ele diz este ser “um resultado trivial e mais robusto do aparente”. Ora, eu diria ser apenas um resultado matemático, se o denominador (PIB nominal) crescer em ritmo superior ao da taxa de juro remuneradora dos títulos de dívida pública, registrados no numerador, logicamente a relação dívida/PIB cairá. Essa aritmética qualquer economista tem a obrigação de entender, porém, mais uma vez, os neoliberais abominam planejar uma retomada do crescimento econômico, pois receiam uma intervenção governamental em O Mercado e optam ideologicamente por cortar gastos sociais. Vale-tudo pela liberdade do mercado.

“A segunda implicação, tecnicamente mais sofisticada, é ser possível aumentar o bem-estar de todos em relação ao equilíbrio competitivo através do endividamento público”, conforme Lara Resende.

Sem dúvida, a Teoria da Fragilidade Financeira elaborada pelo pós-keynesiano Hyman Minsky, desde os anos 70, mostra como um “fato-da-vida” capitalista *a alavancagem financeira*. O grau de endividamento só se torna um risco sistêmico quando todos os devedores abandonam a posição defensiva (“protegida ou hedgeada”), mesmo se for de maneira involuntária, e pelas interações com os demais agentes econômicos passam para a posição especulativa e ameaçam alcançar a posição Ponzi, ou seja, de inadimplência à espera de negociação de um refinanciamento.

“Sobre esses quatro pilares, acrescenta-se o que foi aprendido sobre a inflação nas últimas três décadas. Ao contrário do que se acreditou por muito tempo, a moeda não provoca inflação. Inflação é essencialmente questão de expectativas, porque expectativas de inflação provocam inflação. As expectativas se formam das maneiras mais diversas, dependem das circunstâncias, e os economistas não têm ideias precisas sobre como são formadas”, conclui Lara Resende com um pensamento circular: “expectativas de inflação provocam inflação”.

Logo, se não há expectativas de inflação, ele não aponta a causa da inflação existente.

## 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 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 simples identidade contábil para economia monetária: relaciona o *fluxo circular da moeda* (lado esquerdo), em dada economia, durante específico período, ao *fluxo circular de bens* (lado direito).
4. Pode-se destacar as variáveis *nível geral de preços* e *preços relativos*:

$$M^{s_n} \cdot V = P_1 \cdot \sum_i P_i / P_1 \cdot Q_i \text{ onde:}$$

$M^{s_n}$  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  $M^{s_n}$  determinar unicamente  $P_1$  são necessários os postulados da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Para  $PQ$  (necessidades econômicas) determine  $M^{s_n}$  (endógena com  $V$  estável) são necessários

postulados da Teoria Alternativa da Moeda (TAM). Comparo-os no Quadro abaixo.

<b>POSTULADOS DA TQM:</b>	<b>POSTULADOS DA TAM:</b>
<p><b>Postulado da Proporcionalidade:</b> o nível geral de preços é proporcional à oferta de moeda se sua velocidade de circulação for constante e a demanda por moeda transacional se manter conforme o padrão estável de gastos para atender necessidades básicas, não se influenciando pela taxa de juros.</p>	<p><b>Postulado da Velocidade Variável:</b> a decisão do agente econômico em ativar moeda ociosa ou fazer inovações financeiras gera <i>instabilidade</i> da velocidade de circulação da moeda; logo, ela oscila de acordo com a acomodação da oferta monetária às variações de transações, afetadas pela volatilidade da taxa de juro.</p>
<p><b>Postulado da Causalidade:</b> a expansão monetária altera o nível geral de preços se a <i>demanda real de moeda</i> for determinada pela quantidade demandada em volume de bens e serviços e, daí, pelo <i>efeito saldo real</i>, ao ultrapassar essa demanda real será uma <i>oferta de moeda excedentária</i>, só elevando os preços.</p>	<p><b>Postulado da Validação:</b> a elevação do nível geral de preços exige uma validação monetária; só então o <i>mark-up</i> será efetivado, ou seja, a decisão de gasto se depara com a preferência pela liquidez do comprador; a variação inflacionária provoca variações na demanda por moeda, expressas por <i>desmonetização</i> ou <i>remonetização</i>.</p>

<p><b>Postulado da Neutralidade da Moeda:</b> a oferta de moeda <i>não</i> determina elevação das transações em <i>longo prazo</i>; a moeda é não-neutra em <i>curto prazo</i>, devido à ilusão monetária provocada por oferta de moeda inesperada.</p>	<p><b>Postulado da Não-Neutralidade da Moeda:</b> o mecanismo de transmissão é <i>indireto</i>: a oferta monetária se correlaciona com a taxa de juro e esta afeta as transações via custo de crédito ou custo de oportunidade; haverá mecanismo de transmissão <i>direto</i> apenas no caso de diferimento de gastos por motivo de retenção de moeda <i>inativa</i>.</p>
<p><b>Postulado da Oferta da Moeda Exógena:</b> variações da oferta da moeda não se correlacionam com variações da demanda real por moeda por causa de seus fatores determinantes <i>independentes</i>: a oferta é função de reserva de ouro, reserva cambial, ou de decisões da Autoridade Monetária, enquanto a <i>demanda</i> é função da taxa de inflação, renda permanente, rendimentos de outros ativos, capital humano, atributo da liquidez; por isso, uma variação nominal da oferta da moeda acima dessa demanda perturba o equilíbrio pré-existente.</p>	<p><b>Postulado da Oferta da Moeda Endógena:</b> não há oferta de crédito efetiva sem haver demanda por crédito, esta só <i>efetiva</i> uma oferta de crédito via <i>contratação</i>; é dependente da relação entre risco do <i>credor</i> e risco do <i>devedor</i>; logo, oferta de moeda <i>efetivamente em circulação</i> e demanda por crédito são <i>interdependentes</i> através de uma relação de débito e crédito.</p>

**Postulado de uma Teoria Monetária dos Preços:**

a oferta monetária *não* determina variações de preços relativos *em longo prazo*, somente determina variação no nível geral dos preços.

**Postulado de uma Teoria de Fixação de Preços:**

variações de *mark-up* provoca uma dispersão de preços relativos com determinados *preços rígidos* para baixo; logo, há variações do nível geral de preços se variações na demanda nominal por moeda forem sancionadas por variações na oferta monetária.

## **APÊNDICE: CONTROVÉRSIAS MONETÁRIAS DO SÉCULO XIX**

Para concluir este capítulo, é útil apresentar 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 na virada para o século XIX. Elas 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 fase de *inflação*. A partir de então, com falências bancárias e consequente destruição de notas bancárias, aconteceu *deflação*, agravada com o retorno à conversibilidade.

Os defensores da convertibilidade em ouro eram críticos do Banco da Inglaterra. Ficaram conhecidos como "*bulhionistas*". Mas Laidler alerta ser 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.

---

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

<sup>33</sup> LAIDLER, David. The Bullionist Controversy. EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave. London, Macmillan, 1989. p. 60.

A análise desenvolvida durante o curso da *controvérsia metalista* teve de resolver problemas fundamentais, na teoria monetária, assim como enfrentar questões políticas contemporâneas. Por ter lidado com a primeira dessas tarefas com sucesso a controvérsia se tornou 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 da explanação *monetária* em favor da *não monetária* do distúrbio econômico.

a) os crescimentos nos preços do ouro e do câmbio externo eram devidos a 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 em excesso a oferta de moeda justificaria 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, ou seja, não especulativos.

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

d) o **critério *real bills*** asseguraria o volume de moeda circulante se adaptar 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, com os empréstimos pagos e as vendas realizadas.

Em Teoria Alternativa da Moeda, mantém-se as noções contra a Teoria Quantitativa da Moeda:

- 1) distúrbios econômicos derivam de *causas não-monetárias* e 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 os debates sobre moeda e bancos, na Inglaterra, entre 1821 e 1844, estarem 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 Central.

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 duas razões:

- 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, por exemplo, aumento autônomo na renda salarial, estrangulamento da produção, inelasticidades de algumas ofertas, 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 da Moeda segundo a qual a moeda aparecia como variável *independente* ou *exógena*: o estoque de moeda e crédito era variável *dependente, endógena e determinada pela demanda*, ou seja, o *efeito, não a causa* das variações de preços.

Contrariamente à alegação de o canal de influência ocorrer da moeda para os preços, a *Banking School* argumentou o *canal de causação ocorrer em direção oposta*. Portanto, 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* ou acomodadiço.

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

1. *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* da 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 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 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. há dificuldade de fazer inequívoca distinção entre moeda e quase-moedas.
2. falta de efetividade na tentativa política de estabilizar preços via controle do estoque de moeda, em sistema financeiro capaz de 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 qualquer 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 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 Monetária é você falar sobre dinheiro mesmo não tendo nenhum."*

### **2.1. Introdução**

Neste capítulo se faz a apresentação de conceitos básicos necessários para o entendimento das teorias monetárias. Normalmente, a introdução ao estudo da moeda constitui o primeiro capítulo de livro-texto. Mas, aqui, nossa opção foi dar, inicialmente, 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 deste livro por este capítulo e, ao final da Parte IV, ler o capítulo 1 sobre os *Postulados da Teoria Quantitativa da Moeda e de uma Teoria Alternativa da Moeda*.

Nosso objetivo será fazer 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 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 crítica construtiva à visão convencional, sugerindo certa 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 determinante do seu poder de compra, isto é, sua aceitabilidade mercantil, constituem problema analítico, para a teoria monetária. Não se trata, simplesmente, de “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 fosse alguma mercadoria a mais, escolhida segundo *critério de comodidade e/ou segurança por sistema econômico auto-regulável*, sem a arbitrária intervenção estatal. Essa imagem idílica escamoteia a violência da história monetária. A soberania do Estado nacional tem dois pilares básicos:

1. o *poder militar*, dado pelo monopólio oficial da violência, e
2. 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*, em que a lei não é a do mercado, mas sim a do mais forte, quanto de *aceitação mercantil*, ou seja, 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 de *o 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. O Estado impõe uma moeda de curso forçado para os cidadãos pagarem impostos com ela e, por isso, receberem serviços públicos.

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*, ter praticamente se concluído durante a Grande Depressão dos anos 30 do século XX. Houve a progressiva percepção de a reconversão ao lastro, isto é, às reservas bancárias, não era solicitada por todos clientes bancários ao mesmo tempo. Bastava reter uma reserva fracionária de modo a conceder crédito baseado no lastro restante.

Por isso, ocorreu a constituição do sistema bancário com ação monetário-creditícia. Para ele se considerar com base na confiança, era necessária a construção de arcabouço institucional de modo a propiciar o uso generalizado de cheques (ordens de transferência dos depósitos bancários) como as câmaras de compensações e os redescontos em casos de iliquidez, entre outras instituições financeiras urbanas.

O avanço na tecnologia da informação através da revolução computacional começa a alterar as formas como as trocas se realizam nas economias contemporâneas. O papel-moeda e mesmo os talões de cheques 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 ao usar um sistema de pagamentos instantâneos. A tendência é o progressivo lançamento do Pagamento Eletrônico em Moeda Digital (DCEP) em todos os países.

Na aparência física, os cartões inteligentes ou *smart cards* são semelhantes a qualquer cartão de crédito, mas possuem duas grandes diferenças: uma, tecnológica, porque neles está embutido *chip*. Ele pode armazenar múltiplas vezes os dados de cartão magnético comum. Outra, funcional, sendo cartões “pré-pagos”, ou seja, “carregados” como dinheiro eletrônico comprado com moeda tradicional, constituem uma carteira segura.

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, inclusive por aproximação de celulares ou leituras de QR Code. 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.

Espera-se, em todo mundo, o lançamento de um programa *Cashless*, descrito como uma iniciativa para transformar cada país em uma economia digital, sem papel e sem dinheiro vivo. Os agentes econômicos podem arquivar moeda eletrônica, desde o banco ou outros emissores, no computador pessoal ou em alguma “carteira eletrônica” no celular. Qualquer dispositivo do tamanho da mão pode ser usado para armazenar e transmitir essa moeda.

Por um lado, essa moeda eletrônica é mais conveniente e flexível, permitindo, por exemplo, compras pela Internet, com custo menor e velocidade e privacidade maiores em lugar da moeda convencional. Por outro, a expansão descontrolada dos sistemas de moeda eletrônica tipo *criptomoeda* 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*. Esta *seigniorage*, geralmente, é recolhida pelo governo do país. Em circunstância que vigorar 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 recolhida pelo governo em virtude do seu monopólio na emissão monetária, ou seja, em função do poder de compra da moeda colocado em circulação em determinado período. Ela é medida pelo *custo de oportunidade incorrido caso 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 detentores da 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. O ritmo da inflação o determina.

Por exemplo, o governo "arrecada" imposto inflacionário, durante regime de alta inflação, quando faz contingenciamento na liberação das verbas públicas comprometidas com as despesas estabelecidas no Orçamento da União, só as liberando ao final do prazo legal,

geralmente, 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*, por exemplo, quando a taxa de inflação é zero, *não há imposto inflacionário*. Porém, 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 <i>aceitação geral – legal e social</i> –, para desempenhar todas suas funções clássicas.</li> </ul>

A principal mensagem desejada transmitir é: *"todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro"*. Um ativo com o atributo de plena liquidez tal como a moeda oficial atende à condição necessária, porém não suficiente, para ser dinheiro. Para tanto, a moeda tem de cumprir, simultaneamente, todas as três funções básicas: reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento. Só o dinheiro as 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, cuja aquisição é a meta da fuga de capitais. O dólar cumpre a função de reserva de valor e até unidade conta, mas tem de ser convertido na moeda de curso forçado para fazer os pagamentos contratuais oficial e juridicamente.

### **2.3. Funções do Dinheiro**

Vamos enumerar todas as funções do dinheiro. Porém, alertamos as três primeiras serem conhecidas como as “funções clássicas” indispensáveis, embutindo as demais.

<p>São <b>funções básicas do dinheiro</b>:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. de <b>intermediária de trocas</b> ou meio de circulação;</li> <li>2. de <b>medida de valor</b> ou denominador comum das relações de troca ou, então, unidade de conta de contratos;</li> <li>3. de <b>reserva de valor</b> ou poder de compra entesourado;</li> <li>4. <b>liberatória</b> ou poder de saldar dívidas, liquidar débitos ou livrar de situação passiva;</li> <li>5. de <b>padrão de pagamentos diferidos</b> ou promessa de pagamentos;</li> <li>6. de <b>instrumento de poder econômico</b> que dá capacidade de comando das decisões.</li> </ol>
---

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

Segundo a abordagem da **teoria neo-ricardiana**, não existe o conceito de *entesouramento* em economia aberta, onde vigora sistema de livre arbitragem internacional. Quando a quantidade de ouro supera a necessidade das trocas, nem o entesouramento do excesso do metal resolve o problema do aumento dos preços das mercadorias e

conseqüente queda de seu valor relativo, isto é, o *preço de mercado* do ouro.

A solução, em situação de ampla disseminação e interdependência do padrão-ouro entre os países, seria fundir a moeda metálica cunhada e exportá-la enquanto ouro em barra. Uma alternativa era importar mercadorias dos países onde ela possuísse 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.

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* era mero signo do ouro, assim como o *depósito bancário* seria simplesmente um meio de substituir dinheiro, inclusive o papel-moeda. Os *meios de pagamentos contemporâneos*, papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, liberariam a circulação capitalista dos entraves impostos pela produção de equivalente geral. Eram, portanto, *signos de valor* referenciado ao do *dinheiro-mercadoria universal*, no século XIX e parte do XX, o ouro.

Tinham a circulação regulada, em última instância, pelas necessidades do *dinheiro metálico*: se o Estado emitisse quantidade excessiva de papel-moeda em relação à quantidade de ouro, considerado *equivalente geral*, o qual deveria representar, à semelhança da Teoria Quantitativa da Moeda, o papel-moeda se desvalorizaria. a alta de preços absorveria o excedente emitido. Portanto, cairia sua quantidade *real*.

A teoria monetária marxista padece, portanto, de certa dualidade. Marx é anti-quantitativista, quando o padrão-monetário é *metalista*. Mas se torna quantitativista, quando analisa um sistema de pagamento com característica *papelista*.

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

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

O *valor do ouro*, dado na produção e na venda inicial, não oscila quando varia a quantidade de ouro em circulação. Esta é função do nível de preços e do volume de transações, sendo inversamente proporcional à velocidade de circulação da moeda. O restante excessivo, simplesmente, fica entesourado.

Não faria sentido *entesourar papel-moeda*, segundo a Teoria Monetária marxista, porque não considerava o papel-moeda uma representação de mercadoria. Portanto, não possuiria substância para ser instrumento de entesouramento. Possui tão somente valor de face e não valor intrínseco em termos de trabalho objetivado. Logo, seria risco entesourá-lo, pois ele se desvalorizaria 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 abstrato neoclássico, com atomismo, preços flexíveis, informações perfeitas, inclusive acerca do futuro, e com "leiloeiro" (metáfora walrasiana) capaz de assegurar o equilíbrio por tateio, simultaneamente, em todos os mercados, seria irracional manter o dinheiro como reserva de valor. Isto enquanto houvesse outros ativos financeiros capazes de proporcionar alguma rentabilidade positiva. Haveria, então, um custo de oportunidade.

O defeito congênito das teorias monetárias originárias do modelo de equilíbrio geral walrasiano, por exemplo, a versão IS-LM da síntese keynesiano-neoclássica e o monetarismo, é, verdadeiramente, nelas a moeda é uma adição não essencial à análise. Não se encontra papel real para a moeda, porque essas teorias idealizam um modelo de troca perfeito, como fosse escambo, isto é, troca direta entre mercadorias.

O dinheiro exerce apenas sua função de unidade de conta ou numerário. Ele só atuaria como reserva de valor caso houvesse incerteza. Seria meio de pagamento se houvesse diferimento. Como a noção de equilíbrio geral requer pré-conciliação das escolhas, os agentes não diferem as decisões de acordo com esse modelo.

A *Lei dos Mercados*, elaborada por Jean-Baptiste Say, constitui pilar básico de toda tradição neoclássica. Ela leva a acreditar em economia *auto regulável*.

A **Lei de Say** estabelece: *a oferta cria sua própria demanda*. O valor adicionado na produção cria a renda para a aquisição dos produtos gerados. Haveria um equilíbrio econômico se os intermediários financeiros canalizassem exatamente a poupança *ex-ante* para o investimento de modo a manter a demanda agregada igual à oferta agregada. A soma dos valores de todas as mercadorias produzidas seria equivalente à soma dos valores de todas as mercadorias compradas.

Em economia monetária e financeira, evidentemente, 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 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**, importa sim, em economia de mercado, *é não ser possível decidir a priori o que se ganha, mas apenas o que se gasta*. Assim, 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 veracidade da Lei de Say, sugestiva da igualdade final 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 capaz de permitir o adiamento da escolha. Ela é um meio de se adiar decisões. Se adiadas, elas não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros.

Keynes (1936, cap. 17) afirmou as propriedades essenciais da moeda serem:

1. primeiro, *a elasticidade de produção nula ou insignificante*: o ativo monetário não poderia reproduzir-se, mediante o emprego de trabalho, em resposta a aumento da demanda por dinheiro;
2. segundo, *a elasticidade de substituição nula ou insignificante* entre os ativos plenamente líquidos e os bens capazes de se reproduzirem facilmente mediante o emprego de trabalho.

Dessa forma, logicamente, a demanda por dinheiro correlaciona-se com desemprego. Na abordagem de Keynes, como os bens duráveis, cuja produção emprega mão-de-obra, não são líquidos. Porque não têm mercados secundários, organizados por algum *market-maker*, eles não são substitutos para o dinheiro.

Deduz, então, a Lei de Say ser inaplicável e o desemprego involuntário ser possível. Utiliza-se da metáfora "moeda não cresce em árvores", então, não pode ser plantado em resposta à demanda. Desde quando moeda não é produzível pelo emprego de trabalho no setor privado, quando se 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 tal como o 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 ou “prestamista final”.

O banqueiro seria, nessa visão ortodoxa, mero agente intermediário a realizar o empréstimo de fato por conta do público. Ele coleta “poupança” de inúmeros pequenos mananciais, a fim de torná-la disponível para o investimento. O banco, nessa concepção convencional, existe por mera divisão de trabalho. 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” quando, absolutamente, não a têm.

O momento de maior triunfo do professor de Economia Monetária, segundo James Tobin, economista keynesiano laureado pelo Prêmio Nobel de Economia, é o da exposição da múltipla criação de depósitos bancários pelo crédito bancário. É quando critica o argumento dos banqueiros de eles não criarem moeda, por conta da escala de seus ativos estar limitada pelo montante de 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 recolhimentos compulsórios. Os bancos comerciais têm de fazer depósitos compulsórios de parte dos depósitos à vista, para esse multiplicador não “ir ao infinito”, caso não houvesse também saque de papel-moeda.

Tobin conclui a lição alertando aos economistas incautos: não se deve estabelecer o crédito bancário sobre o *modelo dos fundos existentes*.

É mais correto dizer: *empréstimos criam depósitos*. O sistema bancário cria depósitos em seus atos de emprestar. É equivocado afirmar, como fazem os banqueiros, “os bancos emprestam somente os

depósitos entregues à sua guarda". Esta *Teoria dos Empréstimos por Conta dos Outros* adota o individualismo metodológico, mas é falseável.

Na realidade, enquanto os depositantes prosseguem gastando, e pagando com cheque, como se tivessem conservado aquele dinheiro depositado em seu poder, da mesma forma, os mutuários gastam "o mesmo dinheiro e ao mesmo tempo". Os bancos concedem 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 com aparência de um *campus* universitário, baixaram das alturas para indagar onde estavam. Um professor circulava por lá. Questionado, ele prontamente respondeu: – Vocês estão dentro de um balão! Um dos balonistas comenta com o outro: – Aposto ele ser professor de Economia: a informação é perfeita, mas é completamente inútil... Para confirmar, perguntou ao sujeito. Este responde afirmativamente e retruca: – Garanto vocês serem banqueiros! – Mas como você adivinhou? – Porque vocês têm um excelente ponto de vista, mas não sabem onde estão!

O **multiplicador monetário** é fenômeno peculiar ao dinheiro e sem analogia no mundo das mercadorias. Determinado *depósito*, embora legalmente seja apenas um direito sobre moeda de curso legal, atende a limites muito mais amplos em lugar da própria *moeda* originária do ciclo de endividamento.

Quando o *tomador* gasta seu crédito, não há garantia de o dinheiro permanecer no *banco* *emprestador*. 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 fazendo novos depósitos no mesmo valor ou investidores adquirindo outros ativos fora do circuito monetário-creditício. O fenômeno *sistêmico*, em síntese, *expõe como 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:

$$k = MP / BM \Rightarrow MP = k \cdot BM =$$

f(forma pela qual os bancos criam moeda).

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

Por essa fórmula, fica explícito os meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista) dependerem 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* provoca redução do multiplicador, porque os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais resultariam, nesse caso, em um *valor menor de depósitos*, por causa da conversão de depósitos à vista em papel-moeda, isto é, saques.
- *aumento na razão reservas / meios de pagamento* provoca também redução do multiplicador, porque haverá queda do montante de novos empréstimos se o sistema bancário não puder conceder o mesmo montante a partir do depósito inicial do crédito na conta corrente do devedor, devido ao recolhimento compulsório de fração deles e à consequente *redução dos novos depósitos subsequentes*.

Deduz-se também, embora o Banco Central tenha grande influência sobre a oferta de moeda, ele *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 monetário se a taxa de câmbio for fixa e/ou se houver movimentação livre de capital.

Ele tem controle relativamente 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, ele não pode controlar diretamente a razão reservas / depósitos. Esta depende da administração de passivos realizada pelos bancos, submetida às inovações financeiras.

A autoridade monetária tem controle ainda menor sobre a razão papel-moeda em poder do público / meios de pagamento. Esta depende de comportamento flexível do público não-bancário.

A explicação esquemática convencional destaca dois aspectos. A alteração dos meios de pagamentos depende ou de *mudança na base monetária*, isto é, 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.

De um lado, está a preferência do público quanto ao tipo de moeda para uso generalizado, se moeda *manual* ou moeda *escritural*.

De outro, está seu comportamento em relação ao uso do sistema bancário. O *grau de confiança* neste é fator determinante do montante de reservas a ser realizadas pelos bancos voluntariamente.

Portanto, deve-se criticar o *automatismo do modelo tradicional de multiplicador*, onde não cabem incerteza e problemas conjunturais.

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

Os empréstimos são decididos não só em função do *spread bancário*., Esta é a diferença 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**. Estas são produtos financeiros novos não contemplados por regulamentações.

As "quase-moedas" surgidas, com custo e tempo desprezíveis para conversão de "recedoras 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 frequente da Assistência Financeira de Liquidez propiciada pelo Banco Central. Este os "pune" com o custo e a fiscalização sobre a motivação de solicitação contínua.

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:

- haver **criação**, quando o setor bancário compra haveres não-monetários do público não-bancário, pagando-os com haveres monetários, seja moeda manual, seja moeda escritural;
- inversamente, haver **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**: 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, cuja administração fica por conta da **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 à variação positiva do estoque de moeda estrangeira, contabilizado como *reservas internacionais*. Esta é convertida em moeda nacional. Nesse caso, o Banco Central “compra” mais dólares em vez de “vender”. 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 cambiais e base monetária.

As **operações de câmbio** são transações nas quais o Banco Central compra ou vende ativos em moeda estrangeira. As operações ocorrem com *taxa de câmbio fixa* ou *flexível*. Esta pode ser controlada, quando não se permite a *flutuação limpa* 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 certa cotação oficial, mantida estável pelo Banco Central de acordo com a disponibilidade das reservas internacionais.

Essas operações de câmbio, em economia aberta, têm resultado direto sobre o montante da base monetária. Logo, a compra de divisa estrangeira é fator *expansionista* da base monetária, e a venda, fator *contracionista*.

A **operação de esterilização** é manobra padrão, através do uso de 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**, provocadas por **OC** e/ou **OBC**, podem ser compensadas por **OTN**.

### ORÇAMENTO MONETÁRIO DA AUTORIDADE MONETÁRIA

Aplicações	Recursos
<b>OC</b> (operações cambiais em função das variações das reservas internacionais, devido 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 a 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 abstrata de Keynes supõe, em contraste com a Teoria Quantitativa da Moeda, a moeda desempenhar papel próprio como ativo plenamente líquido, afetando motivações e decisões. Estabelece, então, o conceito de *Economia Monetária*, com a *não-neutralidade da moeda*.

<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.

Nessa abstração da economia, variáveis monetárias afetam não apenas a forma das decisões, mas sua própria natureza.

Pode-se sumarizar os argumentos encontrados em vários escritos de Davidson<sup>36</sup>, a respeito de *por qual razão 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, ou seja, mantém certo acervo de poder geral de compra.

Davidson deduz desse conceito a existência de contratos em termos monetários ser essencial para o fenômeno do dinheiro. "Só poderá desenvolver-se uma teoria monetária séria quando 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:

1. a entrega e os pagamentos *imediatos* [**spot contracts** ou contratos à vista];
2. a entrega e os pagamentos *futuros* [**forward contracts** ou contratos a prazo].

O tempo econômico impede tudo ocorrer de imediato. A produção requer tempo e, portanto, em economia orientada para o mercado, a maioria das transações produtivas, ao longo de determinada 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,

<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> DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); cap. 13 (*Why Money Matters: Lessons from a Half-century of Monetary Theory*. JPKE 1, 1978), p. 229.

*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 a inflação ser fenômeno monetário só tem sentido lógico em economia de mercado 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 para a realização de pagamentos e entregas de imediato (*spot*), de modo só poderem se vender, nesse caso, acervos pré-existentes. Há alternativa de pagamentos e entregas em data futura específica, de maneira poder serem realizadas também algumas transações com bens e serviços ainda não produzidos.

O pressuposto pela Teoria Quantitativa da Moeda é o produto real não ser 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. Ele só funciona para alocar dado total de bens ou dotações correntes e futuras.

Porém, no mundo real, como supõe o 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 ainda não produzidos.

Em virtude de a produção requerer tempo, os empresários estabelecem **contratos a prazo**, cuja duração supera o período de gestação da produção. Eles necessitam ter certa segurança dos limites monetários da "posição" tomada quando iniciam certo 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 da Economia Monetária, porque são básicos para o conceito de liquidez. A liquidez, em 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 em 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.

O dinheiro, de fato, é a única instituição capaz de liberar os compromissos contratuais, devido à definição legal de seu *poder liberatório*. Para qualquer outra reserva de valor, além do dinheiro, ser líquida, ela deverá ser vendável por dinheiro, em *mercado instantâneo*. Os *ativos líquidos* são bens negociados em mercados bem organizados e permanentes. Isto é dependente das práticas e instituições sociais da economia.

O fator mais importante dos mercados bem organizados é a instituição de determinado *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, contraporá 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*, se o Banco Central, *market maker* por excelência, atuar como prestamista em última instância. Além disso, a comunidade deve continuar usando o “dinheiro oficial” do sistema de pagamentos para denominar suas obrigações contratuais.

As decisões e atividades dos Bancos Centrais proporcionam, em última instância, a liquidez de todas Economias Monetárias de Produção.

---

<sup>38</sup> DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 232.

As instituições financeiras recorrem à instituição para a contratação a prazo em termos monetários de concessão de crédito para a organização das atividades produtivas das empresas não-financeiras.

Os **ativos plenamente líquidos** são o dinheiro, ou seja, aquilo capaz de liberar as obrigações contratuais, por definição institucional, e qualquer ativo possível de ser convertido em dinheiro, de maneira instantânea, onde o *regulador de mercado* "garanta" certo preço estável. Assim, em Economia Creditícia, o Banco Central, ou alguma instituição *reguladora de mercado* com acesso rápido e direto ao Banco Central, cria os *ativos plenamente líquidos*.

Diferentemente da obra de Milton Friedman, onde se apresenta um conjunto muito mais amplo de ativos substitutos, para os pós-keynesianos, só os *ativos financeiros* negociados em mercados instantâneos bem organizados são bons substitutos do dinheiro.

Davidson lança 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, no mundo real, os bens de capital e os bens de consumo duráveis não se trocaram em mercados instantâneos bem organizados e não tem surgido nenhum *regulador de mercado* capaz de organizar 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**

Segundo Keynes, na *Teoria Geral* (capítulo 17), as **propriedades essenciais do dinheiro e outros ativos possuidores do atributo de liquidez em alto grau** são:

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

<sup>39</sup> DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 235.

A análise pós-keynesiana argumenta em favor de uma Teoria do Desemprego: se a demanda se desvia dos bens produzíveis para o dinheiro, como ninguém pode empregar trabalho para produzir mais dinheiro, surge a possibilidade de *desemprego involuntário*.

Davidson explica: os bens mercantis não se conservam, normalmente, como reservas de valores para propósitos de liquidez, porque não possuem as características estimulantes do 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* possuidores de elasticidade de produção nula ou insignificante, tais como os ativos financeiros e as divisas, podem ser bons substitutos do dinheiro. Isto permite débitos privados, como depósitos à vista em bancos comerciais, poderem se tornar moeda. As autoridades monetárias, enquanto *market-makers* ou emprestadores em última instância, os garantem.

Os pós-keynesianos reconhecem certo 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 está acima do valor do estoque de moeda legal emitida. Agentes privados podem criar moeda ou quase-moedas se contarem com o apoio institucional de um *market-maker* perfeito. Há, assim, certo componente endógeno na criação de moeda em economia moderna"<sup>40</sup>.

No entanto, o autor citado adverte esta endogeneidade não ser ilimitada. Depende de a Autoridade Monetária estar de acordo em garantir a retaguarda da criação de substitutos da moeda.

Os limites da atuação do Banco Central levam em conta, de um lado, as necessidades de moeda pela atividade econômica, e, de outro, as variações no estoque de moeda não serem completamente arbitrárias.

---

<sup>40</sup> CARVALHO, Fernando J. Cardim. Moeda, Produção e Acumulação: uma Perspectiva Pós Keynesiana. in SILVA, M. L. F. (org.). Moeda e Produção: Teorias Comparadas. DF, Editora UnB, 1992. p. 184.

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

- 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 a visão tradicional de política monetária.

O *argumento de autoridade* utilizado para justificar esta última é baseado em interpretação ortodoxa do dito por Keynes a respeito das propriedades da moeda<sup>41</sup>. Deduz-se dela, indevidamente, 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.

“Por se esperar o poder de compra do meio circulante ser estável ele se torna tão poderoso como reserva de valor. Em outras palavras, da sua relação com contratos o meio circulante deriva seu atributo de liquidez. Para garantir este atributo Keynes preconiza serem negligenciáveis 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 capazes de afetarem os outros ativos. A percepção de os riscos de perda de poder de compra da moeda poderem 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

<sup>41</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política. Vol. 13, n. 2 (50), abr-jun / 1993. pp. 61-75.

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.* Na Teoria Alternativa da Moeda, inverte-se essa lógica, afirmando que essa estabilidade do poder de compra da moeda é consequência do controle dos preços básicos, por exemplo, 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.

As recomendações de política econômica de Keynes contrastam com as dos teóricos quantitativistas. Em virtude de o papel do dinheiro no sistema ser a conexão de valor ao longo do tempo, é vital seu valor se manter estável.

Porém, isto implica *outros preços deverem 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 a quantidade de moeda ser inalterável. Em economia de moeda-bancária, a oferta monetária pode variar de forma *exógena* (por

<sup>42</sup> CARVALHO; op. cit. (1992); p. 182.

condução das operações de mercado aberto) ou *endógena*, porque os bancos respondem a aumento da demanda por moeda, provocado por motivos financeiros [*finance*], inclusive a necessidade de pagar contas nominais maiores, se aumenta a taxa se salário nominal contratual. Entretanto, em economia onde a liquidez se associa com estas propriedades peculiares, 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 aumento exógeno da oferta de moeda não terá efeito direto no gasto de bens reprodutíveis por via dos ajustes de carteira"<sup>43</sup>.

Kregel sugere também ênfase diferente daquela dada pela Teoria Quantitativa da Moeda ao papel do dinheiro na análise econômica.

"Ainda sendo o dinheiro o menos *incerto* dos elos de ligação entre o presente e o futuro desconhecido, não se infere daí as variações da quantidade de moeda ou das variáveis 'monetárias' terem 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 o dinheiro ser o elo mais seguro entre o presente e o futuro e das razões pelas quais se necessita deste elo" <sup>44</sup>.

Em síntese, não é a expectativa de excesso da quantidade de moeda aquilo capaz de levar à perda de sua função de unidade contratual.

Em Economia Monetária, segundo pós-keynesianos, *o dinheiro não é neutro*. Nela, o nível da demanda efetiva determina se o gasto corrente superará ou será inferior à produção corrente, se as expectativas serão satisfeitas ou insatisfeitas, e se a produção e o emprego se ajustarão às novas expectativas.

---

<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 of Post Keynesian Economics. Vol. III, n. 1, Fall 1980. p. 45.

“A existência de ativos líquidos, em situação de incerteza, oferece como retorno a segurança, faz ser possível ao indivíduo abster-se do consumo sem investir. (...) *Incerteza cerca decisões cruciais, como as de investimento em ativos de capital real, ela abre o espaço da não-neutralidade da moeda no longo período*”<sup>45</sup>.

O adiamento dessas decisões de gasto em ativos duráveis tem como contrapartida aplicações em outros ativos, sejam monetários, sejam financeiros. Isto significa *não haver “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 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*. Esta “armadilha”, um fenômeno histórico eventual em séculos com absoluta preferência pela liquidez, desempenharia, para esses analistas, teria o papel decisivo nessa teoria.

Postulam uma função estável da demanda por moeda, ou seja, preferência pela liquidez constante, e recorrem às variações exógenas da quantidade de moeda para influenciar a economia. É uma releitura ortodoxa da obra de Keynes.

Entretanto, quando as variações monetárias são endógenas e a preferência pela liquidez, baseada nas expectativas, é volátil, a *armadilha da liquidez* tem importância secundária, inclusive conceitualmente. Esta é a visão heterodoxa da Teoria Alternativa da Moeda.

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

---

<sup>45</sup> CARVALHO; op. cit. (1992); p. 188. (grifo meu, F.N.C.)

## 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 o ativo comumente oferecido ou recebido pela compra ou venda ou, então, aquilo recebido pelo Estado 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 se dão via empréstimos multiplicadores de 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 pela razão de a detenção suficiente de liquidez implica a capacidade de dispor dos meios necessários para cumprir todas as obrigações contratuais em seu vencimento.
7. Certa polêmica entre autores pós-keynesianos surgiu devido à interpretação quantitativista do dito por Keynes a respeito das propriedades da moeda. Os *fundamentalistas* deduziram delas, indevidamente, como pregação a favor da limitação da quantidade de moeda, ou seja, da necessidade (e possibilidade) da manutenção da oferta monetária inelástica. Os *heréticos* ou *iconoclastas* criticam essa atitude.

# **PARTE II**

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

# CAPÍTULO 3

## DEMANDA POR DINHEIRO: ESTABILIDADE OU INSTABILIDADE

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

### 3.1. Introdução

Nos livros-texto de Economia Monetária, é comum distinguir entre o "*modelo clássico*" e o "*modelo keynesiano*". O **modelo clássico** é caracterizado por *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 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. Por ela, a elasticidade da demanda por dinheiro em relação à taxa de juros é extremamente elevada. O monetarismo opõe-se também à visão relacionada, fundada no *Radcliffe Repport* (com participação de Kaldor) de a velocidade de circulação da moeda ser instável.

A **ideia básica**, em debate, é não adiantar insistir em controle direto da oferta de moeda se sua contrapartida – a demanda por moeda – apresentar comportamento instável. Discute-se a possibilidade de controlar certa oferta monetária de modo a não atender à demanda inflacionária, ou seja, só sancionar a demanda por moeda em “condições normais”, validando apenas aquela típica de 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, ou seja, o transacional, o precaucional, o especulativo e o *finance*. Eles geralmente não são apresentados pelos “manuais” de acordo com 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 moeda e a preferência pela liquidez, debate na fronteira do pós-keynesianismo.

### **3.2. Questão da Estabilidade da Demanda por Moeda**

Economistas ortodoxos lidam com "meias-verdades", cuja raiz está no "mito da moeda". Ele define *o que é ou não é moeda*. Em decorrência, *quem emite (ou não) um passivo monetário*. Muitas vezes não sabem qual moeda realmente é aceita plenamente 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 o 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 depósitos a prazo com menor recolhimento compulsório por ser “dinheiro comprado”, em aplicações automáticas. Dessa maneira, os clientes mantêm um saldo mínimo como depósitos à vista. Estes estão sujeitos a maiores depósitos compulsórios no Banco Central. Nessa automação, 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 assunto resolvido. Como há dificuldade de mensuração da *riqueza individual*, para especificar a função capaz de relacionar 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 importante 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 *predominante em curto prazo* ou *em longo prazo*.

Portanto, os estudos econométricos sobre o comportamento das estimativas das elasticidades da demanda por moeda em relação às variáveis explicativas não são conclusivos. A aplicação de testes de causalidade entre as variáveis não consegue dar uma palavra final nas controvérsias sobre a demanda por moeda.

Aliás, sabe-se: “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 pela retórica. Daí a importância da Teoria Alternativa da Moeda.

Mesmo a proposição quantitativista de uma *Teoria Monetária dos Preços* apresenta o *problema da defasagem*: o efeito retardado do

---

<sup>46</sup> ARIDA, Pésio. A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. REGO (org.). Revisão da Crise: Metodologia e Retórica na História do Pensamento Econômico. SP, Bienal, 1991. p. 28.

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 a demora total entre uma alteração no crescimento monetário e uma alteração na taxa da inflação atingir, em média, algo em torno de 2 anos. (...) Em curto prazo, com 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, quando testada, apontar apenas relação entre duas variáveis (oferta de moeda e nível geral de preços) ser "longa e variável"?

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

A **questão-chave** é: tem sentido buscar 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, isto é, da quantidade de moeda ofertada, só seria instrumento útil, para a política econômica, se tivesse influência previsível sobre o nível de preços ou de renda. Isso dependeria de comportamento estável ou regular dos demandantes da moeda.

Não adianta controlar a oferta de moeda se sua demanda tiver comportamento cujos resultados são incertos e aleatórios. Isso ocorre,

---

<sup>47</sup> FRIEDMAN, Milton. *Episódios da História Monetária*. RJ, Record, 1994 (original de 1992).

justamente, em 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 componentes da 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 de mudança de possuidor de uma unidade monetária em determinado período.

$V = PT / M^s$  é a relação do *fluxo* de pagamento com o *estoque* de moeda capaz de o efetivar.

$V = Y / M^s$  representa a *velocidade-renda* (ou *transações*), utilizando-se da renda nacional como *proxy* da riqueza líquida. Se  $V = Y / M^s > 1$ , isto significa  $M^s$  circular mais de 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, onde circula. Se a velocidade  $V$  é *baixa*, a retenção monetária é *alta*.

Maior velocidade  $V^d$  de transferência bancária, representadas por maiores *retiradas* [saídas] e *recolhimentos* [entradas], no sistema bancário, significa estar ocorrendo queda dos saldos ociosos e aumento das aplicações financeiras, devido à maior taxa de juros.

Maior velocidade  $V^c$  de pagamentos com papel-moeda em poder do público (*número de transferências das notas/ano*) em função, por exemplo, da elevação da inflação (e diminuição do valor da moeda) significa a reserva monetária ( $M^d$  ociosa) estar menor e a rotação da moeda ter tornado mais rápida. Se  $V^d > V^c$ , logo, 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 em 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 Equação de Fisher vê a moeda somente como um meio de troca continuamente "em movimento". Está constantemente mudando de mãos de comprador para vendedor.

A Equação de Trocas de Cambridge vê a moeda como domicílio temporário do poder de compra de ativo, formado em parte por saldo de caixa "ocioso". O dinheiro não circulante tem velocidade zero. Essa *abordagem de saldo de caixa* inclui, além dos ativos usados, primariamente, para efetuar trocas como meios de pagamentos, depósitos não transferíveis por cheques e, possivelmente, outros ativos líquidos.

### 3.3. Teoria da Demanda por Moeda Estável em Friedman

A *versão do saldo de caixa* da Equação de Trocas, apresentada por Cambridge, focaliza a demanda por dinheiro e a *volição*, ou seja, o ato pelo qual a vontade determina a velocidade. Não focaliza os aspectos mecânicos (acidentais e arbitrários) do fluxo circular da moeda. Ela pode ser vista como o ponto de partida da abordagem keynesiana da

demanda por dinheiro, das modernas Teorias de Portfolio para tratar da demanda por moeda, e mesmo da rerepresentação da Teoria Quantitativa da Moeda feita por Friedman.

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

- (a) a Teoria Quantitativa da Moeda foi reinterpretada como fosse 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 relação funcional estável entre a velocidade da moeda (ou sua contrapartida, a quantidade de saldo real demandado) e certo número de variáveis independentes que a determina.

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

- (a) negando a Teoria Quantitativa da Moeda ser 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 função demanda por moeda capaz de ser empiricamente testada, Friedman tentou contrariar a afirmação keynesiana de a teoria ser mera tautologia.

Diferentemente dos teóricos quantitativistas clássicos, os monetaristas não interpretam a quantidade de saldos reais demandada quase como constante numérica. Na versão de Friedman, a demanda por moeda está considerada dentro de ampla abordagem sobre a demanda por ativos, na tradição da versão de Cambridge.

Seu tratamento é análogo ao realizado pelo *mainstream*, em tema fundamental da Macroeconomia. As famílias dividiriam a renda entre consumo e poupança em uma escolha intertemporal. Consideram como suas decisões presentes vão afetar as futuras oportunidades de gasto. 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:

1. moeda com valor nominal fixo **M** e produtora de rendimentos não pecuniários;
2. ativos de renda fixa **Af** propiciadores de rendimentos **rf**;
3. ativos de renda variável **Av** com rendimentos **rv**; e
4. ativos como bens físicos **Ab** e capital humano **Ah** (capacidade pessoal de ganho), cujos rendimentos podem ser medidos através da taxa esperada de inflação **ri**.

O *saldo de caixa*, portanto, constitui ativo alternativo a outros tipos de ativos, nominais ou físicos.

Em condições normais (sem instabilidade inflacionária), Friedman enxerga a **demanda por moeda** como *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** é a 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**, isto é, o custo oportunidade da posse de moeda;
3. a taxa de inflação antecipada **P** ou 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** 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 ( $\pi = 0$ ), considerando não significativa a variável  $h$  medidora da proporção entre as riquezas não-humana e humana, sendo  $Y_p$  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 certa limitação quantitativa. As condições físicas da produção do lastro monetário tinham papel importante. Segundo Friedman, no mundo contemporâneo, a oferta da moeda é a desejada pela Autoridade Monetária.

Sob o ponto-de-vista monetarista, as **decisões da Autoridade Monetária** 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 possível da quantidade *nominal* irá comprar, através de sua demanda de moeda.

Friedman alerta: o que realmente importa é o *poder aquisitivo* dos encaixes monetários possuídos (saldos de caixa *reais*), ou seja, aquilo possível, de fato, se comprar com os saldos *nominais*.

Outra distinção crucial é entre as alternativas abertas ao *indivíduo* de gastar mais saldos além do recebido com fluxo de renda, e à *comunidade como um todo*, limitada apenas à transferência de saldos. Para monetarista, serão frustradas todas as tentativas de expansão econômica com base em política monetária “frouxa” de “dinheiro barato” por só provocar a alta do valor nominal da *dada* oferta de bens e serviços. Nesse sentido, abomina qualquer política de crédito farto.

O aumento da oferta de moeda, para um monetarista, 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 de antes da expansão monetária.

Finalmente, em crítica ao *princípio da demanda efetiva*, para Friedman, a teoria monetária tem de fazer distinção entre o *ex ante*, quando *gastos excedem receita*, e o *ex post*, quando *têm de ser iguais*. As tentativas individuais de redução dos saldos extras de caixa, recebidos além do *encaixe real desejado*, só provocam elevação dos preços e, em consequência, apenas 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.

Nessa visão, a moeda é *não-neutra*. Se ela é retida em função das expectativas incertas acerca das variações futuras na taxa de juros, afeta o emprego em curto prazo.

Aumento na velocidade-renda da moeda, estabelecida pela menor proporção de renda desejada de ser conservada pelo público, em forma de moeda, pode ser sintoma de redução na *preferência pela liquidez*.

Esse assunto é normalmente apresentado como substancialmente idêntico ao estudado sob a designação de *demanda por moeda*. Todavia, não é a mesma coisa, porque é em relação ao seu saldo acumulado de riqueza líquida (*estoque*) e não em relação à sua renda (*fluxo*) a escolha do indivíduo entre a liquidez e a iliquidez.

Ao considerar a demanda por moeda em seu conjunto (e não somente certa parte dos encaixes líquidos do público) ter determinada relação com a renda, não se leva em conta o papel desempenhado pela taxa de juros. Mas esta é decisiva como custo de oportunidade.

A demanda agregada da moeda do indivíduo é apresentada por Keynes, no capítulo 15 da *Teoria Geral*, como decisão ímpar, para a qual concorrem vários motivos diferentes a respeito de conservar ou não um fundo único. Não há compartimentos estanques. É sem separação nítida, nem mesmo se realizada 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 conservados para assegurar o intervalo entre o momento quando 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, isto é, exercidas com *discrissão*, com prudência e reserva, de modo arbitrário. Como exemplos destas estão a realização de investimentos empresariais ou a compra de duráveis por consumidores.

Refere-se apenas àquelas ligadas à reprodução das atividades rotineiras e repetitivas dos agentes econômicos. É ligado à idéia de *gastos rotineiros* para girar a renda corrente. Constitui 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**, composto por saldos ociosos para imprevistos, relaciona-se com despesas *extraordinárias* e *incertas*.

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

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

- **motivo precaucional** ocorre quando há expectativa de a taxa de juros mudar, mas não se sabe em qual sentido.
- **motivo especulativo** surge quando há expectativa de a taxa de juros provavelmente mudar em 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 por 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 até isto ocorrer para só então se fazer aplicações.

A força desses três tipos de motivos para demanda por dinheiro em mãos dependerá, em parte, do custo e da segurança dos métodos para obter dinheiro em caso de necessidade. Pode estar disponível por meio de alguma forma de empréstimo temporário, por exemplo, saques a descoberto ou operações compromissadas.

O que Keynes mostra é *não ser 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 *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 relacionada ao negócio de distribuição de títulos ou reservas de valor: a **circulação financeira**.

<sup>48</sup> CARVALHO; op. cit. (1992); p. 186.

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 *transacional*.

Em 1937, Keynes destacou a retenção de dinheiro por motivo de uma *despesa discricionária planejada* – o **motivo finance** –, por exemplo, 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. Isso lhe permite realizar parte de seus gastos autonomamente (*autofinanciamento interno*) ou conseguir recursos de terceiros em melhores termos (*financiamento externo* à empresa).

Em *antecipação* a gastos discricionários, há demanda adicional por saldos inativos. Se ela não for acomodada, poderá pressionar a disponibilidade de dinheiro para atender aos outros três motivos.

O **motivo finance** está a meio-termo entre:

1. a **demanda transacional**, demanda de saldos ativos para serem dispendidos, relacionada com plano definido de dispêndio, e
2. 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
<b>Transação</b>	Ordinárias
<b>Precaução</b>	Incertas
<b>Especulação</b>	Diferidas
<b>Finance</b>	Extraordinárias

### 3.5. Teorias da Seleção da Carteira de Ativos

Em 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. Ao contrário do afirmado por 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*. Se houver 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. Cobre 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 sob 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: existe *custo de conversão* entre ativos financeiros e ativos monetários. Portanto, devem ser maximizados os rendimentos *líquidos*, resultantes da diferença entre os juros recebidos e os custos de transação.

Ele conclui também a quantidade de moeda demandada para transações ser inversamente relacionada à taxa de juros recebida pela alternativa de adquirir títulos financeiros. Na composição ótima de certa

carteira de ativos, há 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 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 de saldos retidos sob a forma de títulos financeiros determina o retorno esperado e o risco. Diminui a aversão ao risco do investidor em proporção ao aumento do retorno da carteira.

Na Teoria da Seleção da Carteira, elaborada por Tobin, abstrai-se outros ativos além dos monetários e dos financeiros. Em carteira de ativos sem risco, a totalidade deles está sob *forma monetária*. Portanto, não oferecem rendimentos, somente liquidez e segurança.

No outro extremo de seleção de carteira, quando a totalidade dos ativos está sob *forma de títulos financeiros*, com rendimentos de juros e sujeitos a flutuações de preços no mercado secundário, atinge-se o ponto máximo de risco.

Cada agente econômico, sujeito à restrição orçamentária, dada pelo nível de riqueza individual, busca escolher certa combinação de ativos. Tenta, estimando probabilidades, maximizar o retorno e minimizar o risco. Intuitivamente, faz diversificação de riscos, ou seja, “não coloca todos os ovos na mesma cesta”.

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

Nos modelos estocásticos, quando se sabe qual é a probabilidade de ocorrência de certo evento, reduz-se seu resultado à certeza equivalente. Nesse caso, não há incerteza.

Para economistas pós-keynesianos, *incerteza* não é a mesma coisa considerada *risco*. Aquela se refere às possibilidades não quantificáveis probabilisticamente de processos cujos resultados futuros, não predeterminados, são múltiplos.

O mundo econômico sob inovações é não estacionário. Possui “espaço amostral” variável ao longo do tempo e impossibilita cálculo de probabilidades. Não há sentido aplicar Leis de Probabilidade quando poderá surgir algum experimento crucial, isto é, evento capaz de alterar as condições iniciais de maneira irreversível. Comportamentos divergentes, devido a previsões não coincidentes, resultam em 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. 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, taxa de juros elevada, ou seja, prêmio mais alto para abandonar a liquidez, é o sintoma de maior preferência pela liquidez monetária. No entanto, há determinado montante de demanda de moeda com a propriedade de permanecer inalterado independentemente da taxa de juros. Trata-se da parcela retida para transações.

No extremo oposto da função, estabelece-se a *armadilha da liquidez*, em segmento perfeitamente elástico em relação à taxa de juros, onde os possuidores de ativos monetários são unânimes quanto à expectativa de a taxa de juros já se encontrar tão baixa a ponto de não ser possível baixá-la ainda mais. Nesta circunstância, aguardam sua elevação.

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

**Ativo líquido**, normalmente com maturidade em curto prazo, pode ser rapidamente convertido em meio de troca, isto é, *ativo monetário*, com pequena perda de valor.

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

**Preferência pela liquidez** não é igual à **demanda por moeda**. Acréscimo na preferência pela liquidez pode até ser associado com 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 oferecida em cenário de incerteza. Quando 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 disposição para emitir débito, ou 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>.

Se a **demanda por dinheiro** é definida como disposição a emitir débitos, para financiar gastos, ela é ligada primariamente a *fluxos* de gastos. Assim definida, não impacta *diretamente* taxas de juros.

Entretanto, acréscimo na demanda por moeda atendido por expansão dos saldos bancários, se os bancos concederem crédito,

<sup>49</sup> WRAY, L. RANDALL. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. England, Edward Elgar, 1990. pp. 16-20 e pp. 162-170.

<sup>50</sup> WRAY; op. cit.; p. 20.

afetará *estoques*. Neste caso, demanda por moeda pode, *indiretamente*, afetar taxas de juros.

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 “a teoria do desejo de possuir ativos de curto prazo face aos de longo prazo”, então é mais consistente com a análise de *economia de mercado de capitais* em lugar da chamada de *economia de endividamento*.

*“Em economia com instituições financeiras desenvolvidas, com seguro de depósitos, e com um Banco Central disposto a entrar como 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 de a taxa de juros ser 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* em curto prazo às firmas. Ele 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 montante equivalente de 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: 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

<sup>51</sup> WRAY; op. cit.; p. 164.

*preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da endogeneidade da moeda*<sup>52</sup>.

Esta posição, sugerida por Wray, é assumida também pela Teoria Alternativa da Moeda. Nela, os postulados da *não-neutralidade*, fundamentado em parte pela Teoria da Preferência pela Liquidez, e da *oferta da moeda endógena* estariam no mesmo plano conceitual, sem nenhuma hierarquia em termos de importância explicativa.

---

<sup>52</sup> WRAY; op. cit.; p. 169. (grifo meu, F.N.C.).

## 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 se não adianta insistir em controle direto da oferta de moeda se a sua contrapartida, a demanda por moeda, apresentar *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  $u$ , captando 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 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 desejada pelas Autoridades Monetárias.
6. Os motivos para a demanda por moeda, segundo Keynes, são o *transacional*, 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 à influência da taxa de juros. Também na *Teoria do 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 certa combinação de ativos monetários e financeiros, de maneira probabilística, para maximizar o retorno e minimizar o risco.

8. A demanda por dinheiro, definida por pós-keynesianos como 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. Portanto, é a preferência por liquidez determinante da 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, quando você estiver desempregado, pelo menos saberá explicar a razão".*

#### **4.1. Introdução**

Convencionalmente, a *Microeconomia* é o ramo da Ciência Econômica com foco em estudar as relações entre unidades específicas, priorizando a análise pormenorizada do comportamento dessas unidades. A *Macroeconomia* é o ramo com foco em estudar os aspectos globais da economia, especialmente seu nível geral de produção e renda, e as inter-relações entre seus diferentes setores. Os economistas costumam dizer: "a Macroeconomia estuda a floresta, enquanto a Microeconomia estuda cada árvore".

Os pós-keynesianos assumem a metodologia de a *Microeconomia* tratar das decisões (*ex-ante*) dos agentes econômicos e a *Macroeconomia* da resultante (*ex-post*) da pluralidade dessas decisões interativas. Dessas interações emerge um sistema complexo.

A *Economia Monetária da Produção* é apresentada como aquela onde a moeda não é neutra, afetando as motivações e decisões dos agentes econômicos. Os "fundamentalistas" abusam do "argumento da autoridade" e não têm o mesmo espírito crítico em relação a Keynes quanto têm em relação aos discordantes dele. Eles 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 a Microeconomia reinar 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 a referência. Ele representa a realidade social como o resultado das ações de atores individuais. Entretanto, todas as

derivações neowalrasianas, com postulados de maximização (racionalidade) e *market-clearing* (flexibilidade de preços), para alcançar o equilíbrio, apenas aparentemente partem dos indivíduos como entes atomísticos dotados de fatores subjetivos. E daí para subsequentemente deduzir a totalidade do sistema em equilíbrio.

A imaginária autorregulação do mercado seria produzida pelas ações desses indivíduos. Na verdade, os indivíduos em vez de serem vistos exercendo, de fato, a liberdade de escolher entre certa multiplicidade de cursos alternativos de ação, são mostrados apenas como agentes maximizadores, escolhendo uma única ação: a “melhor possível”. Estas, convencionalmente, levam ao equilíbrio “ótimo” do sistema.

Em 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.

Através de escambo se estabelecem os preços relativos. Eles não são afetados pela entrada da moeda em circulação, a qual apenas determina o nível geral de preços. Os agregados macroeconômicos – produção e emprego – são explicados por aplicação dessa Teoria de Preços Relativos.

No que se refere ao *individualismo metodológico*, Keynes, diferentemente de alguns seus intérpretes, admite tanto o *princípio do atomismo*, pois os agentes tomam algumas decisões independentemente da resultante agregada esperada, 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 focaliza universo mais restrito como base para a inferência. Nesse caso, adota alguma hipótese atomista típica da Microeconomia.

Mas Keynes não se propõe a fundamentar a ordem social exclusivamente nos *comportamentos individuais*, elaborando certa “Macroeconomia Comportamental”. 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, por exemplo, a de “armadilha da liquidez”. Nestes casos, resta ao governo intervir.

Daí o surgimento de *instâncias supra-individuais*, como o Estado e o Banco Central. Regulam, direta ou indiretamente, os comportamentos individuais. Pode-se exemplificar isso com a determinação exógena da taxa de juros básica.

O “absolutismo” da Microeconomia está provocando focos de revolta. Há reação contra a insistente busca de “microfundamentos da macroeconomia”. O problema é, se a Microeconomia se matematizou, a Macro virou Micro... e a moeda virou fenômeno puramente real! Via “microfundamento pós-keynesiano”, ou seja, 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*, isto é, a primazia das decisões de gastos, no limbo teórico. Pior, desconsideraram a preferência pela liquidez em um sistema bancário se dar por retenção individual de depósitos à vista. Porém, eles podem ser colocados para circular com *funding* de empréstimos a terceiros.

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 John Locke o criador do argumento da Lei das Duas Taxas de Juros – a *monetária* e a *natural* –, Thornton utilizou-a, em seu *Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802), para criticar 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 prêmio pela possibilidade de se dispor de capital de terceiros e obter maior rentabilidade patrimonial do capital próprio com a alavancagem financeira.

A *taxa de juros*, em consequência dessa teoria, é fenômeno subordinado e determinado pela *taxa de lucro*.

David Ricardo distingue duas taxas de juros:

- **taxa de juros natural:** é relacionada à taxa de lucro, sendo *fenômeno real*, porque depende das condições técnicas de produção e do nível de salário real.
- **taxa de juros de mercado:** é resultante do confronto entre a oferta e demanda de moeda. Logo, trata-se de *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 *fenômeno monetário*. Em Marx, a quantidade de moeda mercadoria em circulação constitui grandeza *endógena*. Ela atende à necessidade da economia, ditada pelo nível de preços e pelo volume de transações. É inversamente proporcional à velocidade de circulação da moeda.

#### 4.2.2. Teoria Neoclássica

Na **teoria neoclássica dos fundos de empréstimos**, os juros constituem 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: tudo produzido é vendido, se não para o consumo, então para o investimento.

Na **Teoria dos Fundos de Empréstimos**, a taxa de juros é *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 carreada 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*.

A escola neoclássica propôs as *variações de preços*, provocadas pelo desequilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada, serem o resultado do fato de o financiamento envolver desentesouramento (**- H**) ou dinheiro novo (**M**). Estes estariam ausentes, se o investimento (**I**) fosse financiado, estritamente, pela "poupança propriamente dita" (**S**). Tais *variações de preços* causariam o chamado pelos neoclássicos de **poupança forçada**.

A **Doutrina da Poupança Forçada** constitui o seguinte conjunto de idéias. Algum *crescimento exógeno da quantidade de moeda* flui, rapidamente, dos credores aos investidores-devedores se houver queda da taxa de juros. Isto, imediatamente, aumenta a proporção dos gastos em investimento para um patamar superior caso ficasse restrito ao da disponibilidade da poupança voluntária.

Como isto implica em elevação da demanda agregada acima da oferta agregada, representa aumento no nível geral de preços. Provoca queda dos salários reais e, conseqüentemente, do consumo.

Para os seguidores dessa doutrina, o resultado final seria, involuntariamente, a "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 engendrado pela expansão monetária.

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

- como o juro é *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 a oferta de fundos (*poupança*) e a demanda de fundos (*investimento*) não serem independentes.

#### 4.2.3. Teoria Keynesiana

Vale, inicialmente, fazer 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>
Juros é prêmio pela renúncia ao <i>consumo imediato</i> .	Juros é prêmio pela renúncia à <i>liquidez</i> .

Quando se renuncia à liquidez, abre-se mão da possibilidade de realizar o gasto ou a aplicação, em qualquer momento, com o surgimento de melhor oportunidade. Predomina a expectativa de a compensação pela maior espera, por exemplo, a *futura* taxa de juros, não valer a pena da perda do rendimento da *atual*.

Mas também a Teoria dos Juros, elaborada por Keynes, não ficou isenta de críticas. Sofreu, inicialmente, a sátira de Robertson: “a taxa de juros é o que é pela expectativa de ela ser diferente; se não há expectativa de ela ser diferente, não há nada a dizer por que ela é o que é”

Recentemente, houve a tentativa de superação de sua teoria da preferência pela liquidez por parte da corrente pós-keynesiana chamada de “horizontalista”. Curiosamente, os proponentes da ideia da taxa de juros ser exógena formulam crítica a Keynes de maneira similar, em termos metodológicos, à crítica de Keynes aos neoclássicos.

Nela, Keynes aponta não haver geração de poupança *a posteriori* sem ocorrer previamente investimento. Esses pós-keynesianos heréticos dizem não haver expansão de oferta efetiva de moeda creditícia sem haver antes demanda efetiva de crédito. *Efetiva*, no caso, se diferencia de *potencial*.

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

A crítica de Hicks refere-se à ambiguidade do efeito dos juros no investimento. Keynes comprometeu-se com a visão de o vínculo entre a moeda e o investimento ser 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 certa ambigüidade, pois a taxa de juros pode ser a do *mercado de crédito* ou a de emissão de dívida direta (debêntures) no *mercado de capitais*.

A taxa de juros, na *Teoria Geral*, teoricamente, é a taxa pela qual pode-se levantar empréstimo de longo prazo, mas, na prática, é suposta ser a taxa de juros em títulos da dívida pública de longo prazo. Porém, os homens de negócios não parecem ser muito influenciados por esta última taxa de juros, nas suas decisões de investimento. Dependendo do lugar, eles estão mais ligados à *economia de endividamento* em vez da *economia de mercado de capitais*.

*"Esse foi o principal motivo responsável por 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 como ele lhe deu. Isto só pode acontecer sob forma de colocar menos ênfase na taxa de juros de longo prazo.

Outros aspectos do sistema financeiro, isto é, outras taxas de juros e outras condições de empréstimos, devem ser levados em conta como possíveis vínculos. Para se lidar com a tendência a *desemprego permanente*, é preciso todo o nível de investimento ser elevado por período de vários anos.

Se a política monetária quiser ter esse efeito permanente, toda a gama de taxas de juros e as condições de empréstimos em prazo e

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

avaliação de risco terão de ser revistas. E terão de ser mantidas em nível acessível em longo prazo, ou seja, não somente em curto prazo.

Por que o *motivo especulação*, justificativa para a manutenção de moeda, era tão importante para Keynes? Segundo Hicks, porque constituía grave obstáculo para a política de provocar 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 em preço mais alto, eles iriam reter dinheiro, esperando o preço cair (e o juro subir), em 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 acréscimo na demanda especulativa por encaixes monetários se a taxa de juros tiver caído a níveis inéditos até mesmo negativos, seja em termos nominais, seja em termos reais. Os investidores sentiriam, nessas condições, as futuras taxas de juros só poderiam ser elevadas. A *demand por moeda torna-se infinitamente elástica aos juros* em algum piso positivo do nível das taxas de juros em longo prazo.

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

*"Um problema com a exposição de Keynes da armadilha de liquidez é obviamente ela não pode ser aplicada 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 em longo prazo"<sup>54</sup>.*

Realmente, é difícil a separação entre teorias em curto prazo e em longo prazo. Os economistas podem meramente tentar categorizar

---

<sup>54</sup> MOORE, Basil. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press, 1988. p. 247.

implicações do comportamento presente em curto e em longo prazo. Eles costumam 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 Ideias 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 fenômeno monetário puramente exógeno, em 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 (flexível) superior ou inferior dentro de substancial faixa na qual as taxas de juros podem ser fixadas, de modo extra-mercado, pelos Bancos Centrais. Dentro dessa faixa, as autoridades monetárias influenciam as taxas de juros nominais em curto prazo domésticas, determinando, de maneira exógena, o preço da oferta marginal de liquidez para o sistema bancário.

A **exogeneidade** significa, simplesmente, o Banco Central escolher sua taxa de juros nominal de empréstimos aos bancos. As *taxas básicas de referência* constituem *variável política exógena* e não fenômeno de mercado.

A *banda de juros* constitui certa *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, colocando *teto* do custo do financiamento em relação ao *piso* do lucro esperado. Há risco de provocar recessão ou elevação do déficit público com taxa de juros acima desse nível.

No extremo inferior, 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 em curto prazo.

A Autoridade Monetária, então, sinaliza a *taxa de juros de referência*, para ancorar a opinião errática do mercado. Portanto, a partir desse conflito entre as forças de mercado endógenas e as reações exógenas do Banco Central resultará a *taxa de juros de mercado*.

Além da própria *taxa de juros de mercado*, a Autoridade Monetária tem outras referências para fixar a sua taxa de juros.

Os **parâmetros** considerados pelos Bancos Centrais, para a fixação das *taxas de juros nominais de referência*, são:

1. as técnicas da política monetária;
2. as esperadas taxas da inflação no âmbito doméstico e da externo;
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. o grau de coordenação das políticas econômicas 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.

Se as *taxas de juros em curto prazo* forem administradas de maneira exógena pelo Banco Central, as *taxas em longo prazo* refletirão as expectativas coletivas dos participantes dos mercados de capitais sobre as futuras taxas de juros em curto prazo a serem estabelecidas pela Autoridade Monetária.

Os agentes econômicos muitas vezes extrapolam a experiência presente para estabelecerem suas *expectativas de eventos futuros*. Suas decisões de investir na produção ou aplicar em finanças, envolvendo a aquisição de reais de longa-duração ou ativos financeiros, exigem, necessariamente, pensar no futuro. Portanto, a magnitude do retorno *ex ante* (*esperado*), em lugar do retorno *ex post* (*experimentado*), é o relevante para ditar seus comportamentos.

A taxa de juros, em 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 relação contábil de débito-e-crédito, dependente de contrato estabelecido entre dois agentes, o "demandante" (devedor) e o "ofertante" (credor), a partir de *dada* taxa de juros de referência para captar o *funding* e acrescentar um *spread*.

Portanto, essa abordagem de moeda endógena rejeita a análise com base em oferta e demanda de moeda, para *mercado de crédito*, ser análoga à da determinação da taxa de juros no mercado de capitais. Um

acréscimo na demanda relativamente à oferta monetária não se transforma automaticamente em acréscimo na taxa de juros.

Alguns pós-keynesianos dissidentes, ao adotaram a abordagem da endogeneidade da moeda – Kaldor, Moore, Rousseas –, substituíram a *Teoria da Preferência por Liquidez*, tão cara aos fundamentalistas, por uma *Teoria da Taxa de Juros estabelecida por markup*.

A **teoria da taxa de juros por *markup***, essencialmente, toma o comportamento do Banco Central como o determinante da taxa de redesconto (taxa de empréstimo de liquidez) ou a referência para a taxa de juros do mercado interbancário. Esta, por sua vez, é a maior referência do custo de captação de depósitos a prazo por bancos.

Dado o custo dos fundos no *mercado interbancário*, os bancos estabelecem certo *markdown*, para oferecer certa *taxa de juros para captação de depósitos a prazo*, e adicionam um *mark-up*, para estabelecer as *taxas de juros de empréstimos no varejo*. A curva de oferta de moeda é (*ex-post*) *horizontal* em dada taxa de juros: sendo aprovado na avaliação de risco, quem dispuser a pagá-la toma o empréstimo.

#### 4.2.5. Teoria da Preferência pela Liquidez reconciliada com a Abordagem da Oferta de Moeda Endógena

Wray, economista próximo dos pós-keynesianos fundamentalistas, argumenta a curva de oferta de moeda não ser *horizontal*, mesmo se todos depósitos criados retornarem ao sistema bancário. Isto porque os bancos, individualmente, estão preocupados com seus crescentes *graus de exposição*, isto é, as razões de alavancagem entre o patrimônio líquido e seus ativos ponderados por tipos de risco. Cada banco teria sua preferência pela liquidez, ou seja, sua aversão ao risco de desenquadramento perante à fiscalização do Banco Central.

Mesmo se os bancos não forem estritamente restritos pela quantidade de moeda, suas disposições para fazerem empréstimos devem ser função de suas disposições de assumirem posições ilíquidas nos ativos. Além do risco de imobilização, avalia os riscos dos clientes.

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

1. o estado de expectativas face à lucratividade em longo prazo;
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 a oferta e a demanda por moeda por serem interdependentes não determinam a taxa de juros, Wray faz, como já foi visto, distinção entre *demanda por dinheiro* e *preferência por liquidez*. Acréscimo desta pode estar associado com queda na demanda por *finance* para gasto.

De acordo com sua visão, é a preferência pela liquidez dos “ofertantes” de moeda, sejam depositantes ou investidores financeiros, sejam bancos, colocando certo *spread* sobre o custo de captação, o fenômeno capaz de afetar a taxa de juros de mercado do crédito.

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

A preferência por liquidez, e não a demanda por moeda, segundo essa visão, determinaria *diretamente* as taxas de juros. Observa-se, entretanto, o acréscimo na demanda por moeda poder ser atendido por expansão dos ativos bancários.

Se os bancos providenciarem o crédito, afetará *estoques*, ou seja, saldos monetários. Neste caso, a demanda por moeda pode, *indiretamente*, afetar taxas de juros.

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

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

Esta medida da preferência por liquidez tenderia a cair à proporção do crescimento das expectativas de lucro. A redução na estimativa do *risco do credor* implicaria em menores taxas de juros.

Portanto, 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. Assumiriam posições mais 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*.

Muitos antigos keynesianos tentaram uma aliança teórica com o neoclassicismo. Os neokeynesianos também não deram importância a essas outras motivações por razões precaucionais e especulativas para retenção de moeda. Ao contrário de Wray, ignoraram o “quarto motivo para demanda por moeda”: por *finance*. Com seu reducionismo característico da leitura convencional, “simplificaram” tudo isso. Igualaram a demanda por moeda e a preferência pela liquidez e afirmaram aquela demanda por motivo transacional ser 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, em longo prazo.

### **4.3. Preferência pela Liquidez versus Desemprego Permanente**

O excesso de moeda provoca inflação, para qualquer monetarista; contrariamente, a escassez de moeda em circulação ativa causa desemprego, para pós-keynesiano “fundamentalista”. Esta parece ser a principal Lei, derivada da Lei da Oferta e da Procura, dominadora de mentes assumidamente heterodoxas no campo pós-keynesiano.

Essa corrente de pensamento *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, Grellet critica essa versão, colocando a questão: *a moeda é a origem do desemprego?*<sup>55</sup>.

A crítica é a demanda especulativa por moeda não poder ser, por definição, senão *temporária*. No capítulo 15, as variações de emprego estão ligadas às variações temporárias da preferência pela liquidez dos agentes.

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.

Grellet alerta a *Teoria Geral* conter, pelo menos, mais duas explicações para o subemprego. No capítulo 3 da *Teoria Geral*, o subemprego aparece como possível porque o lucro máximo antecipado, capaz de impulsionar as diversas decisões de investimento, pode resultar em multiplicador com o nível final de emprego inferior ao do desejável pleno emprego.

O lucro esperado pelos investidores não tem nenhuma razão para ser associado a determinado nível de produção com 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 apega-se à própria natureza da moeda. A detenção de

---

<sup>55</sup> GRELLET, Gérard. La monnaie est-elle à l'origine du chômage? *Economie Appliquée*. Tome XXXVIII, n. 1, pp. 301-308, 1985.

qualquer ativo depende da comparação dos benefícios e dos custos ligados a esta posse.

A idéia de Keynes é as taxas de juros próprias dos diversos ativos deverem, no mínimo, ser comparadas aos atributos do ativo monetário. Se a expectativa é delas se situarem abaixo do prêmio de liquidez desse ativo, é necessário, para atingir o pleno emprego, provocar a baixa da taxa de juros própria da moeda. Isso supõe oferta de moeda de origem exógena, condição irrealista em relação à *prática bancária* de criação endógena de moeda através de inovações financeiras.

A entrada de moeda propiciada apenas por força extra-mercado é também inconsistente com o *princípio da demanda efetiva*. De acordo com este, 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. Eles criam moeda, endogenamente, isto é, na relação entre bancos e clientes. Estes tomam empréstimos. Se depositados em contas correntes, podem ser lastros de novos créditos.

Essa hipótese de moeda ser causa do desemprego 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 justificam os movimentos internacionais de ouro.

No sistema de crédito, as Autoridades Monetárias são incapazes de fixar certa taxa de juros em termos do poder de compra da moeda, ou seja, determinar *ex-ante* a taxa de juros real. Mas, como foi dito, a hipótese de 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 fosse *dado*, poderia acontecer de não haver moeda ou crédito suficiente para financiar a realização dos projetos de investimento de modo eles atenderem à demanda efetiva

existente. Haveria racionamento de crédito via quantidade – e não por meio de preço, ou seja, nível da taxa de juros.

Portanto, segundo Grellet, a moeda não deve ser vista como ativo cuja rigidez da oferta constitui o 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 em longo prazo** leva ao abandono da explicação em termos de déficit temporário da *demand*a 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 em economia onde a demanda *não se dirige sistematicamente* a ativos reprodutíveis com a mobilização de mão de obra, como é o caso de moeda e títulos, é a proposta do Capítulo 3 da *Teoria Geral* de Keynes. Assim, mesmo a moeda não sendo *retida*, não é de se supor, em economia na qual as decisões de investir são tomadas, individualmente, de maneira descentralizada, dentro da pluralidade de iniciativas particulares, possa se alcançar, sistematicamente, o pleno emprego da força de trabalho existente.

Em tal economia descoordenada, o desemprego não depende do alojamento monetário individual (em “reserva ociosa”), mas, simplesmente, dos impulsos (*animal spirits*) de gastar dos empreendedores. Seria surpreendente eles serem sempre suficientes para contratar todos os recursos produtivos, seja matéria-prima, seja mão-de-obra.

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 de “impulso inato à ação”, *em si*, não teria qualquer causa explicativa a não ser espírita, isto é, um inexplicável “espírito empreendedor” de alguns agentes econômicos.

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 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, inovação, etc.) e Schumpeter (inovação tecnológica-empresendedorismo-crédito), 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 a *aplicação teórica*, na interpretação de caso datado e localizado historicamente, antes de se tomar *decisões práticas*. Brevemente, 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 política de juros *em curto prazo* recessiva. Por essa explicação, aumenta-se o "prêmio para renunciar à liquidez" e o desemprego, teoricamente causado pela preferência pela liquidez, cresceria?!

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 nenhuma boa explicação, para o desemprego.

Enfatizando o *Princípio da Demanda Efetiva*, o argumento de outros analistas seria o aumento do desemprego ser antes de tudo fruto de mudanças na estrutura das empresas e do investimento em tecnologia direcionado pela informática e automação. A reengenharia

<sup>56</sup> DOW, A. & DOW, S.. "Animal spirits and rationality". in LAWSON, T. & PESARAN, H.. Keynes's Economics - Methodological Issues. NY, M. E. Sharpe, 1985. pp. 46-65.

significa 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 partição da economia em dois subconjuntos, 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 demanda por liquidez. Esta construção conduz a propor a taxa de juros fixada de maneira exógena, de um lado, e a mostrar o caráter arbitrário de decréscimo da preferência pela liquidez [via elevação do prêmio para renúncia à liquidez], quando a crise engendra 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) em esquema analítico de natureza assumidamente macroeconômica. A **segunda dificuldade** é postular 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 tentativa aparentemente paradoxal destinada a definir "macroeconomia de comportamentos".

O sistema monetário (Banco Central e sistema bancário), confrontado com a preferência do "público" pela liquidez representada

<sup>57</sup> LÉONARD, J & NOREL, P.. Système monétaire et préférence pour la liquidité: Keynes et la "macronomie des comportements". *Economie Appliquée*. Vol. 44, n° 2, p. 153-62, 1991.

pela moeda, aparece como o elemento essencial na constituição desta “macroeconomia dos comportamentos”, ou seja, microfundamentada.

A **propriedade fundamental da moeda bancária**, em tal (macro)economia, é ela não ser “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.

Em dado instante, a moeda bancária, isto é, todos os haveres monetários, exceto o papel-moeda em poder do público, independentemente de quem seja seu detentor, está sempre em circulação, no sistema bancário. Assim, fora a exigência de reservas compulsórias, os depósitos a vista não permanecem alojados, ociosamente, em economia monetária de produção.

Esses passivos são contrapartida contábil de ativos. Isto resulta, ao contrário do anunciado explicitamente por Keynes ao final do Capítulo XIII, preferência pela liquidez (*strictu sensu*, preferência por moeda bancária) e entesouramento não são similares, salvo confundindo *economia monetária de produção* com *economia puramente de troca de mercadorias* através de alguma moeda-mercadoria, sem sistema bancário.

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

A conservação da moeda sob forma líquida não é nada mais além da detenção de direitos de crédito sobre o sistema monetário. Os passivos bancários materializam esses direitos de crédito.

Eles são, direta ou indiretamente, “ativados” pelos agentes econômicos possuidores deles. 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 toda a demanda, devido ao lançamento de títulos de dívida (e assim obter crédito), ser *automática e plenamente* atendida. Significa sim, para toda a oferta contratada efetivamente (*ex-post*), houve determinada demanda de crédito (ou disposição de assumir débito), devido à decisão de gasto *ex-ante*.

O sistema bancário tem, permanentemente, certo passivo monetário “lastreando” seus ativos. Isto ocorre 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 a taxa de juros mudar em determinado sentido).

A demanda por liquidez com fins especulativos não encontra sua razão de ser senão na necessidade de algum encaixe disponível, *temporariamente*, para fins de *arbitragem* moeda-títulos: aguardando diferenciais de juros entre títulos<sup>58</sup>.

Portanto, Léonard & Norel demonstram:

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

Na crise de eventual “armadilha de liquidez”, no entanto, a alta da demanda por encaixe especulativo torna-se 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

---

<sup>58</sup> Alguns analistas do mercado financeiro precisam o conceito, definindo *arbitragem* como busca de ganho com diferenças entre títulos e moedas interestaduais (em diferentes mercados e/ou locais) e *especulação* com diferenças intertemporais (à vista e no futuro).

à falta de tomadores de crédito, à resistência em refinanciar, 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 teoria keynesiana é necessária ser aplicável também em condições normais, quando há *heterogeneidade* entre as preferências pela liquidez dos diversos agentes econômicos. Evidentemente, a preferência pela liquidez *absoluta* é exceção à regra histórica.

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 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 da economia monetária contemporânea?
- se o “dinheiro comprado” (captação paga) pelos bancos pode permanecer não remunerado?

## 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 o 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 a disposição por imobilizar-se, emitindo débitos para financiar *fluxos* de gastos, não impactando *diretamente* a taxa de juros. A **preferência pela liquidez** seria o 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 se a moeda não for *retida*, não é de se supor determinada economia, cujas decisões de investir são tomadas, individualmente, de maneira descentralizada, com 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. A propriedade fundamental da moeda bancária, em tal (macro)economia, é ela não ser “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.
7. A **questão polêmica**, então, é: como as preferências individuais pela liquidez, determinantes da formação de encaixes ociosos em *nível microeconômico*, podem ser conciliadas com a inexistência de reserva monetária voluntária ociosa (não remunerada), persistentemente, em *nível macroeconômico* (sistêmico)?

# **PARTE III**

## **OFERTA DE MOEDA**

# CAPÍTULO 5

## DETERMINAÇÃO DA OFERTA MONETÁRIA: EXÓGENA OU ENDÓGENA

*"Economia é a penosa elaboração do óbvio".*

### 5.1. Introdução

Uma vasta literatura pós-keynesiana contribui para a construção do *Postulado da Endogeneidade*, um dos pilares de uma convincente Teoria Alternativa da Moeda. O que será feito, ao longo deste capítulo, para não ser repetitivo, é um breve sumário de seus principais argumentos.

Inicialmente, vamos expor os argumentos a favor e contra a 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.

Em 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 ou escambo idealizado. Ele levaria ao equilíbrio geral, ao qual a moeda é acrescentada como *variável exógena*. Ela é, então, vista como

simples numerário intermediário. 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 capaz de permitir o adiamento da escolha: *é um meio de se adiar decisões*.

Se estas forem adiadas, não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros. Dessa forma, os planos dos agentes econômicos podem ser incompatíveis entre si. Não se alcança a situação idealizada do *equilíbrio*, onde os agentes têm confirmadas suas expectativas, revelando a consistência de cada indivíduo com seu contexto, tanto com seus recursos quanto com outros agentes.

Para qualquer monetarista, **a oferta de moeda é exógena**, ou seja, é aquela desejada pela Autoridade Monetária.

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 impediria isso acontecer dessa maneira.

Na teoria macroeconômica convencional, alguma variável cujo nível seja fixado pelo governo como efeito de implementação de política econômica, é representada analiticamente como *variável exógena*. É variável não determinada com o modelo. No caso, este se restringe a idealizar o comportamento do setor privado no mercado livre.

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

A definição de *exogeneidade* relevante para a estimação estatística considera alguma variável na regressão estatisticamente *exógena* somente se ela é dependente de *variáveis explicativas não observáveis*. Portanto, se a oferta de moeda é para ser tomada como *variável estatisticamente exógena*, deve ser demonstrado ela não responder à

demanda por moeda, ou seja, a oferta e a demanda serem *independentes entre si*.

Como vimos no capítulo 2, a visão liberal da história monetária enxerga a moeda apenas como fosse alguma mercadoria qualquer escolhida segundo critério de comodidade e/ou segurança por 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, de fato, *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, isto é, descoberta de minas, e/ou de saldos superavitários no comércio exterior, no caso de país não produtor de ouro ou prata. Haveria, então, lastro “físico” capaz de limitar 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 estiverem 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”, na concepção anti-quantitativista, seja marxista, quando é 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 variável *exógena* ao modelo de 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 as condições físicas da produção terem um papel limitador.

*Exogeneidade* no sentido de *controle* significa o Banco Central ter a capacidade de determinar o estoque nominal inclusive da moeda bancária. Especificamente, a autoridade monetária 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 Oferta Endógena 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, por exemplo, argumenta: "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 *não só a moeda ter sido endógena no passado, como também ela 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. Este sempre foi essencial para a acumulação de capital. A experiência histórica mostra somente durante alguma crise, eventualmente, o sistema capitalista reverter para a moeda mercadoria.

---

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

No entanto, esta crise pode ser resolvida por ação acomodatória por parte do Banco Central na oferta de moeda fiduciária. A alternativa é deflação de débitos. Este destrói o valor do capital acumulado.

Em 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>.

Segundo Wray, há 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, conduzindo 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, inovação do moderno capitalismo.

A lógica do capitalismo requer a moeda creditícia ser a forma "normal" de moeda. A moeda mercadoria seria 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 a serem 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 adiantada por crédito.

Entretanto, a lógica do sistema capitalista também requer o poder de compra não ser meramente estendido a qualquer um com o desejo de obter crédito. Idealmente, o crédito seria fornecido a capitalistas capazes de acrescentar capacidade produtiva e aumentar a produção

---

<sup>60</sup> WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. p. 73.

<sup>61</sup> WRAY; op. cit.; pp. 54-61.

daqueles bens possíveis de serem vendidos com preços suficientes para cobrir despesas e dar lucros para sustentar a acumulação de capital. Porém, não há mecanismo no sistema capitalista para garantir *a priori* esse resultado.

Os refinanciamentos normalmente são assegurados somente àqueles devedores capazes de, periodicamente, de acordo com o estipulado pelos contratos de crédito, os reembolsarem. O pagamento do crédito obtido, sob a ameaça de seu racionamento, obriga à orientação da produção estritamente para aceitação do mercado.

O banqueiro atua como juiz no julgamento de quem merece crédito. Mas não há garantia de o racionamento do crédito necessariamente gerar o volume necessário de crédito e o colocar nas mãos corretas. Falências e quebras bancárias ocasionais são resultado esperado da motivação privada do sistema capitalista.

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

*No funcionamento normal da economia capitalista, cada vez mais a moeda toma a forma de crédito. O primeiro passo para ter sistema bancário seguro requer sistema de reservas apoiado pelo Banco Central. Este 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 em meio através do qual os agentes econômicos se previnem de 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 oferta *independentemente* da demanda de crédito.
2. os empréstimos criam depósitos ao serem contratados por decisões de mutuantes e mutuários: deve-se criticar o *automatismo* do modelo tradicional de multiplicador, onde não cabem incerteza e problemas conjunturais, e sua *causalidade*, quando os depósitos à vista são múltiplos das reservas; na verdade, estas são apenas uma fração daqueles.
3. os Bancos Centrais, normalmente, por razões políticas (evitar as pressões derivadas de quadro recessivo) e financeiras (evitar a instabilidade causada por risco sistêmico), preferem *acomodar* as necessidades dos bancos comerciais;
4. se os Bancos Centrais tentarem 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, "punindo-os" com o custo e a fiscalização.

### **5.3. Debate sobre Oferta de Moeda Endógena entre Pós-Keynesianos**

Embora certo núcleo de idéias comuns possa ser distinguido, as várias versões pós-keynesianas das Teorias da 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 no longo prazo?
2. o grau da endogeneidade: parcial ou absoluta?
3. os fatores 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, Rouseas, 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.

Quem aceita esta última posição rejeita:

- tanto *a tese ortodoxa*, considerando a oferta de moeda plenamente controlada pelo Banco Central e independente de sua demanda,
- quanto *a posição extrema*, considerando a oferta de moeda plenamente determinada por sua demanda.

De acordo com esses autores, a Autoridade Monetária possui alguma capacidade de controlar os agregados monetários. Entretanto, para desempenhar suas tarefas institucionais, tende a acomodar a oferta de moeda baseada na demanda por ela, evitando largas flutuações nas taxas de juros.

Grandes flutuações de juros aumentariam a instabilidade financeira e romperiam a eficiência dos mercados. Além disso,

induziriam formas de *inovação financeira*, reduzindo os controles do Banco Central 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 função crescente da taxa de juros, cuja elasticidade será elevada, mas não necessariamente infinita.

Em qualquer taxa, a oferta de moeda é endógena, em grau pronunciado, mas sem ser perfeitamente endógena. *A demanda de moeda cria sua oferta efetiva*, em maior ou menor extensão, mas nunca inteiramente a *oferta potencial*.

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 a curva de oferta de moeda como horizontal.

Para alguns desses autores ("fundamentalistas"), a oferta de moeda **horizontal** pode ser aceita como a 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 moeda mercadoria e moeda creditícia. (...) erro fundamental de Keynes foi sua disposição a aceitar 'a quantidade de moeda ser 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*, de o Banco Central fixar a taxa de juros e não a quantidade de oferta de moeda, então, na opinião de Moore, a oferta de moeda creditícia seria apresentada como endogenamente dirigida pelo crédito e determinada pela demanda. Ele seria bem capaz de sustentar sua principal conclusão: as taxas de juros serem um fenômeno monetário e não um real, e o retorno sobre a moeda ser exógeno. Isto sem falar na “regra do alojamento” (preferência pela liquidez), explicada de maneira muito mais fácil, simples e persuasiva.

Porque Keynes, na *Teoria Geral*, sustentou-se sobre a hipótese de o estoque de moeda ser fixado de maneira exógena pelo Banco Central, sua original Teoria da Preferência pela Liquidez para a determinação das taxas de juros, infelizmente, para Moore, aparece *indeterminada*.

Isso 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. 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, então, em *circularidade de ideias*.

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, para bancos individuais, a quantidade efetiva de oferta de crédito ser variável não-discrionária, ao mesmo tempo quando a Autoridade Monetária estar destinada 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-discrionário desta variável. Essas operações pré-compromissadas são utilizadas só por iniciativas dos clientes.

<sup>62</sup> MOORE; op. cit.; p. 246.

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 limite pré-estabelecido, devido à existência do saque a descoberto, por exemplo, sob forma de "cheques especiais".

O nível exato do crédito não pode depender de alguma escolha arbitrária do setor bancário, baseado em acréscimo do custo marginal de empréstimo, se os bancos são "formadores de preços" (*price setters*) e "tomadores de quantidade" (*quantity takers*), na relação com seus clientes. Isto ocorre no *mercado a varejo e atacadista*, mas não no *mercado interbancário* e na relação com o Banco Central.

O Banco Central, por sua vez, não tem o poder de reduzir, direta e isoladamente, a base monetária. Pode somente elevá-la, para suportar a expansão da intermediação bancária.

Esta assimetria é explicada pelo fato de, 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 política monetária contracionista, dependendo de seu grau, podem fracassar por provocarem a ida dos bancos ao redesconto em busca da assistência financeira de liquidez. Como conseqüência, 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-discrionário, 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. Ele é incapaz de alcançar meta pré-estabelecida (*ex-ante*) para a base monetária.

Analiticamente, isto significa a oferta de moeda efetiva se adequar à sua demanda, ou seja, ser 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 **a curva de oferta de moeda não ser horizontal**, mesmo se todos depósitos criados retornem ao sistema bancário, porque bancos estão preocupados com crescentes *graus de exposição*, ou seja, suas *razões de alavancagem*.

Mesmo se os bancos não forem 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 teoria da preferência pela liquidez não é simplesmente um expediente 'falho', adotado em uma 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>.

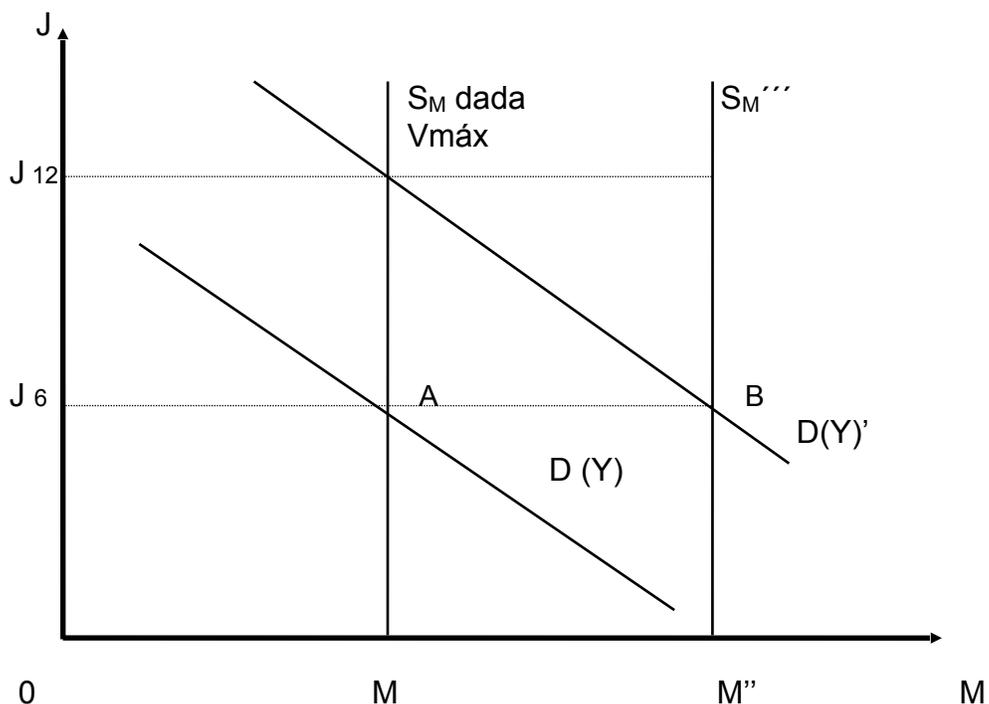
Tendo como exemplo esta postura conciliatória, no último tópico, após vermos as representações gráficas da oferta de moeda, se defenderá a posição moderada de mesmo este debate parecendo ser um diálogo de surdos, é possível não *segregar*, mas sim *agregar* idéias complementares dessas duas correntes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

---

<sup>63</sup> WRAY; op. cit.; p. 170.

## 5.4. Representações Gráficas da Oferta de Moeda

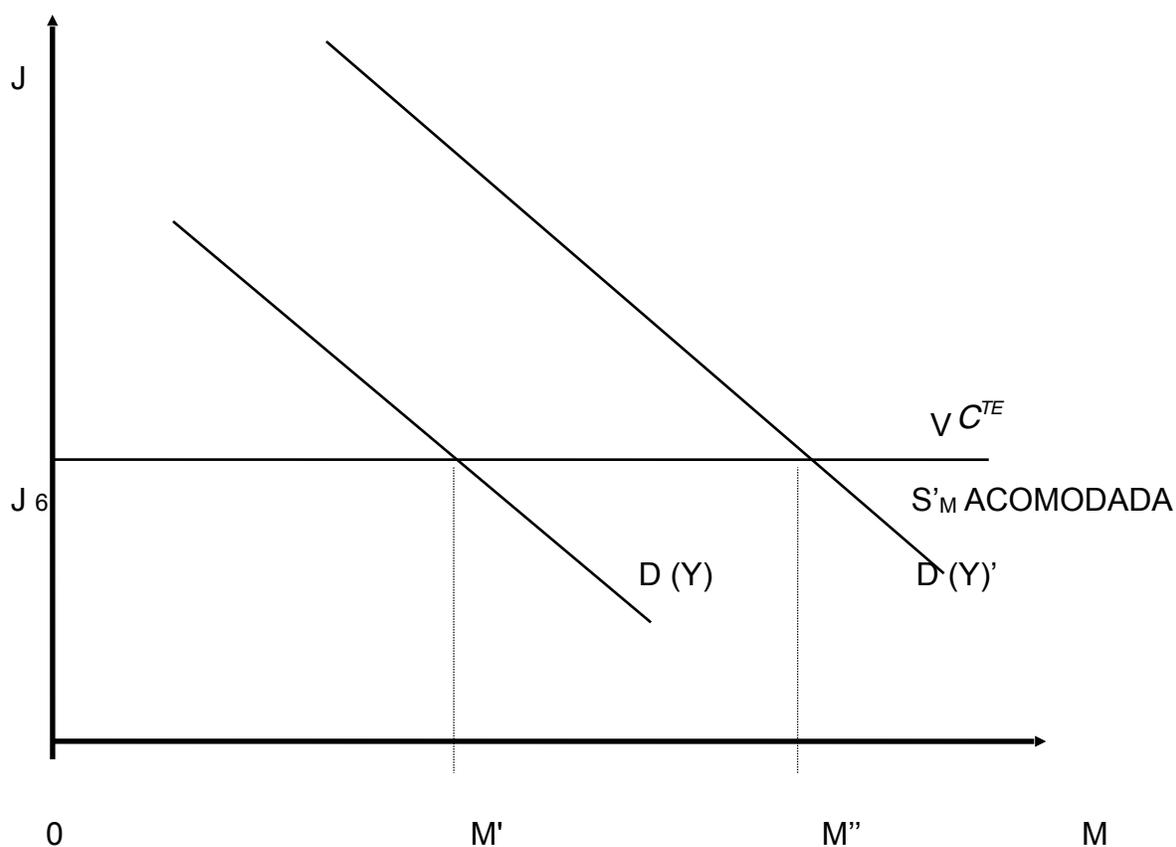
### OFERTA DA MOEDA EXÓGENA



Em 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 pela elevação da inflação, sua representação gráfica seria a *reta vertical*  $S_M$  dada. Com a oferta de moeda *direta* sustentada como constante, assumindo o Banco Central poder de fato fazer isto, mudanças na velocidade de circulação da moeda poderiam tomar lugar em ritmo acelerado, enquanto a taxa de juros move-se de  $J_6$  para  $J_{12}$ .

É altamente improvável, entretanto, na realidade, em alguma taxa de juros praticável, isso ser viável. A resposta da alteração da velocidade poderia ser suficiente para preencher o hiato da demanda excessiva por moeda em **AB**.

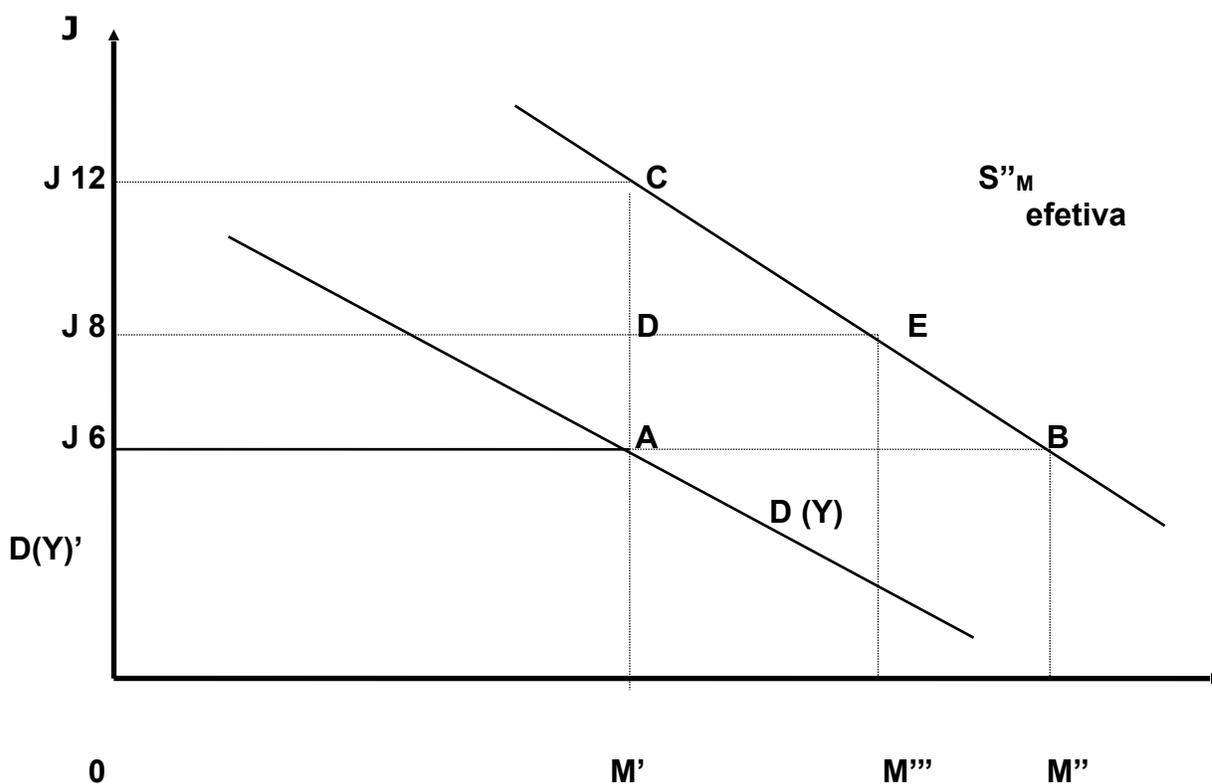
## OFERTA DA MOEDA ENDÓGENA



Esta é a 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<sub>6</sub>**, isto implica que **(PY)'** => **M<sup>s</sup>** (no gráfico **S' M**), isto é, a velocidade de circulação da moeda **V** permanece estável.

Sendo fiel à abordagem "horizontalista", não caberia distinguir, como está 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*, como a teoria monetária convencional a concebe, *nem horizontal*, ou seja, perfeitamente elástica à demanda por moeda, como de acordo com a oferta de moeda endógena quando se acomoda à demanda.

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, em 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 *grau de endogeneidade da oferta de moeda parcial*, as forças de mercado via inovações financeiras assegurarão, *ceteris paribus*, a estabilidade do equilíbrio no ponto  $E$ .

O gráfico pode ser adaptado, para representar a combinação de *acomodação parcial* por oferta de moeda *direta*, com o Banco Central

desejando evitar elevação da taxa de juros. Haveria, então, menor acréscimo na velocidade de circulação da moeda. Nesse caso, a soma total das ofertas de moeda seria maior que  $OM'''$ , porém menor que  $OM''$ , no caso da *acomodação absoluta*, com a curva  $S_M''$  intercedendo a curva  $D(Y)'$  em algum lugar entre **B** e **E**.

## 5.5. Uma Tentativa de Buscar o Consenso

O que inicialmente foi visto como simples diferença formal entre representações gráficas da oferta da moeda endógena, *horizontal versus positivamente inclinada*, está se derivando para *disputa escolástica*, ou seja, problema da relação entre a fé e a razão, com risco de provocar fratricídio intelectual.

Hoje, talvez as caricaturas dos defensores dessas posições fossem:

1. as de *doutrinários*, aqueles defensores com fé do conjunto de princípios de Keynes serem verdadeiros dogmas, e
2. as de *iconoclastas*, radicalmente destruidores de 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 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: não se pode ser bom pós-keynesiano sendo apenas keynesiano *fundamentalista*. É necessário superar Keynes, conservando de seu espólio somente o que é aplicável à realidade institucional contemporânea. Argumento de Autoridade não resolve polêmica.

Há muitas **dúvidas a respeito da redução desta controvérsia à representação gráfica estilizada** (em representação gráfica *não estilizada* a demanda crescente configura a oferta de moeda com o Banco Central declinando a taxa de juros básica):

1. como identificar a 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, isto é, suas variações ao longo do tempo, em resposta às variações da taxa de juros através de 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 falta de esclarecimento analítico sobre o nível de agregação correto para se tratar a questão: *microeconômico* ou *macroeconômico*. É aceitável ocorrer certa discricionariedade *ex-ante* de cada banco individual e se verificar uma passividade *ex-post* do sistema bancário.

Trata-se de separar os níveis micro e macroeconômico no sistema financeiro: Moore não propõe os bancos, simplesmente, validarem todas as solicitações de crédito recebidas. 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, aprovados em suas avaliações de perfil de risco, caso 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, "bancos não negam pedidos de crédito". Pode-se concordar com a visão de bancos individuais não simplesmente reagirem passivamente à demanda do tomador de empréstimos, pois eles fazem avaliação do seu risco de credor em relação ao risco do devedor. Seu perfil é avaliado pela estatística do banco de dados da inadimplência registrada em cada produto bancário antes ofertado. Um banco, ativamente, escolhe quais mercados de crédito vai 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 isso não afetar o argumento básico "horizontalista" de, 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, logicamente, oferta de moeda *efetivamente em circulação* sem existir nenhuma 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 forma de captação via *criação de quase-moeda*, quando as reservas não estão disponíveis no redesconto com custo compensador. Em certas circunstâncias, os Bancos Centrais

estabelecem juros punitivos acima da taxa de juros média do mercado interbancário.

A vantagem para o banco comercial é captar no mercado de clientes, com relação custo/benefício favorável, preferencialmente via passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no Banco Central. Ele significa custo não remunerado.

Para o público não-bancário, a vantagem é dispor de 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.

Os bancos deficitários em reserva bancária, durante o expediente, recorreriam ainda ao mercado interbancário, antes de recorrerem ao Banco Central, em última instância.

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

## RESUMO

1. Há polêmica a respeito do caráter *exógeno* ou *endógeno* da oferta de moeda, mas, mesmo entre os adeptos desta última concepção, discute-se sobre o *grau* da oferta de moeda ser endógena: se é *absoluto* ou se é *parcial*.
2. Quem postula oferta de moeda *exógena*, afirma ela ser *independente* da demanda por moeda e *perfeitamente inelástica* à taxa de juros, ou seja, a representação gráfica, entre os eixos da taxa de juros e da quantidade de moeda, ocorre através de reta vertical.
3. Quem adota concepção de oferta de moeda *endógena*, concebe-a como *interdependente* com a função demanda por moeda e *não 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 reta horizontal ou curva positivamente inclinada.
4. No caso da oferta de moeda endógena em termos *absolutos* ou *acomodatícios*, o argumento básico é o Banco Central estabelecer, de maneira exógena, a taxa de juros básica de referência e deixar, então, a quantidade de moeda sob o controle das forças de mercado. Por razões políticas, como evitar recessão, desemprego e quebra de instituições financeiras (com perda da riqueza financeira de parcela da população), 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 oferta de moeda endógena, *parcial* ou *estrutural*, afirma-se a função de *controle monetário*, exercida pelo banco central, elevar a taxa de juros, mas essa é contraposta por alteração da velocidade de circulação da moeda e/ou por inovações financeiras, quando 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 oferta de moeda ser ou não endógena como fosse uma simples questão de representação gráfica: é possível representar as curvas de oferta e de demanda por moeda sem independência estatística? É representação de dada situação, 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, tomadas por cada banco individual, ou somente se pode representar o resultado *ex-post* das decisões interrelacionadas do conjunto de bancos? São variações *na* curva ou *da* curva?

**PARTE IV**  
**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, todo 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 ideias de Knut 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 Knut Wicksell à Teoria Monetária**

Wicksell, no início do século XX, antecipou a discussão da endogeneidade da *moeda creditícia*: “a Lei de Say invertida”. Ela ainda é tema de debate contemporâneo.

“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:

1. teoria monetária,
2. teoria do valor (e/ou do capital), e
3. finanças públicas.

<sup>64</sup> WICKSELL, Knut. The Influence of the Rate of Interest on Prices. in CHRYSTAL, K. Alec (ed.). Monetarism Volume I. London, Edward Elgar, 1990. (original de 1907). p. 37.

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

É reconhecido, no entanto, estar no campo da teoria monetária 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 na seguinte 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 interpretação mais interessante para a investigação dos desdobramentos heterodoxos da análise wickselliana. Ela 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 verdadeira, para Wicksell, somente sob hipótese de velocidade de circulação da moeda constante, assim como no caso extremo de *sistema de puro pagamento à vista*, sem crédito.

Com crédito, a velocidade de circulação da moeda tornar-se-ia variável, tal como no *postulado da instabilidade da velocidade* apresentado no primeiro capítulo deste livro. Seria então impossível

<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> STEIGER, Otto. Monetary Equilibrium. in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave: Money. UK, The MacMillan Press Ltd., 1989. p. 223.

provar haver 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 *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 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 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 a *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**, em 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, identificada pelos marginalistas com a produtividade marginal do capital<sup>68</sup>;

- 2) a relação da *demanda monetária agregada* com a *oferta agregada de mercadorias*.

Em sua análise, Wicksell conectou ambas abordagens, mostrando, em economia fechada, competitiva, com *sistema de crédito puro*, algum desvio entre a *taxa de empréstimo* e a *taxa de juros real* estimula a expansão ou a contração do crédito. Serve como 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 dado produto, ou seja, em pleno emprego, isso deve resultar em crescimento ou queda em todos preços monetários. Este é 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 certa taxa de equilíbrio especial, a chamada *taxa de juros normal* sobre empréstimos. Wicksell pensava, sob a mais realística premissa de *sistema misto de pagamento à vista e a crédito*, as

<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 capital e não pelo número ou qualidade das peças metálicas que facilitam a venda e a circulação da produção. Wicksell; op. cit. [1911]; p. 274 e p. 283.

<sup>69</sup> WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 271.

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*, enunciado no primeiro capítulo deste 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 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. Haver coincidência entre a taxa *de mercado* e a *taxa natural* é, portanto, improvável. Wicksell coloca a responsabilidade desse ajustamento recaindo sobre os bancos, pois "suas obrigações para com a sociedade são muito mais importantes do que suas obrigações privadas"<sup>71</sup>.

No entanto, isso não significa os bancos não avaliarem a *taxa natural* antes de fixarem suas próprias taxas de juros. Naturalmente, isto seria impraticável, porque a *taxa natural* é hipotética, e desnecessário, pois na opinião convencional o nível corrente de preço dos bens fornece o teste válido para concordância ou discordância das duas taxas.

<sup>70</sup> WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 289.

<sup>71</sup> WICKSELL, Knut. Interest and Prices. London, MacMillan, 1936. (original de 1898). p. 194.

Daí ele deduziu – e antecipou em um século – a futura regra de comportamento para o Banco Central em um Regime de Meta Inflacionária.

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. Se os preços caírem, a taxa de juros deve ser diminuída. A taxa de juros deve, assim, ser mantida neste novo nível até outro movimento de preços exigir 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 em 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 de os bancos seguirem essa regra a não em caso deles esgotarem as reservas emprestáveis. A queda nas taxas de juros pode diminuir suas margens de lucro mais em vez de aumentar o nível de seus negócios.

*O Processo Cumulativo do mecanismo indireto não é explosivo.* Wicksell supõe a existência de fator estabilizador dentro do processo.

“O Processo Cumulativo seria explosivo só no caso especial (considerado extremo por Wicksell) de a economia ser 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

---

<sup>72</sup> WICKSELL; op. cit. (1907); p. 41.

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, por exemplo, porque os bancos vão de encontro à barreira de cada capacidade de empréstimos, estabelecida 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 se igualar à taxa normal.*

O *processo cumulativo* leva à situação insustentável, quando o investimento empreendido sob estímulo de taxa de juros "artificialmente" baixa se revelar como fonte de prejuízos: os *booms* terminam em liquidação e isso 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 quando 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 com ênfases em 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: "Wicksell almejou

---

<sup>73</sup> HARRIS, Laurence. Teoria Monetária. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1985. p. 149.

reformular a Teoria Quantitativa da Moeda de modo a promover sua integração com a teoria geral dos preços”<sup>74</sup>.

Portanto, desenvolveu a Teoria Quantitativa da Moeda para *sistema de crédito*, abrindo espaço para a crítica à sua versão tradicional, na linha de Hume, Ricardo, Walras, etc. Esta destacava apenas o *efeito saldo real* da variação dos saldos de caixa próprios dos agentes econômicos. Wicksell adotou, de maneira independente, certa idéia originária de Thornton, que enfatizava a relação entre os juros, a moeda e o nível de preços.

No entanto, ele trata de assinalar “ser loucura supor, quanto aos preços dos bens concretos, existir relação essencial entre as coisas, bens e dinheiro, e só se poder 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 Teoria Alternativa da Moeda. De acordo com sua visão, alterações de preços relativos, por exemplo, realizadas por oligopólios, não necessariamente implicam em variações do nível geral de preços.

Toda alta ou baixa no preço de determinada mercadoria pressupõe a perturbação do equilíbrio entre a oferta e a procura de tal produto, seja perturbação efetiva, seja mera expectativa. O 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 elevação

---

<sup>74</sup> SOROMENHO, Jorge E. C.. Uma Análise da Evolução do Conceito de Equilíbrio Monetário no Pensamento Sueco. SP, Dissertação de Mestrado pela FEA/USP, 1986. p. 40.

no nível geral dos preços através do *mecanismo de transmissão indireto* acompanhado do *direto*, isto é, do efeito antecedente sobre a demanda de bens. Wicksell não deixa de apontar os defeitos da Teoria Quantitativa da Moeda.

Ele repudiava explicitamente a Lei de Say. Pensava o mecanismo encontrado por trás da Teoria Quantitativa da Moeda se basear 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 da reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda, embora considerasse basicamente correta a principal proposição desta: o valor da moeda é inversamente proporcional à sua quantidade em circulação.

Sua crítica é ela ser muito restritiva e em conflito com a realidade, porque baseia-se na hipótese de todos usarem seus *saldos próprios* para produzir o *efeito saldo real* no mecanismo de transmissão direto dos fatores monetários. Ela não considera, devidamente, o fato de, em 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** onde 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

*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, em sistema bancário desenvolvido, os distúrbios “reais”, responsáveis por flutuações na renda, conduzem a variações na demanda por moeda. Elas são passivamente suportadas por variações na oferta monetária dos bancos privados. Isto se estes não vão de encontro à barreira da capacidade de empréstimos, estabelecida 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 a fonte de distúrbio.

Ele enfoca variações no fluxo de crédito, intermediado pelos bancos, estar acima das variações no estoque da moeda central. Revela a visão de sistema bancário *policêntrico* como alternativa ao modelo *monocêntrico*, ou seja, com determinada 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 nenhum dos discípulos de Tooke ter se dedicado a expor esse aspecto de sua teoria. Contentaram-se em insistir sobre a suposta incapacidade de os bancos influírem sobre os preços dos bens e sobre a demanda dos meios de crédito.

Ele 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 serem as taxas de juros *relativamente baixas* (e não *relativamente altas*) a origem primária ou antecedente da expansão monetária e da inflação <sup>75</sup>.

Wicksell não afirmou serem 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 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** é sempre a adoção de programa de controle de gastos públicos. Retirada de leitura conservadora das idéias de Wicksell, ela 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 *choque real*: desloca-se

<sup>75</sup> SIMONSEN, Mário H.. Teoria da Inflação e Política Anti-inflacionária. A Inflação Brasileira e a Atual Política Anti-inflacionária. DF, mimeo, 1979.

*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**:

1. no **mercado de bens**, quando a oferta de bens de investimento iguala à demanda monetária por tais bens;
2. no **mercado monetário-creditício**, quando a oferta de crédito se iguala à demanda monetária.

Para estabilizar o nível de preços é necessário a *taxa monetária* ser igual à *taxa normal*. A esta *taxa natural* as curvas de investimento e poupança se cruzam, quando 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. Em sistema bancário desenvolvido, poupança e investimento são intermediados por bancos. O setor 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*, estabelece 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 oferta de moeda endógena;
- inexistente o excesso de demanda agregada;
- sem processo cumulativo.

Na opinião de Harris, "o importante é a obra de Wicksell constituir o resumo de longa tradição de Teoria Quantitativa da Moeda, e Wicksell ter esclarecido considerar sua obra como elaboração e defesa da Teoria Quantitativa. Esta tradição não está muito longe das proposições elaboradas pelos keynesianos"<sup>76</sup>.

Na verdade, em lugar dessa defesa da ortodoxia, Wicksell fez comentário no qual revelou a *encruzilhada* onde se encontrava entre a Teoria Quantitativa da Moeda e a Teoria Alternativa da Moeda.

*"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 em experimento. A realidade concreta, em seu conjunto é demasiado confusa e complexa para podermos tomá-la como suporte de nossos pontos de vista; é muito difícil e duvidoso isolar tal fenômeno. A única prova experimental capaz de nos satisfazer seria a de todos os bancos do mundo, depois de chegar a algum acordo sobre o particular, no interesse da Teoria Pura, iniciassem marcada alta ou baixa de suas taxas de juros e as mantivessem pelo menos durante alguns anos, de modo se manifestarem por si mesmas as reações sobre os preços dos produtos. Sem dúvida, teremos de esperar transcorrer um tempo muito longo até ocorrer*

<sup>76</sup> HARRIS; op. cit.; p.149.

*experiência dessa ordem. A única saída imediata encontrada 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, *mecanismo de transmissão monetário interativo e iterativo*.

---

<sup>77</sup> WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 273/4.

**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 abordagem agregada para análise do problema.
2. O *Processo Cumulativo* é gerado por desvio entre a taxa de juros de empréstimos e a taxa de juros real, resultando em distonia entre a demanda agregada sob forma monetária e *dada* oferta de todos os bens, consequentemente, em crescimento ou queda em todos os preços nominais.
3. O acionamento do *processo cumulativo* pode ocorrer ou por **choque monetário**, em função da mudança de comportamento dos *bancos*, induzindo a alteração da *taxa de juros do mercado*, ou por **choque real**, em função da mudança de comportamento do *público não bancário*, provocando deslocamento da poupança e/ou do investimento, resultando na alteração da *taxa de juros natural*.
4. Em 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 e um médico discutiam a respeito de qual foi a profissão mais antiga do mundo, ou seja, 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 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 veio o caos?".*

#### **7.1. Introdução**

O objetivo deste capítulo é mostrar o esforço de construção de teoria comportamental, geral e consistente, para todas economias de mercado, empreendido por uma série de autores anti-*mainstream*. Farei isso com a exposição do mecanismo de transmissão monetário através do método *ex-ante* / *ex-post*.

Analisarei 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.

Discordo, portanto, do ceticismo dos *equilibristas*. Eles desacreditam da construção de teoria das decisões sob condições de incerteza.

---

<sup>78</sup> Versão reduzida do texto, com o mesmo título, publicado em Economia e Sociedade. Campinas, Revista do Instituto de Economia da UNICAMP, Vol. 5, pp. 159-179, dez. 1997.

Mostrarei a incerteza gerada pelas expectativas divergentes, baseadas na 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 premissa de 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*, por estar 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: *você não poder ficar rico por conta própria*, isto é, isoladamente.

O **problema de interdependência estratégica** entre as decisões dos agentes econômicos trata da **interação**, isto é, ação mútua entre os agentes, em combinação com a **iteração**. Este é o ato de *iterar* ou repetir sequência de operações, onde o objeto de cada qual é o resultado da precedente.

Mostrarei, através da análise de cada etapa do mecanismo de transmissão monetário, determinado agente escolher algum *mecanismo de reação* lhe indicando o que fazer em *nova interação*, em função do feito por ele e outros agentes econômicos em *interações prévias*. Em tentativas-e-erros, repete-se o feito com bom resultado. Ele pode *iterar* ou repetir seqüência de operações, mas cada qual se dará em novo contexto resultante das interações precedentes com os demais agentes. A condição monetária inicial não se repete e a trajetória dinâmica e

caótica, ao se afastar das condições iniciais, não pode ser predeterminada. É imprevisível.

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 espécie de jogo cujas regras se alteram após seu início.

A vitória (ou sobrevivência) no jogo antagônico da economia concorrencial capitalista depende, necessariamente, da burla de regras sistemáticas, com *inovações*, sejam financeiras, sejam 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. Se ele até então agia regularmente, por exemplo, com sua demanda por moeda estável, ele reage em caso de se prejudicar por seu comportamento habitual.

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, em sentido crescente, de maneira a convergirem. Quando o mercado é visto como **jogo não cooperativo ou antagônico**, onde cada participante desconhece as decisões dos demais, *não há como assegurar a convergência para o 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. Busca sintonizar suas expectativas com as dos demais, se as estratégias dos adversários pertencerem a certo campo conjecturável.

A questão colocada diz a respeito da possibilidade de cada agente econômico descobrir o que os outros pensam. Qual é o grau de confiança de cada agente em extrapolar suas próprias opiniões para a coletividade?

Os agentes econômicos podem tentar alinhar e coordenar seu comportamento pelas ações dos outros, caso lhes fosse possível prever o comportamento de outros. Há desinformações a respeito.

Se fosse possível imaginar “como é ser o outro”, ou seja, “assumir o papel do outro”, eles tentariam prever as estratégias de seus concorrentes. O padrão seria imaginar o que fariam se estivessem na situação deles. Esse exercício de empatia falha.

A vida econômica, portanto, pode ser vista como uma série de ocasiões ou cenas onde 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 insegura deste último. A vida econômica, no entanto, é usualmente mais incerta em relação ao transparecido pelas convenções ou normas sociais. Com frequência, não se está certo do possível de se 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, considerado heterodoxo junto aos economistas do *mainstream*, está sendo progressivamente difundido, para explicar a mudança estrutural e a dinâmica complexa característica dos sistemas econômicos.

A economia dinâmica interessa-se mais por *processos complexos*, não por *estados estáticos*. Economia como sistema complexo emerge das interações entre seus múltiplos componentes.

A visão alternativa verifica o movimento capaz de desordenar também ordena em certas configurações provisórias. Em visão holística,

torna-se inteligível se interprete eventual harmonia do conjunto. As relações de determinação por trás do aparente *caos* econômico, sendo compreendidas, permitem afastar a idéia tradicional a respeito do poder de intervenção da Autoridade Monetária e de causalidade unidirecional de sua política.

Não se sustenta a ideia de tudo tender para o *equilíbrio*, através de rígido mecanismo de transmissão, baseado em leis determinísticas, ou seja, leis capazes de deduzir o futuro a partir de eventos do passado e não de expectativas sobre o próprio futuro. Não ilumina o fato de, por mais parecidas sejam as trajetórias econômicas, similaridade não implica em igualdade. São percursos radicalmente diferentes. Os comportamentos divergentes levam a resultados imprevisíveis.

A chave para esses comportamentos está na palavra **iteração**.

Ocorre *iteração* quando se repete uma sequência de operações, onde 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 resultante das decisões dos agentes econômicos em **interação**.

### **7.3. Metodologia**

Alguns dos *métodos dinâmicos* desenvolvidos pelos economistas suecos da *Escola de Estocolmo* tornaram-se parte da apresentação da mensagem original de Keynes 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 *esperados*, em intervalo ainda futuro, e

<sup>79</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. Por uma Teoria Alternativa da Moeda. Campinas, Tese de Livre-docência pelo IE-UNICAMP, 1994. Tópicos 3.3.7 e 4.1.2.

os acontecimentos e as situações *de fato surgidos*, no registro desse intervalo, depois dele ter sido incorporado pela história.

Myrdal denominou essa concepção a respeito daquilo a ocorrer em determinado segmento de tempo, tentativamente concebido por alguma pessoa quando estiver no limiar desse segmento, de **apreciação ex ante**. Analisar aquilo de fato registrado, depois de 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 teoria da *decisão*, e qualquer decisão é *ex ante*. Faz referência a 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 nexa” 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, em linguagem *ex ante*. Por exemplo, 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 conflito implícito de intenções. Por exemplo, as dos recebedores de renda pode ser adiar seus gastos, usando grande parte dela. Se não forem compensadas pelas intenções dos homens de negócios de negociar entre si grande parte correspondente do conjunto de sua própria produção, para o melhoramento líquido de seu equipamento, surgirá um problema macroeconômico: desemprego.

<sup>80</sup> SHACKLE, G. L. S.. Um Esquema de Teoria Econômica. RJ, Zahar, 1969 (original de 1965). SHACKLE, G. L. S.. Epistemica y Economía: Crítica de las Doctrinas Económicas. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1976 (original de 1972). SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia Contemporânea: Invenção e Tradição no Pensamento Econômico (1926-1939). SP, Hucitec, 1991 (original *The Years of the High Theory* de 1967).

Ambas decisões não se preocupam em empregar toda a força de trabalho disponível.

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. Em *economia monetária*, tal emparelhamento dos desejos é muito mais distante em lugar de *economia de troca direta*, pois a moeda atuando como reserva de valor permite o diferimento de gastos.

**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. A análise de *iteração* é a tentativa de se apresentar os eventos como sendo consequência de repetição de rotinas.

Mas as *interações* de decisões anteriores podem exigir novas decisões subsequentes, considerando o resultado inesperado dos eventos. A noção fundamental do *método pós-wickselliano*, adotado aqui, para analisar o mecanismo de transmissão, é a escolha da decisão se referem não ao feito antes, no passado, mas a *ações ainda não realizadas*. Os agentes econômicos necessitam de Teorias de Decisões essencialmente *ex-ante*. São incapazes de orientar as melhores decisões?

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 cruciais. São tomadas antes de alguns fatos então desconhecidos, surgidos *a posteriori* como resultantes das próprias decisões.

A escolha entre cenários futuros diversos produz 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 a sociedade se desmantelar, 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>. Determinada instituição parece agir, escolher e decidir como se fora um grande indivíduo, mas também é criada e formada por indivíduos.

Uma **instituição governamental** pode ser definida como um mecanismo de imposição de regras capazes de governarem o comportamento de algum grupo de indivíduos por meio de sanções externas *formais*. Já as **normas sociais de civilidade** impõem regras por meio de sanções externas *informais*, mas com regras comportamentais 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 *determinada organização* ou *certo estabelecimento* para promoção de algum objeto particular, como um sindicato ou um Banco Central. Constitui também *um padrão organizado de comportamento grupal*, bem estabelecido e aceito como parte fundamental de certa 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. 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* concebidos como fenômenos generalizáveis.

Eles podem ser abstraídos de seus contextos locais e históricos, permitindo a construção da *teoria econômica pura*, pré-requisito para a

---

<sup>81</sup> ELSTER, Jon. Peças e Engrenagens das Ciências Sociais. RJ, Relume-Dumará, 1994. p. 174.

*economia aplicada* e as decisões práticas, entre as quais a *ação de política econômica*. Esta sim depende da análise e reforma das instituições, além 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 como poder de ir contra a expectativa reinante, tomando certa *decisão de política pública*. Visaria, em última instância, o *lucro coletivo* da sociedade e não o *lucro particular* no mercado. Neste sentido, poderia ter alguma ação ativa contra-ciclo.

No entanto, as divergências sistemáticas entre os planos individuais dos agentes levam à conclusão política de a administração da demanda agregada não ser 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*, o impulso para o gasto devido ao excesso do estoque nominal de moeda, é contraposto pela abordagem keynesiana da *preferência pela liquidez*, isto é, diferimento do gasto com retenção da moeda.

<sup>82</sup> HODGSON, Geoff. Persuasion, Expectations and the Limits to Keynes. in Lawson & Pesaran (ed.). *Keynes' Economics: Methodological Issues*. NY, M. E. Sharpe, 1985. p.41.

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: expansões monetárias não exercem grande influência sobre as *taxas de juros em longo prazo*. Variações destas últimas não constituem estímulo suficiente para se 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>. Se é verdade a *expansão* monetária ter *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 os sancionar.

Nesse caso, não só é inevitável o 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*. Também a não realização das vendas por rejeição do nível dos *mark-ups* desejados pelos *price-makers*, no *mercado de bens*, constituem obstáculos na expansão do sistema.

Em curto prazo, se a quantidade de moeda *efetivamente* entrada 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**, em curto prazo, em situação de elevados estoques não-desejados, e **decisões de investimento**, em longo prazo, em caso de capacidade ociosa não-planejada, são adiadas.

*A não-validação pela moeda das decisões ex-ante de produção e de investimento*, em conformidade com as necessidades reais da

---

<sup>83</sup> Ilustrada através das metáforas: "a corda serve para puxar o touro, mas tem pouca utilidade para retrocedê-lo" ou então "pode-se levar o cavalo à fonte, mas não se pode obrigá-lo a beber".

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. Elas estimulam as aplicações financeiras 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 certa taxa de juros *a priori*, ou seja, sua expectativa de taxa *real* face à inflação esperada, *líquida* após a tributação, *em 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 os tomadores de decisão deverem *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*. Esta 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**: em situação sem o *gasto desejado ser inelástico aos juros*, a política monetária deve operar através da disponibilidade de *finance* em vez de variações na taxa de juros.
4. **coordenação de preços**: *política monetária contracionista*, isoladamente, sem essa política complementar, *não é efetiva* perante preços rígidos para baixo, devido à desconfiança de cada agente de sua iniciativa de cortar seus preços não ser 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 dos gastos. Há 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 títulos de dívida pública em *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*, isto é, da 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*

<sup>84</sup> CHICK, Victoria. The Theory of Monetary Policy. Oxford, Basil Blackwell, 1973. p. 137.

<sup>85</sup> MINSKY, Hyman. John Maynard Keynes. NK, Columbia University Press, 1975.

*risco* tanto do prestador quanto do tomador. Ambos avaliam a variação da relação fundos externos / fundos internos, segundo o *princípio do risco crescente*.

A inversão do ciclo expansivo pode ocorrer ou por *problema de estoque de dívida ou saldos* (fundos de terceiros / fundos próprios) ou por *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 dívida quanto à capacidade de o devedor honrar o débito face ao aumento de sua *fragilidade financeira*. Esta indica o grau de prudência no endividamento.

Em consequência, a estratégia passa a ser a diminuição do *grau de alavancagem financeira*. Esta é a medida na qual o endividamento financia operações ativas das empresas. O uso de recursos de terceiros eleva a taxa de retorno sobre o capital próprio. A alavancagem financeira é positiva quando, com o uso de capitais de outros (acionistas e/ou credores), obtém-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 de expectativas, não só os banqueiros (credores), como também os empresários (devedores), ambos reverão suas 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 novo sob o ponto de vista macroeconômico.

Os empreendedores, em certas circunstâncias, não conseguem obter contratos adicionais de moeda bancária. Desejam aumentar suas posições de capital de giro para expansão do fluxo de produção, mas a preferência pela liquidez do público está generalizada. 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 trabalhistas*. Portanto, o crescimento do emprego, em longo prazo, será obstruído, mesmo quando a esperada demanda efetiva futura seja suficiente para garantir expansão.

*A moeda não é neutra* na concepção pós-keynesiana fundamentalista. Há deficiência de moeda em circulação, quando foi deixada *inativa*. Ela, assim, 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.

O sistema bancário providencia certo quadro financeiro capaz de facilitar a transição a maiores fluxos de produção e emprego, mas é também capaz de suportar passivamente forças inflacionárias. Estas surgem devido às demandas econômicas, sociais e políticas de vários grupos por maiores rendas nominais com o fim de obter, *ceteris paribus*, maior participação em algum fluxo de produto agregado.

O sistema bancário, portanto, pode acomodar demandas inflacionárias. A expansão monetária relacionada ao sistema bancário não é causa da inflação, como propõe a Teoria Quantitativa da Moeda, mas a oferta de moeda endógena é condição permissiva quando sanciona os aumentos dos preços das mercadorias fixados pelos oligopolistas. Constituem o 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, a emissão de crédito ser bem fundada: isto vai depender do resultado dos negócios.

Porém, o regime de moeda creditícia permite diferir a realização das perdas. Estas passam a ser financiadas por novos créditos, levando muitas empresas não mais produtoras de valores socialmente necessários a terem alguma sobrevida artificial. É má alocação de recursos.

Com a diminuição do risco da realização mercantil, isto é, *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*. Nesse caso, seria uma descapitalização, devido à subestimativa dos preços.

Constata-se esse fenômeno quando o fluxo de renda recebido pela venda de mercadorias está convertido em novo 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 poderá ser insuficiente. Os empresários, então, 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 necessário formular 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 algum comprador com dinheiro, disposto a adquirir o bem ao *preço oferecido*. É necessário a validação monetária para os aumentos relativos de preços, decididos por oligopólios, se efetivarem nominalmente *ex-post*.

A moeda *sanciona ex-post*, isto é, não causa as 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, onde se troca moeda, com decisões de outros agentes para as validarem.

Deve-se distinguir entre **duas classes de ação** como fundamentos do processo dos preços:

1. ações mediante as quais os bens são *oferecidos* aos compradores com preços fixados pelos vendedores;
2. ações pelas quais essas ofertas são *aceitas* pela outra parte, com *frequência* em extensão maior ou menor face à 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 ocorrerá se a *frequência de vendas* não estiver 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 eles nunca poderem variar, mas sim não variarem, necessariamente, ao haver desequilíbrio entre demanda e oferta de bens e serviços.

Na prática, o fato de haver estoques tem muito a ver com a possibilidade de manter fixos os preços. Quando a demanda excede a produção, *se há estoques*, eles podem compensar essa deficiência. Obviamente, o preço não tem então razão para ser aumentado.

*Se não há estoques*, é difícil a suposição dos preços rígidos. A suposição dos preços fixos é mais difícil no caso dos bens *perecíveis*, ou seja, não armazenáveis, que no dos *estocáveis*.

No mercado de *fix-price*, o estoque *efetivo* pode ser maior ou menor face ao *desejado*. No mercado de *flex-price*, o estoque *efetivo* é

sempre o *dado*. 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 preço acima do preço de aquisição, ou seja, importa a *incerteza da expectativa de preços*. Este elemento especulativo, devido às expectativas sobre o comportamento dos preços, revela, sob forma de maiores preços, essas 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. Eles 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 haver certa faixa dentro da qual o nível de estoque é confortável, de modo não haver necessidade de medidas especiais para corrigi-lo. Só haverá alguma 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*. Em segundo, é indicada 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 ajuste exato do *nível dos estoques*: seguramente se cometerão erros.

No **caso dos bens armazenáveis**, os erros podem comprometer o futuro, permanecendo alguma 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”. Assim, recebe dinheiro para autofinanciar ou ganhar aplicando em juros.

No **caso dos bens perecíveis**, o excesso da produção sobre a demanda monetizada não pode se acumular em estoques. Simplesmente, o excesso é desperdiçado. Este é o sinal para reduzir a produção. Excesso de demanda com “dinheiro na mão” 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 explicação em termos de *carência de oferta estrutural de empregos*.

Mesmo quando a moeda não for *entesourada*, não é de se supor, em economia de mercado, na qual as decisões de investir são tomadas de maneira livre por empresários, *descoordenadamente*, possa caminhar, de modo sistemático, para o pleno emprego de toda a mão de obra disponível. A moeda *entesourada* é *efeito simultâneo*, não a *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, entre outros fatores:

1. à capacidade de autofinanciamento,
2. às expectativas de lucros,
3. ao grau de utilização da capacidade produtiva,

4. às inovações tecnológicas.
-------------------------------

Logo, as modificações na oferta de moeda não são consideradas como co-determinantes fundamentais, em primeira instância, dessas decisões.

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. 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 *quais 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**. Eles se distinguem 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*, garantidor da recompra e organizador das operações, inclusive do *mercado secundário*,
- a existência de *substitutos*.

---

<sup>86</sup> MINSKY, Hyman. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven and London, Yale University Press, 1986.

*Financiar* a aquisição e a manutenção de ativos acima do excedente líquido disponível, isto é, lucros retidos, implica na emissão de títulos de dívida. Espera-se, então, entre os atributos desses ativos, o fluxo de caixa (**q**) ser superior ao fluxo de obrigações (**c**: custos de retenção e custos financeiros), ao longo do período de financiamento, além de, com mercado secundário organizado, oferecer grau de liquidez (**l**) razoável, com possibilidade de revenda sem perda de valor e com rapidez, caso necessário.

As decisões de *investimento produtivo* somadas se tornam cruciais, pois destroem o contexto onde foram tomadas e não podem ser repetidas, pois suas condições iniciais já não podem ser repostas. Ao contrário do *investimento financeiro*, caracteriza-se por provocar processo praticamente irreversível, porque, uma vez desencadeados os gastos do investimento, esse processo 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 *especialização 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 ser racional adotar certa *convenção*, para se tomar alguma decisão sob condições de incerteza. Esta atitude, se generalizada, levaria à baixa dispersão das opiniões em torno de determinada média ou, no limite, à convergência de opiniões.

É como se fosse uma *profecia auto realizadora*. Por exemplo, certa convenção sobre o panorama macroeconômico se daria a partir de alguma 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 hipótese pouco provável.

Os agentes econômicos têm *percepções distintas* a respeito do horizonte futuro porque têm *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, além de graus diversos de fragilidade financeira pela prudência no endividamento diferenciada. Tudo isso 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**

A não-validação *ex-post* não se deve à eventual 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 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 capaz de não a sancionar. 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 da Autoridade Monetária restringir o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras, indiretamente, variando as taxas de juros em curto prazo, é *limitada* pelo processo recessivo e reativo politicamente. Ele pode desencadear:

1. no curto prazo, **período de mercado**, principalmente em 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, apresento uma breve nota sobre **o papel supostamente passivo dos trabalhadores** (ou “famílias de assalariados”), em economia capitalista. Nessa teoria das decisões, não se “abstrai” os trabalhadores? As decisões determinantes da dinâmica do capitalismo são, aparentemente, capitalistas, por isso, 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 é: “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*”.

Apesar de ser apenas *fato estilizado*, esse argumento 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. 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 *variável exógena*, no modelo keynesiano tradicional, porque é estabelecido não por via de “forças de mercado”, mas sim nas “mesas de negociação” ou por decreto governamental. Sua rigidez à baixa, em termos nominais, implica qualquer alteração de preços relativos transformar-se em alta do nível geral de preços.

Na verdade, alguns autores acham: “**a expansão do custo não é causa de inflação**”. Isto porque sem aumento do poder aquisitivo e da demanda, o aumento do custo levaria ao desemprego e à recessão, e não à inflação<sup>87</sup>.

Logo, *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: “**o excesso de demanda global não é causa da inflação**”. Isto porque os preços e salários não aumentam por pressão do mercado, mas são “ *aumentados*” por decisões administrativas formais e explícitas.

A pergunta-chave é: há algum sistema econômico em funcionamento onde 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?

---

<sup>87</sup> MACHLUP, Fritz. Outra visão da inflação alimentada pela expansão do e pela demanda excessiva. in SHAPIRO (org.). *Análise Macroeconômica: Leituras Seleccionadas*. SP, Atlas, 1978.

Este **debate teórico** acaba tornando-se *ideológico*, quando se transforma em sobre quem deverá recair a “culpa” pela inflação.

A **inflação motivada por excesso de demanda global** é justificada pelo fato de o 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. Isto porque no último eles são responsabilizados e no primeiro a terapia leva à recessão e ao desemprego.

O próprio Friedman considera os sindicatos “bodes expiatórios” favoritos do governo. Na realidade, eles não provocam inflação, pois os aumentos de salários são o *resultado* da inflação, e não a *causa*.

Mas, para o guru dos monetaristas, 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 da compreensão da causa e da cura da inflação. A pergunta mais básica é: *por que os governos produzem inflação*, 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:

<sup>88</sup> FRIEDMAN, Milton. *Episódios da História Monetária*. RJ, Record, 1994. p. 181.

1. o comportamento racional defensivo,
2. as demandas salariais se transformarem de questões econômicas em questões políticas e sociais e
3. o poder de fixação de preços.

A terapêutica antiinflacionária, independentemente da *causa primária*, consiste então em *neutralizar a ação dos mecanismos de reajustes*, espontâneos ou não, de preços, salários, câmbio, taxas de juros, etc. Porém, 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 em 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*, por exemplo, variação do custo do trabalho.

Em oposição a esta visão do fenômeno inflacionário, o modelo de Frenkel supõe *papel ativo do mercado de preços administrados*. Ele sustenta as decisões de preços das empresas jogarem 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*.

<sup>89</sup> FRENKEL, Roberto. Decisiones de Precio en Alta Inflacion. Estudios CEDES. 1979.

Se estas variáveis experimentam *mudanças significativas*, as decisões de preço se dão através da variação em curto prazo dos *mark-up*.

A conclusão deste tópico é o poder de decisão, no capitalismo, não ser distribuído de forma igualitária. A iniciativa, tanto no mercado de capitais, como no mercado de trabalho, está com o governo e os empresários. Como os poderes de mercado díspares, 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, cada agente escolher determinado *mecanismo de reação*. Este lhe diz o que fazer em *nova interação*, em função do feito por ele e outros agentes econômicos em *interações prévias*.

Ele pode *iterar* ou repetir seqüência de operações, mas cada qual se dará em 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 em teoria das decisões interdependentes, atinge-se a *aspiração de descrever trajetórias dinâmicas*. Não se pretende determinar níveis das variáveis econômicas em torno de algum centro de gravitação, repudiando-se a noção de equilíbrio.

Mostra-se o *fundamento microeconômico da macroeconomia pós-keynesiana*, ou seja, teoria do nível de emprego resultante *ex-post* de decisões *ex-ante* sob condições de incerteza. Este conceito, portanto, não condena o analista ao niilismo teórico.

Como foi visto, a moeda ociosa não é a causa do desemprego em longo prazo. Este seria devido, em última análise, aos comportamentos incongruentes motivados pelas expectativas incertas e divergentes dos agentes econômicos tomadores de decisões.

O significado de *equilíbrio* é o de certo *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 todo, pois a frustração universal dos planos seria o *caos* <sup>90</sup>.

Alguns autores ortodoxos acham, 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, supõem a imposição de determinada regra para a política monetária, com certa 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 economia de mercado, cujos agentes interagem de maneira descentralizada e resistem às regras compulsórias. O ato de jogar o jogo capitalista modifica as próprias regras.

As previsões econômicas, tradicionalmente, baseiam-se na suposição de determinado *insumo* aproximadamente exato, ou seja, *a quantidade de moeda*, dar certo *resultado* aproximadamente exato, isto é, *o nível geral de preços*.

Os modelos quantitativistas querem processar teias complicadas, e um tanto arbitrárias, de equações, pretendendo transformar as medições das condições iniciais da oferta de moeda em simulação de tendências futuras.

No entanto, um sistema dinâmico e complexo, como é o do capitalismo financeiro, tem pontos de instabilidade. Eles modificam a cadeia de acontecimentos. Esse sistema nunca se encontra em determinado estado estacionário. Ele quase se repete, mas nunca exatamente. Comportando-se de maneira não-periódica, é *imprevisível*. Há elo entre *aperiodicidade* e *imprevisibilidade*. Em outras palavras, a recusa do capitalismo financeiro em se repetir resulta na incapacidade dos economistas de prevê-lo.

---

<sup>90</sup> ELSTER; op. cit.; p. 124.

**RESUMO**

1. Há mecanismo de transmissão *direto* (via monetária) e *indireto* (via taxa de juros). A mescla 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*, portanto, 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 à escassez macroeconômica de oferta de moeda, mas sim à 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 a 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*. Ele 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 dessas causas, em 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 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 Milton 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 de seus autores.

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. Ela implicou em intensas mudanças de preços relativos e intervenção governamental.

A ênfase teórica sobre mecanismos de propagação inflacionária, ou seja, o *inercialismo*, se deu, principalmente, em outra fase, entre meados dos anos 70 e dos 80, quando ocorriam patamares inflacionários trienais. O *expectacionismo* ganhou relevância, a partir de então, com a aceleração da inflação.

Com o plano de estabilização da inflação, implantado em 1994, no Brasil, o debate sobre a inflação ficou quase esquecido. O *survey* deste capítulo destaca a contribuição de cada corrente de pensamento.

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.

## **8.2. Estado da Arte na Ortodoxia Teórica**

A teoria *pura* dos preços consiste na fundamentação *microeconômica* para a Teoria da Inflação, mas não se equivale à esta. A 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 fundamentação

*macroeconômica* na análise desse processo. Esta base teórica é pré-requisito para a concepção de certa política de estabilização.

O assunto-chave é a identificação das origens fundamentais da pressão inflacionária. Como sempre, o ponto-de-partida, para economista, está na *lei da oferta e procura*. Investiga-se, então, as circunstâncias da procura de bens e serviços (e também os mercados de ativos) e da oferta. Alguma combinação dos dois resultaria em "inflação mista".

As características do fenômeno diferem:

1. em curto prazo ou em longo prazo;
2. em economias desenvolvidas ou subdesenvolvidas;
3. em diferentes estruturas econômicas;
4. de acordo com os ritmos diversos da elevação se preços; em cada contexto histórico.

Tudo isso traz implicações para a política econômica.

Em visão ortodoxa, 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** é ela se referir ao *aumento do nível de preços*, tendo como contrapartida a *depreciação do*

*valor da moeda*. Mas ela 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 novas POF* (Pesquisas de Orçamento Familiares), para se verificar se o aumento de preços é devido a 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 a ocorrência de ágios, de 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*, provoca aumento de preços sem aumento da demanda agregada, então deve ser considerada inflacionária?
6. o crescimento do nível de preços sinalizando *escassez*, em circunstância capaz de levar a aumento na produção e no emprego, deve ser considerado inflação?
7. com o *progresso técnico*, a maior produtividade propicia redução nos custos, sem ser repassada para os clientes, via redução dos preços; nesse caso, os aumentos relativos dos lucros e/ou dos salários nominais são inflacionários?

<sup>91</sup> BRONFENBRENNER, M. & HOLZMAN, F. Origens e Definições da Inflação. in SHAPIRO, E. (org.). *Análise Macroeconômica - Leituras Seleccionadas*. SP, Atlas, 1978.

- 8.o aumento *efetivo* de preços inferior ao aumento *antecipado* ou *esperado* significa inflação?
- 9.a mudança permanente e irreversível no nível de preços, “uma vez por todas”, deve ser considerada como processo inflacionário?

Tudo isso faz lembrar aquela definição: “um economista é quem não sabe o que está falando sobre economia – e faz você achar a ignorância sua”.

Esses problemas levaram à ortodoxia propor **definições alternativas de inflação**:

1. a inflação é *a condição de excesso generalizado de demanda*, ou seja, “moeda em demasia em relação à pouca oferta de bens”.
2. a inflação é *aumento do estoque nominal de moeda ou da renda nominal total ou per capita*.
3. a inflação é *aumento do nível de preços*, sob as seguintes condições:
  - 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 de 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 *queda do valor externo da moeda nacional*, indicada pela elevação da taxa de câmbio ou pelo preço do ouro.
5. definição abrangente tanto de *inflação de custo* quanto de *inflação de demanda*: a inflação é o *processo resultante da concorrência e/ou do*

*conflito distributivo* para aumentar a renda total real, o dispêndio total real e/ou a produção total a um nível fisicamente impossível.

### 8.2.1. Teoria Pura dos Preços

Início esta resenha com uma breve referência ao debate teórico contemporâneo. A **crítica dos novoclássicos ao monetarismo hegemônico**, no início dos anos 70, centrou-se em dois pontos.

- Primeiro, 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.
- Segundo, 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. A suposição de estrutura abstrata de equilíbrio com preços flexíveis sugeria a neutralidade monetária.

Para explicar porque a moeda era não-neutra, argumentava, em nível abstrato, efeitos reais em 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 adoção 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 em longo prazo, explícitos ou implícitos, e salários de eficiência*, isto é, manutenção de salários reais constantes,

acima do de mercado, para evitar redução de produtividade e custos de demissão e de contratação, racionalizam os salários ou preços rígidos, revelando a incapacidade dos agentes em coordenarem suas decisões.

O ajustamento aos distúrbios monetários pode não ser completo ou sincronizado, segundo essa abordagem novo-keynesiana. Ela mostra falhas de coordenação pelo mercado.

O *custo de etiquetagem ou de cardápio* [*menu cost*] seria o custo de alterar preços nominais. Ele está acoplado à concorrência oligopolista. As empresas estabelecem os preços relativamente às concorrentes, em estratégias envolvendo 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 de preços, os novos keynesianos 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 a criação de sistema de salário e preço flexível, inclusive regime de câmbio flexível, não remover o desemprego do capitalismo. O *problema do desemprego* surge de decisões de gastos descoordenadas e/ou insuficientes. Elas não empregam, necessariamente, todos os recursos produtivos – capital e trabalho – disponíveis.

No fundo, o debate entre os novos clássicos 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 alguma variação exógena da demanda agregada. Os velhos e novos keynesianos também aceitam a interpretação de Friedman, quando insistem nas inflexibilidades nos preços serem essenciais à explicação keynesiana de como produção e preços respondem no curto prazo à variação na

demanda agregada. É o inverso da proposição de Marshall, adotada originalmente por Keynes.

Diante da hipótese de *preços* se ajustarem mais rapidamente se comparados às *quantidades*, há a distinção marshalliana entre equilíbrios *de mercado, em curto prazo, e em longo prazo*. Se a velocidade de ajustamento dos preços é mais rápida face à da produção, a moeda é *neutra*. Há neutralidade da moeda inclusive em curto prazo, no sistema novoclássico, devido à hipótese de os preços poderem se ajustar instantaneamente e a produção não poder.

A **diferença entre economistas novos keynesianos e novos clássicos** se dá porque:

- os **novoskeynesianos**, assim como os **monetaristas**, acreditam a moeda ser neutra no longo prazo, mas não no curto prazo;
- os **novosclássicos** afirmam: 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 em estes últimos presumirem *rigidezes* [rigidities], com velocidade mais lenta de ajustamento de preços, sendo os preços não perfeitamente flexíveis, isto é, adesivos [*stickiness*]:

1. os **velhos keynesianos** leem, em Keynes, a teoria de “salário nominal *adesivo*”;
2. os **novos keynesianos** veem salários e/ou preços *rígidos*; e
3. os **pós-keynesianos** destacam, em Keynes, as propriedades essenciais dos juros e da moeda.

Aparentemente, o *mainstream* acha a Macroeconomia necessita ter *fundamentos microeconômicos*, enquanto os pós-keynesianos acham a Microeconomia deveria ter *fundamentos macroeconômicos*: as decisões exigiriam análise de contexto e/ou cenário futuro.

Na verdade, não deve haver determinação de uma pela outra, mas sim 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 fenômeno capitalista, tampouco é fenômeno comunista; no mundo moderno, a inflação é fenômeno de impressora (...)*inflação elevada é sempre e em toda parte fenômeno monetário"<sup>92</sup>.

Deduz-se então seu objetivo era elaborar certa Teoria Geral da Inflação, indiferentemente a contextos locais e/ou históricos.

Ele salienta 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 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?

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. Porém, 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

---

<sup>92</sup> FRIEDMAN, Milton. A Causa e a Cura da Inflação. Episódios da História Monetária [Money Mischief]. RJ, Record, 1994. p. 178.

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 em longo prazo, quando ocorre a superação da ilusão monetária.

3. **política errada adotada pelo Banco Central:** o controle *não da quantidade de moeda*, possível dele fazer, mas *sim da taxa de juros*. Com essa política monetária, por exemplo, em Regime de Meta de Inflação, 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 fenômeno monetário**, devido ao aumento mais rápido, determinado pelo governo, da *quantidade de moeda* face à *produção*.
- **só existe certa 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 as *pressões inflacionárias cumulativas* e os *mecanismos de propagação* constituírem o aspecto mais visível do processo inflacionário. Devem receber o foco preponderante no combate anti-inflacionário.

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 Ignácio Rangel

A **crítica de Ignácio Rangel aos estruturalistas e monetaristas** é ambos buscarem a *gênese da inflação* em suposta *insuficiência ou inelasticidade da oferta, global*, no caso dos

monetaristas, e *setorial*, no caso dos estruturalistas, quando deveriam perceber o problema inflacionário estar na *crônica insuficiência da demanda* e não, como sugerem, no seu excesso.

O **diagnóstico de Rangel**, em 1963, apontava *nível de demanda insuficiente*, para assegurar a 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 *inelasticidade* específica. A rigidez da demanda de gêneros agrícolas, face à *grande elasticidade*, e não inelasticidade da oferta agrícola, como generalizava a Cepal baseada na experiência chilena, dava margem à anomalia no mecanismo de formação de preços. A comercialização dos produtos agrícolas era feita através de estrutura de mercado constituída por oligopsônio e oligopólio. Ela 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. A produção voltada para o atendimento da população sofria já com insuficiência genérica ou global de consumo massivo. 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 na chamada **inflação de oligopólio**.

O que ficou conhecido como a **curva de Rangel** representava, graficamente, a idéia de a inflação brasileira, em vez de regredir, crescer com a capacidade ociosa. O nível geral dos preços era inversamente proporcional ao nível da produção.

<sup>94</sup> RANGEL, Ignácio. A Inflação Brasileira. SP, Bienal, 1986 [original de 1963].

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 governamental sancionava a inflação. Se, apesar das pressões políticas, o governo resistisse às injunções no sentido de sancionar 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>.

**Simonsen apontava para três** componentes da inflação:

1. **componente autônoma:** *independe de inflação do período anterior;* é determinada por *fatores de ordem institucional* como reajustes arbitrários de salários, da taxa de câmbio, de impostos indiretos, etc., ou *de natureza acidental* como altas de preços provenientes de más safras.
2. **componente de realimentação:** *resulta da inflação do período anterior;* as altas de preços representam a tentativa de reconstituição pelos agentes econômicos de sua 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

<sup>95</sup> SIMONSEN, Mário Henrique. Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque. RJ, APEC Editora, 1970.

lucro das empresas pressionadas pelos custos, as revisões de preços automáticas com a correção monetária.

3. **componente de regulação pela demanda:** *efeito regulador da intensidade da demanda*, se o ritmo de crescimento da demanda for acima do crescimento da capacidade produtiva, a taxa de inflação será superior à superposição das componentes *autônomas* e de *realimentação*.

Portanto, para Simonsen, o **coeficiente de realimentação** indica o *grau de automatismo* da inflação crônica. Indica a fração da inflação de certo período a ser transmitida ao período seguinte.

Após longo interregno, quando 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.

Adroaldo Moura da Silva defendia a terapêutica anti-inflacionária, independentemente da *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 o 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, ou seja, a relação câmbio / salário.

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, onde 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* explicavam a inflação pelo conflito na distribuição funcional da renda: salários versus lucros.

Foram criticados por herdeiros da Escola da Cepal. Luciano Coutinho & Paulo Renato de Souza retrucaram para tirar a classe trabalhadora da condição de "bode-expiatório". Alertaram: com as

<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.

transações intermediárias abstraídas, era impossível entender a propagação preços-custos-preços, dentro da matriz de preços<sup>97</sup>.

O Estado, as empresas estatais, as empresas privadas e o sistema bancário, por estabelecerem certa 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 autodenominados **neo-estruturalistas**, nos anos 80, passariam a dar ênfase aos *processos de propagação*, o aspecto mais visível da inflação.

Assim, Luiz Carlos Bresser-Pereira & Yoshiaki Nakano distinguem entre fatores *aceleradores*, *mantenedores* e *sancionadores* da inflação<sup>98</sup>.

#### Mecanismos ou fatores atuantes 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* iniciantes do 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*.

<sup>97</sup> COUTINHO, Luciano & SOUZA, Paulo Renato. *Inflação: Anotações Críticas para o Debate. Revista de Economia Política* 4. Vol. 1, n. 4, out-dez 1981. pp. 127-147.

<sup>98</sup> BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y.. *Inflação e Recessão*. SP, Editora Brasiliense, 1986.

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 *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>.

Qualquer **série temporal estatística**, por exemplo, de índice geral de preços, pode ter suas variações agrupadas em três diferentes **componentes**:

1. **tendência** da variável durante longo período: *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 esperado da *tendência* e das *oscilações* do período precedente.

Deve-se observar as *flutuações sazonais* não aparecerem nas séries temporais contendo 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*.

<sup>99</sup> LOPES, Francisco. Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas. *O Choque Heterodoxo*. RJ, Campus, 1986.

- **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 o *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 a importância quantitativa dos choques de demanda deflacionários ser pequena, quando comparada aos níveis elevados da inflação brasileira. A conclusão retirada foi o programa efetivo de combate à inflação dever ser constituído por políticas atuando diretamente sobre a tendência inflacionária.

Constatada a natureza *inercial* da tendência inflacionária, concluiu-se também, na ausência de choques inflacionários, a inflação *corrente* ser semelhante à inflação *passada*.

- A **idéia básica** da hipótese *inercial* da tendência inflacionária é:
- em 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*. Em economia inflacionária, os *preços relativos* mudam, constantemente, ao longo do tempo. São os *preços relativos médios* o importante em termos de alocação de fatores e distribuição de renda.

Um **exemplo numérico**, neste ponto, pode ser esclarecedor. Suponhamos, em economia com 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:

<b>MÊS</b>	<b>SALÁRIOS REAIS (W/P)</b>	<b>LUCROS REAIS (L / P)</b>
<b>1</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>2</b>	<b>90</b>	<b>110</b>
<b>3</b>	<b>81</b>	<b>119</b>
<b>4</b>	<b>73</b>	<b>127</b>
<b>5</b>	<b>65</b>	<b>134</b>
<b>6</b>	<b>60</b>	<b>140</b>

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 aumento de 66,6%, nos salários nominais, para recuperarem seu *pico prévio de renda real*.

O *salário real médio* ( $470 / 6 = \mathbf{78}$ ) teria ocorrido em meados do semestre. Em contrapartida, na mesma ocasião, os capitalistas recebiam o lucro real médio ( $730 / 6 = \mathbf{122}$ ). Teoricamente, aí seria possível haver *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 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%, ou seja, 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: 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 patamar de cerca de **22,5%** a. m.!

MÊS	SALÁRIOS REAIS (W/P)	LUCROS REAIS ( L / P )
<b>1</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>2</b>	<b>77,5</b>	<b>122,5</b>
<b>3</b>	<b>60</b>	<b>150</b>

Chega-se, então, à seguinte conclusão:

A **essência da hipótese de inflação inercial** é a *tendência inflacionária* corresponder à taxa de inflação em vigor com *preços relativos médios constantes*, porém, *não estáticos*. Ela tende a reproduzir a taxa de inflação passada por os agentes terem certo padrão de comportamento defensivo de seus *picos* de renda real.

Observa-se a inércia inflacionária surgir 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 acima da 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. Este 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 os preços relativos médios estarem constantes.

A **inércia inflacionária** representa a *compatibilidade distributiva* no contexto hipotético da relação entre lucros e salários.

Os economistas da PUC-RJ defendiam o foco das políticas de combate à inflação ser deslocado da geração de choques de demanda deflacionários para a elaboração de mecanismos capazes de permitirem

quebrar a tendência inercial da inflação. A diferença entre a **Proposta de "Choque Heterodoxo"**, onde se alcançaria a compatibilidade distributiva pelo suposto *congelamento de preços* pelas rendas médias reais imposto pelo governo, e a **Proposta Larida** (ver a apresentação dessa proposta de André Lara Resende e Pêrsio Arida mais adiante) de "*moeda indexada*" era nesta haver aparente caráter não compulsório da fórmula de conversão baseada em valores reais médios<sup>100</sup>. Supunha-se a *compatibilidade distributiva* possível de ser obtida pelas "*forças de mercado*".

Essa suposição ocorria devido ao estudo das experiências concretas dos finais das hiperinflações. Concluiu-se, em todas elas, haver, 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 reforma monetária com certa *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 somente no caso das hiperinflações a compatibilidade distributiva pós-estabilização seria possível de ser obtida espontaneamente. Isso por causa da verificação pelos agentes de o custo com alta vertiginosa de preços na moeda doméstica estar acima de eventuais perdas de renda real tidas ao converter suas transações para preços estáveis em moeda estrangeira. Em outros termos, o trauma da hiperinflação levava à resignação ou ao conformismo social com a perda de renda relativa na conversão cambial.

Em meados da década dos 80, não havia ameaça de *hiperinflação aberta*, na economia brasileira. O diagnóstico deles próprios era de *inflação inercial*.

---

<sup>100</sup> ARIDA, P. & LARA RESENDE, A. *Inflação Inercial e Reforma Monetária*. ARIDA, P.(org.). *Brasil, Argentina, Israel: Inflação Zero*. RJ, Paz e Terra, 1986.

Portanto, a Proposta Larida era muito “adiantada”, para a época quando foi lançada. Dez anos depois, após muitos traumas com os chamados “choques heterodoxos”, executando-se a “dolarização programada”, via URV (Unidade de Referência para Valores), ou “hiperinflação controlada”, a chamada Proposta Larida serviu de lastro teórico para a “desinercialização” da inflação brasileira.

### 8.3.5. Teoria da Inflação Acelerada

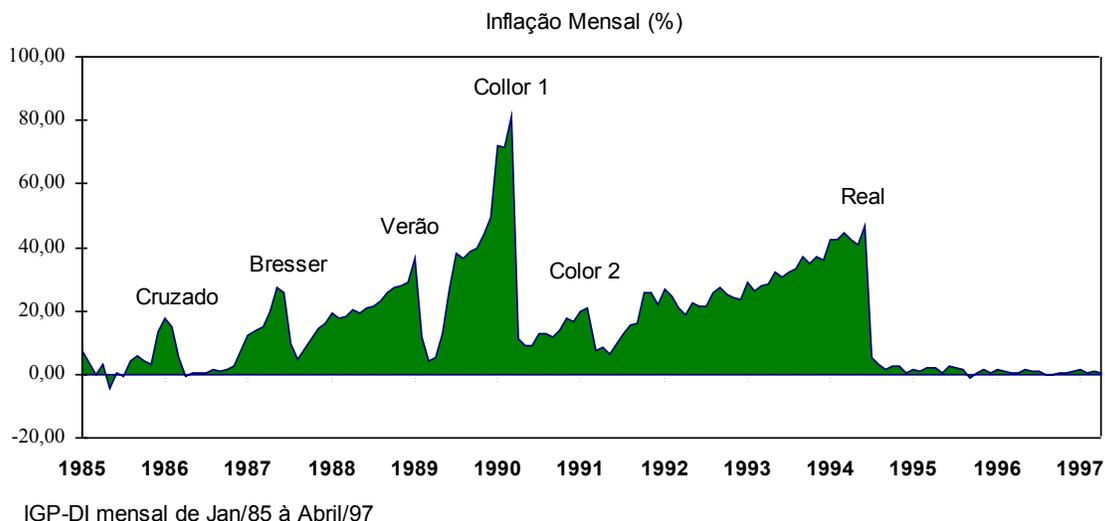
A interpretação da inflação brasileira como fosse predominantemente *inercial* tinha bastante evidência empírica na manutenção de patamares inflacionários, em média durante três anos, entre 1974 a 1985.

Patamares trienais da inflação brasileira	
1974/75	30%
1976/78	40%
1979	77,2%
1980/82	100%
1983/85	220%

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 “ideias de fora ao lugar” e “ao tempo” foi realizada pelo economista argentino Roberto Frenkel. Ele adotou uma variante do estruturalismo latino-americano e questionava a relevância dos modelos *cost-push*, núcleo de boa parte da literatura keynesiana<sup>101</sup>.

<sup>101</sup> FRENKEL, Roberto. Decisiones de Precio en Alta Inflacion. Estudios CEDES. 1979.



Seu tema central era o comportamento empresarial em contexto de alta incerteza. Seu modelo de análise incluía decisões de preço, expectativas e riscos. Prescindia da análise de equilíbrio, enfocava o problema inflacionário em termos de processo histórico, com análise do fundamento microeconômico do comportamento de curto prazo dos agregados de preços.

O pensamento pós-keynesiano supunha os *mark-up* serem estáveis em 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, por exemplo, devido à variação do custo do trabalho. Em oposição a essa visão do fenômeno inflacionário, o modelo de Frenkel supunha papel ativo do mercado de preços administrados.

Sustentava as **decisões de preços** das empresas jogarem papel autônomo no processo inflacionário através de variações em 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 oferecida ao *preço superestimado*, haveria custo de imobilizar o capital líquido

alocado na parte da *produção não vendida* sob forma de *excesso de estoque*. A manutenção do estoque sobredimensionado, integrado à oferta futura, dependeria da estrutura das taxas de juros e do custo oportunidade.

2. **risco de capital** seria devido à *subestimativa do preço futuro do insumo*, com a fixação de *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, ante 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, racionalmente, sobre estimavam a inflação.

Sob *condições de inflação crônica e incerteza normal*, o cálculo de preços é realizado com *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 então elevadas, compensando a perda de lucros devido às menores vendas. Em outros termos, há espécie de *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. Elas se realimentam a respeito dos preços futuros.

O artigo seminal de Frenkel inspirou outros analistas latino-americanos. Maria da Conceição Tavares & Luiz Gonzaga Belluzzo afirmam, então, o modelo keynesiano de preços normais de oferta com salários exógenos e *mark-up* fixo não se manterem como modelo

explicativo em condições onde não se sustenta a hipótese da estabilidade dos contratos de oferta. São os casos 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* em modelo de *flex-price*. A *flexibilidade* de preços e da margem desejada de lucro dependia de uma margem incerta de cálculo, mas, tendencialmente, *para cima*, porque embutia certa *margem de segurança*.

Na **teoria da inflação inercial**, a formação de preços é realizada com *mark-up* desejado estável, baseado na margem *histórica* de lucro. Depois de algum choque, isto é, 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 à não validação das crescentes margens *de segurança* de lucro desejadas.

Antônio Kandir seguiu esta abordagem alternativa, quando a mudança colocada na expectativa dos preços de *backward looking* para *forward looking* exercia 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).

<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. RJ, Paz e Terra, 1986.

<sup>103</sup> KANDIR, Antonio. A Dinâmica da Inflação. SP, Nobel, 1989.

Mostrava a situação de fragilidade financeira do setor público conduzir à 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 **aceleração inflacionária endógena** 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 “a inflação brasileira responder também a uma lógica estritamente financeira”<sup>104</sup>. Posteriormente, em Luiz Gonzaga Belluzzo & Júlio Sérgio Gomes de Almeida, esta generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços a prazo foi denominada de “**financeirização dos preços**”<sup>105</sup>.

A taxa de juros funcionaria como o rendimento alternativo do capital não-imobilizado, com 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 de sustentar estoques não colocados no mercado àqueles preços elevados.

<sup>104</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. Estado de Confiança e Hiperinflação. in REGO, J. M. (org.). Inflação e Hiperinflação: Interpretações e Retórica. SP, Bienal, 1990.

<sup>105</sup> BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. S.. Crise e Reforma Monetária no Brasil. Campinas, mimeo, março 1990.

Logo, a política de altas taxas de juros teria resultado contraditório no combate à inflação.

Os juros esperados da “quase-moeda indexada” cumpriria 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 em 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 receita operacional menor da possível de receber com receita financeira. A precificação levaria em conta o custo de oportunidade.

### **8.3.6. Teoria da Hiperinflação**

A definição de hiperinflação sofre grande grau de arbítrio. Cagan deu definição empírica *ad hoc* de 50% a.m., sendo seu final sinalizado quando caia abaixo desse nível pelo menos durante um ano. Isso representava inflação anualizada de mais de 13.000%! Dornbusch e Fisher reduzem essa taxa de inflação de modo a caracterizar a hiperinflação para cerca de 1.000% a.a., ou seja, em média, mais de 22% a.m.. Ambos são números arbitrários.

Álvaro Zini mostra 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 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).

---

<sup>106</sup> ZINI Jr., Alvaro A.. Hiperinflação, Credibilidade e Estabilização: Um ensaio sobre História Monetária. SP, FEA-USP (mimeo), 1993.

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 senhoriagem* pela existência de múltiplas moedas, etc. 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 **classificação tripartite** dos fenômenos de alta generalizada de preços<sup>107</sup>.

- a **inflação moderada** seria 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 processo de alta generalizada dos preços em ritmo mais acelerado e por período de tempo suficientemente longo, onde seriam desenvolvidos mecanismos de indexação retroativa dos contratos, com adaptação dos arranjos institucionais e contratuais à nova realidade.

<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, Bienal, 1989.

- a **hiperinflação** constituiria processo de violenta alta dos preços com rejeição da moeda nacional, quando o governo perderia todas as fontes alternativas de financiamento

Com a ameaça de 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*, processo mais ou menos prolongado de taxas altas de inflação<sup>108</sup>.

Carvalho colocava o foco da abordagem pós-keynesiana no fato de a *inflação* corroer o sistema de contratos monetários, a *alta inflação* o transformar em indexado e a *hiperinflação* o destruir com a dolarização<sup>109</sup>.

Face às obscuras fronteiras entre alta inflação e hiperinflação, traçadas pelos ortodoxos, como constituísse somente *fenômeno quantitativo*, a abordagem pós-keynesiana trata-o como *fenômeno qualitativo*, quando há mudanças comportamentais e no sistema de contratos.

A hiperinflação é vista como 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.

Há dois **estágios na hiperinflação**:

1. as expectativas divergentes da inflação resultam em políticas de preços inconsistentes, provocando o desequilíbrio de preços relativos e sistema de preços caótico com o processo de crescimento descontrolado, isto é, *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

<sup>108</sup> FRENKEL, Roberto. Hiperinflação: o inferno tão temido. . in REGO, J. M. (org.). Inflação e Hiperinflação: Interpretações e Retórica. SP, Bienal, 1990.

<sup>109</sup> 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.

à cotação dos preços em moeda estrangeira, ou seja, *dolarização*. A generalização da nova unidade de conta produz ajustes praticamente simultâneos com base nessa unidade comum, configurando novo conjunto experimental de preços relativos de equilíbrio para alcançar a *compatibilidade distributiva*.

**São implicações da hiperinflação:**

1. conversão das transações para preços estáveis em outra unidade de conta, produzindo *nova compatibilidade distributiva*;
2. adoção do indexador "instantâneo", dado pela cotação cambial, permitindo 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 quebra no modo de formar expectativas, buscando a coordenação das decisões individuais de preços através de sinal emitido sobre o futuro. Há, então, a substituição da *coordenação* dada pela taxa passada de inflação, no *caso da inflação inercial*, ou da *descoordenação* provocada pela pluralidade de indexadores, no *caso da inflação acelerada*.

**Processo gradual de substituição de indexadores =  $f(\text{ritmo inflacionário})$**

1. **indexador ex-post** =  $f(\text{custo}) \Rightarrow$   
manutenção da *margem de lucro histórica*;
2. **indexador inercial** =  $f(\text{índice geral de preço}) \Rightarrow$   
reposição das *perdas passadas*;

3. **indexador acelerador** =  $f(\text{índice de preço-guia}) \Rightarrow$  acompanhamento da *liderança de preços*;
4. **indexador ex-ante** =  $f(\text{expectativa de inflação}) \Rightarrow$  reposição futura dos *estoques* e formação do *preço a prazo*;
5. **indexador instantâneo** =  $f(\text{dólar paralelo}) \Rightarrow$  evitar *defasagens*.

A necessidade da *âncora* é dar certo elemento coordenador dos preços relativos em moeda forte, oferecendo previsibilidade para aumentos futuros [*forward looking*]. Os preços cotados em nova "moeda", ancorada ou lastreada em câmbio fixo, reduzem as variações de preços relativos e produzem 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 Francisco Lopes<sup>110</sup>, o *Conselho da Moeda* apresentada por André Lara Resende<sup>111</sup>, a *âncora cambial* e a *âncora monetária* foram discutidas por Gustavo Franco<sup>112</sup>, Paulo Nogueira Batista<sup>113</sup> e Fernando Holanda Barbosa<sup>114</sup> e as *câmaras setoriais* por Guido Mantega<sup>115</sup>.

Embora tivessem divergências a respeito dos instrumentos de política econômica a serem utilizados, havia certo consenso: as alternativas de choques, como a *dolarização*, o *congelamento*, ou a *prefixação negociada* teriam altíssimos riscos se executadas sem correção prévia dos *fundamentos macroeconômicos*.

<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, Guido. Programas de Estabilização, Mistificação Tecnocráticas e Câmaras Setoriais. Revista de Economia Política 54. Vol. 14, n. 2, abr-jun 1994.

Para ser iniciativa consequente, primeiro havia necessidade de construção das *precondições fiscais*, devido à possibilidade de surgir déficit público potencial com o fim da corrosão inflacionária do contingenciamento das despesas do orçamento. Depois, pensar em iniciativas contundentes de estabilização.

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 processo longo e complexo dependente de iniciativas do Congresso e de respaldo político para medidas do Executivo.

Os economistas brasileiros 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 alternativa assumida, em dezembro de 1993, foi a de implementação de sistema bi monetário via introdução de nova moeda, a chamada **URV** – Unidade de Reajuste de Valores –, variável diariamente de acordo com certa taxa de inflação esperada *pro-rata*, com a qual se fazia o reajuste da cotação oficial do dólar, como fosse ele a unidade de conta. Ela estava no espírito da proposta do *currency board* de André Lara Resende e do *Plano da Moeda Real* de Francisco Lopes, fundamentado na *Proposta Larida da Moeda Indexada*.

A **Proposta da Moeda Real** (dolarizada) era a tentativa de reproduzir a lógica da hiperinflação sem ser necessário vivê-la na prática. A idéia era criar moeda nacional com valor estável, como alternativa à moeda estrangeira.

A sociedade poderia emigrar para esta nova moeda, em 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 (correção monetária) 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 a moeda nacional em NC ou vice-versa à taxa de equivalência vigente no dia, para evitar aumento na velocidade de circulação da "moeda má", cujo repúdio provocaria aceleração da inflação nesta moeda.
4. depósitos à vista no sistema bancário seriam automaticamente convertidos.
5. todas as transações efetuadas pelo Banco Central, contratos com correção monetária e preços administrados pelo governo seriam cotados em NC.
6. salários, aluguéis e demais contratos indexados seriam convertidos em NC por fórmula de cálculo do valor real médio de acordo com o indexador oficial (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 a *superioridade do NC* em termos das três funções tradicionais do dinheiro induzir à rápida mudança nas *cotações de preços* para o NC.

A alternativa escolhida foi constituir, temporariamente, sistema bi monetário, com nova moeda como unidade de conta. O *pressuposto básico* era, se os preços eram estáveis com relação à determinada moeda indexada ou dolarizada, então esta ser uma moeda nacional.

Acreditava-se na possibilidade de introduzir gradualmente nova moeda. 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.

Esse **plano de estabilização em regime de alta inflação** necessita de estímulo artificial, para criar as condições próprias à estabilização. Reconhece-se *processo hiperinflacionário programado* não se deter espontaneamente. A condição necessária para seu *término* é haver *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, em determinada data, foi o Governo enviar projeto de lei para o Congresso, transformando a unidade-de-conta **URV** em *dinheiro* com cumprimento de 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 onde os autores brasileiros tenham dado maior contribuição ao pensamento econômico. Possíveis explicações para isso seriam:

1. a abertura para idéias teóricas vindas de fora,
2. a aplicação destas teorias puras adequando-as ao contexto histórico, socioeconômico e institucional brasileiro e
3. a crítica construtiva das ações de política econômica pretéritas.

Deve-se salientar, ao contrário de outras experiências latino-americanas, mesmo durante o regime ditatorial não se conseguiu estancar o debate econômico acadêmico. Isso foi muito relevante para respaldar a política econômica da fase de democratização.

A economia brasileira, em certos períodos, se transformou em "laboratório", os "cientistas econômicos" examinaram o fracasso, apesar de sucessos momentâneos. Houve grande ônus social de suas "experiências". Então, reavaliaram suas propostas.

Cometeram ainda muitos percalços em termos jurídicos, ou seja, de mudanças de direitos contratuais. Mas o Congresso Nacional validava, depois, as mudanças cruciais, dificilmente reversíveis, a não ser à custa de imensos prejuízos.

Foram retiradas as seguintes **lições das experiências dos Planos Heterodoxos**, implementados antes do Plano Real:

1. há *trauma social* com plano econômico elaborado em sigilo e aplicado através de decreto-lei, sem debate público; evitar isso implica na necessidade de fazer 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. Alguns países latino-americanos sofreram hiperinflação aberta, devido à *dolarização descontrolada*.

A indexação brasileira distinguia, entre seus cidadãos, aqueles com contas correntes nos bancos (“dinheiro de rico”), corrigidas diariamente pela URV, e os que só podiam se utilizar de papel-moeda (“dinheiro de pobre”) e sofriam hiperinflação de quase 50% ao mês.

Para o relativamente menor ônus social para parcela da população com acesso a bancos, houve, como queríamos demonstrar, relevante contribuição de economistas brasileiros.

### **ANEXO**

O quadro com os principais índices de preço brasileiros comprova o relativo sucesso do Plano de Estabilização, quanto à queda da taxa de inflação.

<b>Acumulado</b>	<b>IGP-DI</b>	<b>IGP-M</b>	<b>IPC-FIPE</b>	<b>INPC</b>	<b>Média</b>
<b>1963</b>	<b>2708,3</b>	<b>2567,3</b>	<b>2490,9</b>	<b>2489,1</b>	<b>2563,9</b>
<b>1º sem. 94</b>	<b>763,12</b>	<b>732,26</b>	<b>780,18</b>	<b>759,15</b>	<b>758,69</b>
<b>2º sem. 94</b>	<b>16,97</b>	<b>16,52</b>	<b>18,30</b>	<b>19,81</b>	<b>17,79</b>
<b>1995</b>	<b>14,78</b>	<b>15,24</b>	<b>23,17</b>	<b>21,98</b>	<b>18,79</b>
<b>1996</b>	<b>9,34</b>	<b>9,20</b>	<b>10,03</b>	<b>9,12</b>	<b>9,42</b>
<b>1997</b>	<b>7,48</b>	<b>7,74</b>	<b>4,82</b>	<b>4,34</b>	<b>6,09</b>

## 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. Friedman trata a inflação apenas como fenômeno monetário, devido ao aumento mais rápido, determinado pelo governo, da quantidade de moeda do que da produção. Para ele, existiria uma única cura para ela: persistência, embora com efeitos colaterais desagradáveis, no controle monetário.
3. A crítica de Rangel aos monetaristas e estruturalistas é ambos buscarem a gênese da inflação em suposta *insuficiência ou inelasticidade da oferta, global*, no caso dos monetaristas, e *setorial*, no caso dos estruturalistas, quando deveriam perceber o problema inflacionário estar na crônica *insuficiência da demanda* e não, como sugerem, no seu excesso.
4. A ideia básica da Hipótese de Tendência Inercial da Inflação é, em ambiente cronicamente inflacionário, a tendência é ser 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

*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 em 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 a tentativa de reproduzir a lógica da hiperinflação sem ser necessário vivê-la na prática. A idéia é criar moeda nacional com valor estável, como alternativa à moeda estrangeira. A sociedade pode emigrar para essa nova moeda em processo controlado de desindexação.

# **PARTE V**

# **POLÍTICA MONETÁRIA**

# CAPÍTULO 9

## CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

*"Um presidente, acusado de ter praticado política monetária equivocada, queixava-se de sua necessidade de economista 'de um lado só'. Lastimava um assessor econômico lhe expor 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 conduzindo à conclusão oposta!"*

### **9.1. Introdução**

*"Política monetária é como mola, serve para puxar, mas para impulsionar não é de grande valia".*

*"Política monetária é como 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 como segurar um tigre por seu rabo".*

*"Enxugar a liquidez da economia é semelhante a enxugar gelo".*

*"Você pode levar o 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 *instrumento de pensamento*, mas, no decorrer da controvérsia, ela não deve ser *recurso de exposição*. Dentro das regras da retórica, o abuso de metáforas pode ser 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 *instrumento de destruição* tão poderoso a ponto de seu uso ser limitado ou se é *meio de alavancagem* tão frágil de modo a “tese do dinheiro barato” ser descartada.

Vamos, neste capítulo, em um nível um pouco mais abstrato, se comparado ao tratamento dado nos capítulos posteriores, apresentar a polêmica sobre *a melhor condução da política monetária*. Ela deve se pautar:

1. pelo *controle geral da oferta de moeda*, como regra para o comportamento das autoridades monetárias, ou
2. pela adoção de *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 a limitação necessária para política monetária, segundo os monetaristas. Em seguida, veremos o seu programa para a estabilidade monetária: determinada 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 política monetária *acomodacionista* e política financeira *discricionária*. Na realidade, os pós-keynesianos advogam a necessidade de uma política econômica abrangente e com coordenação dos instrumentos política monetária, política fiscal, política cambial e controle de entrada e saída de capital.

Examinaremos, também, a *abordagem novo-clássica* defensora da condução de 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 dessa autoridade monetária, 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 obra clássica na 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, onde, de fato, havia 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 a Autoridade Monetária não poder 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 de a política monetária pode e deve ter efeitos importantes sobre essas magnitudes reais. No curto prazo, a

---

<sup>116</sup> FRIEDMAN, Milton (1968). O Papel da Política Monetária. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos da economia 2. SP, Atica, 1997. pp. 254-270.

política keynesiana de ativismo da demanda provoca algum impacto sobre o emprego e o produto real, a moeda sendo então “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. Assim, 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**”. Esta ocorre devido às imperfeições no canal de informações que possibilitam enganos quanto ao futuro. Há defasagem de percepção entre os agentes econômicos sobre as variações de *preços relativos* e as do *nível geral de preços*, e também sobre 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. Ela 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 entre a coleta de dados e a capacidade de analisá-los;
2. **Defasagens administrativas:** de tomada de decisão, onde se 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 novas políticas afetarem a economia através da mudança de expectativas e do ajuste de portfólios dos agentes econômicos.

Considerando essas defasagens, em reação contra o keynesianismo simplista, é elaborada a crítica à deficiência da política de “dinheiro barato”. A evidência empírica, segundo Friedman, revela *baixas taxas de juros* serem sinal de *a política monetária estava sendo contracionista*, porque a quantidade de moeda estava crescendo lentamente. *Altas taxas de juros*, por sua vez, eram sinal contrário: *a política monetária estava sendo expansionista* no sentido de a quantidade de moeda estava crescendo mais rapidamente se comparado ao ritmo de crescimento da produção.

A autoridade monetária poderia assegurar *baixas taxas de juros nominais*, mas, para isto, teria de partir em direção oposta, em aparente paradoxo, através de seu engajamento com *política monetária deflacionista*. Isto porque as *altas taxas de juros nominais* correspondiam ao efeito *inflacionário*, com política anterior em direção oposta no sentido de provocar a queda das taxas de juros.

**Critérios 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 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, eles 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 determinada política explicam também porque as *taxas de juros nominais* não são boas indicadoras de se a política monetária está “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 guia indesejado;

5. **taxa de inflação:** a ligação entre a ação da Autoridade Monetária e o nível de preços, embora ocorrendo, é *mais indireta* se comparada a ligação entre as decisões 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 certo agregado monetário é o melhor guia para a política monetária.*

A *Currency School*, no século XIX, também alegou as ações do Banco da Inglaterra acentuaram, em vez de aliviarem, os distúrbios econômicos. Quando esse Banco Central, finalmente, decidia aplicar políticas restritivas para colocar obstáculo à perda de ouro, como ele era o lastro monetário, estas ações políticas tendiam *coincidir com e exacerbar* os pânicos financeiros e as crises de carência de liquidez. Inevitavelmente, elas surgiam nos períodos seguintes aos de excesso de crédito e moeda. Assim, seus argumentos prenunciaram, 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 sempre quando a autoridade monetária acha conhecer 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 independentes da política monetária.

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 certa 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 em alguma 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 possível da política monetária fazer**, segundo Friedman:

- 1. prevenir a própria moeda de ser uma fonte maior de distúrbio econômico.**
2. providenciar *background* estável para a economia, onde os agentes econômicos podem antecipar e se comportar com plena confiança a respeito do nível geral dos preços no futuro, obtido com o cumprimento de uma programação monetária.
3. contrabalançar distúrbios maiores no sistema econômico, surgidos de outras fontes, por exemplo, de déficit público, ajudando a prevenir a ameaça inflacionária com taxa de crescimento monetário mais lenta se comparada ao 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 regra para o crescimento da oferta de moeda. A Autoridade Monetária guiaria a si própria por certa magnitude possível de 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

<sup>117</sup> FRIEDMAN; op. cit.; p. 262. (grifos meu, F.N.C.).

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 determinada taxa de crescimento estável em certo agregado monetário específico*. Seria melhor ter alguma taxa fixa de modo a produzir moderada inflação ou deflação, se fossem estáveis, em vez de passar por amplas e erráticas perturbações. Deve seguir com persistência essa meta.

A maior contribuição possível de ser dada pela Autoridade Monetária, segundo Friedman, seria através da **adoção de 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 nos componentes privados da 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 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 elas não se verem forçadas a acomodar déficits públicos com emissão monetária. Nessa **abordagem monetarista**, a inflação é reduzida pela diminuição do crescimento da oferta monetária: se isso causa ou não recessão depende muito da *credibilidade na mudança de regime monetário*, para todos os agentes fixadores de preços e salários ajustarem seu comportamento.

### **9.3. Política Monetário-Creditícia Discricionária**

Há limites na política monetária. Ela é conduzida através de *regra*. O principal obstáculo é *político*. Não se pode falar de 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 a recomendação convencional de política econômica para se contrapor à inflação através de medidas monetárias ou fiscais, de regulação de demanda agregada, poder, em princípio, funcionar. Porém, como a opinião pública acha o governo deter tanto a capacidade como a responsabilidade de evitar o desemprego massivo, o ônus social desta política recessiva, normalmente, impede a sua sobrevivência política, em regime democrático.

Salta à vista **os limites da aplicação da teoria convencional da política monetária**: *política* não é *teoria*, mas sim *prática* sujeita a limitações operacionais e de interesses. É paradoxal defender uma contradição em seus próprios termos: uma *política monetária 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 consenso social prévio a respeito das rendas relativas justas, dependem de articulação política. Importa a análise da viabilidade política de todas elas, inclusive da política monetária, por provocarem 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 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 *política fiscal* arbitrada através da negociação política eleva as chances de sucesso em curto prazo.

A *coordenação* é essencial em economia onde decisões de formação de preços são descentralizadas. Se o agente típico não acreditar, realmente, o governo ir adotar, permanentemente, 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 quando 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 *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 jogo antagônico, sem cooperação e com informações incompletas. Isto não significa dever 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 a *política de rendas* à *política de demanda*, ou seja, controle monetário geral capaz de provocar recessão e desemprego ao não permitir o mercado sancionar aumentos de preços relativos, é ela justamente poder ser calibrada com certa flexibilidade, em diferentes setores e ao longo do tempo. Pode evoluir, gradualmente, de preços *congelados* a preços *administrados*, se os vários preços estiverem relativamente alinhados de maneira sustentável.

Portanto, *políticas de renda*, com todas suas ineficiências em alocação, podem ser modo muito menos custosas em lugar de obter segurança sem a recessão. Esta provoca considerável custo social para diminuir a inflação e, principalmente, a memória inflacionária. Construindo, sobre esta base, *políticas fiscal e monetária expansionistas*, apoiadas por *política de renda* sob forma de sinalizadores ou reguladores para preços e salários, seria bem-sucedida a recuperação.

Porém, vários economistas, inclusive keynesianos, tentam mostrar a operação eficaz da política monetária ser viável no combate à inflação. Pelo fato de a *política monetária* persuadir os agentes pela imposição de perdas, seja de renda, seja de emprego, em princípio, os keynesianos pugnam preferencialmente pela adoção de *políticas de rendas*.

Mas, se essa alternativa falha, por falta de disposição política dos atores sociais relevantes em proceder aos entendimentos necessários, não há outra possibilidade, segundo esta visão, senão a adoção de política monetária contracionista. Imporá pesado ônus social, operando pela distribuição de estímulos e penalidades.

Estes keynesianos reconhecem, 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 a condução de política econômica de monetarista ou keynesiana.

A **abordagem pós-keynesiana** questiona o poder dos Bancos Centrais em buscar *a estabilidade dos preços*. O papel primário para a política da Autoridade Monetária é promover *a estabilidade do mercado financeiro*.

A técnica de controle monetário em si mesma pode alterar a confiança. Se, por exemplo, os Bancos Centrais retiram a facilidade de emprestador em última instância, então geram quebra na confiança nos bancos. A confiança nos preços dos ativos requer ausência de volatilidade nas taxas de juros e nas condições gerais do crédito.

A oferta de moeda não é aquela desejada pela Autoridade Monetária, 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 convencionado de se 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, em 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 política econômica abrangente. A coordenação via políticas de renda, em economia, onde 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” muito custosos e frustrantes no longo prazo.

Acaba-se com o mesmo problema de reconciliação de estabilidade de preços e prosperidade reaparecendo, porém em nível mais baixo de emprego.

As autoridades monetárias não devem, nem podem fugir 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.

Isso é contrário ao dito por 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 algum 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 ao só administrar regras mecânicas, independentemente das condições econômicas vigentes e prospectivas.

O controle regulatório sobre as instituições financeiras, por exemplo, com exigências de margens de segurança, restrições às inovações financeiras, obrigações de carteiras de empréstimos, reservas compulsórias de ativos, etc., pode ser 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 *política monetária acomodacionista* em conjunto com *política financeira discricionária*. Sua **receita de política monetária** seria de adotar atitude passiva quanto à oferta de moeda, porém com rígido controle institucional e/ou fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos.

A necessidade de *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".

**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** desloca a exigência de reserva do lado passivo para o lado ativo do balanço, através de carteira de ativos financeiros regulamentada.

Na globalização competitiva, argumenta-se as empresas precisarem 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 crítica à *paranóia antinflacionária* de alguns Bancos Centrais. O esforço para chegar à *inflação zero* envolveria imenso *sacrifício social*, ou seja, prolongado período de desemprego alto e capacidade ociosa. Seria muito mais dispendiosa uma Grande Depressão, se comparada aos ganhos provenientes da estabilidade de preços.

Inclusive, alegam alguns economistas novos-keynesianos, os trabalhadores relutam muito mais em aceitar redução explícita de seus salários em lugar do aumento nominal dos salários aquém da inflação. É inegociável a rigidez à baixa nominal dos salários.

Portanto, o esforço para chegar à taxa de inflação muito baixa, se bem-sucedido, acaba emperrando a flexibilidade dos salários reais. Nesta circunstância, aumenta a taxa de desemprego em 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 fenômeno monetário, tem se buscado razões para acréscimos persistentes no estoque monetário. Isso leva à investigação sobre *as motivações e restrições dos Bancos Centrais*, condutores da política monetária.

As explicações sobre o 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 em determinada mudança na política ter tomado lugar quando, de fato, tal mudança realmente ocorreu.

Para ter **credibilidade**, a 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 em política anunciada se sabe ela ser incompatível com os objetivos correntes dos seus condutores.

A **credibilidade** pode ser concebida como a velocidade com a qual o público reconhece certa mudança nos objetivos dos condutores de política monetária estar 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 *discrição* ou 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, ou seja, *prevenir a inflação* em relação a *estimular a economia*, depende da influência relativa sobre ele 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** porque o crescimento efetivo da moeda se desvia, aleatoriamente, do crescimento planejado pela autoridade monetária.
2. o condutor de política monetária possui **incerteza a respeito de seus próprios objetivos futuros**: sob o ponto de vista monetarista, no entanto, é ele pode prever sempre seu próprio futuro, quando escolhe a taxa corrente de crescimento monetário.

Essa incerteza eleva-se porque não sabe, correntemente, com certeza, qual 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 pelo Banco Central, podem ser, em alguns casos, deliberadas. O condutor da política monetária pode achar vantajoso escolher

procedimentos de controle sem o imediato reconhecimento público de mudanças nos seus objetivos.

A ambigüidade maior provê o condutor com maior controle, no tempo, de *surpresas monetárias*. Quando essa maior ambigüidade a respeito da política monetária ocorrer, ele poderá criar maior *surpresa positiva* ao cuidar mais do estímulo ao crescimento econômico ou 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 *polycymakers* e do público determinam os resultados da política monetária.

A tendência inflacionária, segundo a **abordagem novo-clássica**, é configurada por interações entre a equipe econômica governamental e o público. Os **modelos utilizando abordagem política** parecem melhor equipados, em lugar dos **modelos monetaristas**, para explicar:

1. porque a preferência das Autoridades monetárias pela ambigüidade nos anúncios públicos da política monetária e
2. porque há largas flutuações nas taxas correntes de crescimento monetário e inflação.

Como vimos, **outros modelos**, como os **pós-keynesianos** e os **institucionalistas**, apareceram também para combinar, explicitamente, alguma interação entre o comportamento político, as instituições, e a política econômica.

Vamos, agora, como essa literatura recente tratar de tema polêmico em termos 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 o poder do Banco Central manipular o mercado não ser 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* determinantes da taxa de câmbio – e daí a taxa de inflação e a taxa de juro –, entre outros, a paridade entre taxas de juros interna e externa, a paridade entre o poder de compra no país e no exterior, o nível de atividade econômica. Eles colocam limites aos movimentos das variáveis controladas pelo banco central.

Entre esses limites, no entanto, permanece certa *área de indeterminação*, devido à descoordenação do sistema. Esta provoca seu estado de incerteza. Os fatores especulativos erráticos, derivados do livre jogo das expectativas em curto prazo, inclusive no mercado de câmbio e no mercado de capitais, dão margem para o Banco Central influir nas ditas expectativas incertas.

A sinalização de *preços básicos* (juros, câmbio, salário mínimo, preços administrados, etc.), para os participantes dos mercados, permite alguma coordenação. Isto se arrastar consigo a opinião deles e acabar 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*, como juros e câmbio, e *estoques nominais de moeda*.

As **funções de Banco Central** são:

1. **banco do governo:** agente de financiamento do governo, colocando certo limite para regular a taxa de juros básica e não pressionar muito os encargos financeiros com a dívida pública;

2. **banco dos bancos:** emprestador em última instância, se não for punitivo no “uso-e-abuso” e adotar uma “zeragem automática”, poderá ser 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.

Houve, ao longo do tempo, redefinição da **função prioritária** do Banco Central. Historicamente, predominou seu papel como *banco do governo* e *banco dos bancos*.

1. na **Era Keynesiana**, cabia a ele fazer a política monetária acomodar-se à política fiscal, oferecendo maior liquidez e cobrando menores juros, para favorecer o crescimento econômico;
2. na **Era Monetarista**, cabia evitar a política discricionária de ativismo de demanda, seguindo determinada programação monetária;
3. 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.

<b>Função Prioritária do Banco Central:</b>	
<b>Zelar pela confiança no sistema financeiro?</b>	<b>Zelar pela confiança no valor da moeda?</b>
➤ emprestador em última instância.	➤ controlador da inflação.

Polêmica contemporânea ocorre a respeito da tese em defesa de o *Banco Central* *dever ser independente para cumprir o objetivo em relação à inflação*. Adversários dessa posição acham *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 o *Banco Central* *deve ter autonomia operacional*, ou seja, mandatos para seus diretores. Sem as nomeações forem para prazos superiores ao do Presidente da República, em tese, isso livraria os diretores da possível pressão política para conseguirem executar sua tarefa arbitrária com eficiência, sem dar maiores satisfações a não ser ao Congresso Nacional sem maiores consequências.

Na discussão sobre a independência do Banco Central, é comum, por um lado, entre os **políticos**, encontrar a crítica à criação de um quarto poder moderador, não eleito. O Poder Tecnocrata reinaria, praticamente, acima do Poder Executivo, Poder Legislativo e Poder Judiciário. Isso consagraria o corporativismo de seus funcionários e arriscaria a descoordenação entre os vários instrumentos de política econômica.

Em contraponto, é comum achar na mídia, onde reinam os **economistas ortodoxos**, a opinião ideológica em favor dessa independência por supostamente ser garantia de obter uma taxa de inflação baixa. Na verdade, os diretores se tornam *independentes do governo e dependentes do setor privado*, tanto para suas nomeações, quanto para seus futuros profissionais.

<b>Critérios formais da Independência do Banco Central:</b>	
<p><b>Independência <i>orgânica</i>:</b></p> <p>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.</p>	<p><b>Independência <i>funcional</i>:</b></p> <p>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.</p>

Devemos adotar certa metodologia, para fazer o 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 Oferta de Moeda Exógena 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-se nunca ter perdurado a *política de controle monetário* quando esta provocou risco sistêmico.

Neste caso, a *política de apoio* a substitui. Assim, 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. O Banco Central alemão é, antes de tudo, *pragmático*: adota adaptabilidade para sua programação monetária, não seguindo inflexivelmente determinada regra.

Buscar evidências empíricas, calculando, por exemplo, “Índices da Independência do Banco Central (IBC)”<sup>118</sup>, não resolve a polêmica de maneira científica.

<sup>118</sup> CUKIERMAN, Alex. A economia do banco central. Revista Brasileira de Economia. RJ, 50 (4): 389-426, out-dez 1996.

*Correlação não é causalidade:* as duas variáveis correlacionadas – o **IBC** e qualquer outro agregado macroeconômico – podem ser resultantes de 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 capaz de, nas crises inflacionárias graves, colocar 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.

Aliás, Friedman afirma: “a proposta do Banco Central independente não é a proposta monetarista”. Ele é contra o arbítrio colocado à disposição da diretoria de Banco Central independente.

Os monetaristas reconhecem, nessa realidade, acontece sim a oferta de moeda endógena, criada pelas forças do mercado, devido à prática de optar pela fixação dos juros. No caso, o Banco Central pode tomar essa decisão de maneira independente sem, no entanto, atingir a meta monetária.

A experiência brasileira de estabilização inflacionária demonstra: ter Banco Central independente não é *nem condição necessária nem suficiente*, para combater a inflação. Para o sucesso dessa política, há sim necessidade de adotar 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 consegue controlar uma oferta de moeda endógena. No caso brasileiro, a remonetização foi determinada pela nova demanda por moeda dos agentes econômicos logo quando surgiu a estabilização inflacionária.

O verdadeiro objetivo dos defensores da independência ao Banco Central do Brasil, é traçar separação institucional ou legal 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.

A hegemonia do neoliberalismo na mídia e entre a maioria dos políticos brasileiros torna inviável, politicamente, uma reforma fiscal capaz de aumentar a progressividade da carga tributária e o predomínio do mecanismo de financiamento do setor público. Os neoliberais brasileiros não aceitam o pressuposto *crowding out* do setor privado.

Então, eles vendem a ideia, para a opinião pública, de o Banco Central independente impedir o financiamento monetário dos gastos públicos, seja obrigando o governo a cortá-los, seja impedindo o aumento de impostos. Por esta última ser “medida impopular” (sic), conseguem convencer a muitos incautos.

Os cidadãos bem informados devem estar alertas para o risco da independência do Banco Central em relação ao governo. Leva sim à sua “privatização”, ou seja, à total subordinação aos interesses privados do mercado. Por exemplo, pode provocar uma Grande Depressão em nome de prevenir contra “a eutanásia dos rentistas”, isto é, o risco da inflação superar as taxas de juro prefixadas.

**RESUMO**

1. Examinamos a condução de política monetária de acordo com a abordagem monetarista de cumprir determinada *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 política monetária*: taxa de desemprego, taxa de juros de mercado, taxa de juros nominais, taxa de câmbio, taxa de inflação, taxa de crescimento de certo agregado monetário. Friedman adota este último como o melhor indicador do comportamento do Banco Central.
3. A política monetária de *regra* busca atingir certa taxa de crescimento estável em algum agregado monetário, para não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado; a política monetária de *arbítrio* propõe 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 se comparados aos 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. 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 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. Está relacionada à necessidade de reforma fiscal no sentido de elevar a progressividade na estrutura tributária.

# CAPÍTULO 10

## OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA E FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS<sup>119</sup>

*“Um economista é quem vê alguém trabalhando na prática e pergunta se ele não poderia trabalhar teoricamente”.*

### **10.1. Introdução**

Reconhece-se, geralmente, a política monetária exercer, 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 a ser influenciadas por ele.

Esse aparente paradoxo entre a importância de sua missão e a limitada escala de suas operações, coloca 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. Supões ele guardar alguma relação de influência sobre a *meta final*.

---

<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. & SCHWARTZ, G. O Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. São Paulo, IESP/FUNDAP, s/d.; Batten et alli (1990).

Se essa relação for estável e previsível, metas operacionais assegurarão o cumprimento da meta intermediária e 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* mantida por todos os bancos 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*.

Nessa função, a **reserva bancária** é composta da *moeda das transações interbancárias*. É monitorada pelo o Banco Central.

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/OU ATIVIDADE ECONÔMICA**

Historicamente, bancos Centrais famosos, como o *Bundesbank*<sup>121</sup>, empenhavam-se em tornar público seu compromisso com o estabelecimento e cumprimento de metas monetárias. Divulgavam programações monetárias e o possível caminho em termos de políticas, para atingi-las.

Além disso, montavam 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 ultrapassasse 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 encaixe em espécie dos bancos comerciais.

A moeda manual é utilizada para efetuar transações de pequeno porte e o encaixe bancário destina-se a honrar os saques dos correntistas nos caixas dos bancos ou ATM [*Automatic Teller Machine*]. Como esses agregados são de pequeno volume e pequena importância para a operacionalidade da política monetária, toma-se como simplificação a definição da base monetária como sendo a própria conta de reservas bancárias.

Essa conta é, supostamente, variável sujeita a ser plenamente controlada pela Autoridade Monetária. Note na passagem das 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:

---

<sup>121</sup> DEUTSCHE BUNDESBANK. *The Monetary Policy of the Bundesbank*. German. 1995. Capítulo "The Monetary Policy Strategy in Germany". pp. 65-93.

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 uma conta do passivo do Banco Central, bastaria este controlar suas *operações ativas* (aplicações de recursos) e seu *passivo não monetário*, para efetivar o pleno controle da disponibilidade de reservas.

Mas não é assim o funcionamento no mundo real. *Na prática, o Banco Central não possui controle direto sobre as reservas bancárias.* Ele não pode adicionar reservas bancárias ao sistema financeiro nacional, exceto se os bancos e o público as desejarem.

O centro de decisão quanto ao comportamento das principais contas ativas do balanço do Banco Central está fora de sua alçada. *Assim, o único controle possível 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 desqualifica 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. Ela se inicia no mercado de reservas bancárias e irradia a todo sistema financeiro.

É importante ressaltar a capacidade de criar pressão sobre as reservas bancárias não significar o Banco Central possuir meios para controlá-la, pois se trata de *variável endógena*, sujeita às forças do mercado. O sentido utilizado diz respeito à intensidade com a qual o Banco Central sanciona a demanda de reservas bancárias.

**INSTRUMENTOS → TAXA DE JUROS BÁSICA → OUTRAS TAXAS DE JUROS → MODIFICAÇÃO DOS PREÇOS DOS ATIVOS E DO CUSTO FINANCEIRO → DECISÕES DE GASTO → OFERTA DE MOEDA → BASE MONETÁRIA**

Com base neste mecanismo de transmissão mais realista, é possível retomar a questão inicial quanto à origem do poder do Banco Central em 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.

---

<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) e Borio (1997).

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 sentido, 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 bancários no mercado de dinheiro, na qual ambos tentam prever qual é o conjunto de expectativas um do outro.

Nesse jogo cooperativo, o Banco Central emite sinais e recebe *feedbacks* informativos ou condicionantes. Essas sinalizações ocorrem ou por pressões sobre as reservas bancárias, nas quais o Banco Central é o 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.

<p>Em economias monetárias, os <b>bancos</b> são agentes especializados nessa tarefa de “zerar” o fluxo de caixa dos <b>agentes não bancários</b>. Essa é sua função primordial.</p>
--

Para cumpri-la, os bancos fornecem a liquidez necessária para o processo de pagamentos, compensação e liquidação de contratos funcionar calmamente. Eles estão aptos a desempenhar essa tarefa.

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. Tudo isso permite aos agentes liquidar seus compromissos mesmo 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. Eles 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 explicativo da intermediação via sistema financeiro. Transações financeiras, quanto 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 <b>bancos</b> das transações monetárias e financeiras da economia torna-os <b>a figura central dentro do sistema de pagamentos</b> .
---

Ao “zerar” o fluxo de caixa diário de seus clientes, o banco desequilibra o seu próprio fluxo, tornando-o deficitário ou superavitário. Isto porque 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. Resulta 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. Então, 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. Nele não há alteração do estoque total, há somente permuta interbancária.

O *depósito interbancário (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. São representadas por seus fluxos de caixa desequilibrados.

A “zeragem” desses fluxos é realizada pela negociação interbancária dos saldos em conta corrente mantido por cada banco no Banco Central. É a chamada *conta de reservas bancárias*.

Assim, por meio desse sistema de pagamentos, percebe-se qualquer espécie de operação financeira, realizada nos mais diversos segmentos do sistema financeiro, convergir para o mercado de reservas

bancárias<sup>123</sup>. Nele, o Banco Central é o ofertante monopolista. Esse mercado, embora pequeno, é fundamental, pois transaciona a moeda disponível para liquidar transações financeiras.

A liquidação das transações interbancárias em moeda emitida pelo Banco Central é justificada por sua segurança. Trata-se de instrumento livre de risco. Está sob depósito na Autoridade Monetária, a qual oferece a possibilidade de conceder empréstimos em última instância, quando o banco não 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 sem o Banco Central estar operando, há a possibilidade do mercado se “zerar” sozinho, se existir mercado interbancário de reservas eficiente. Ele transferirá recursos dos superavitários aos deficitários.

A taxa de juros nesse mercado, entendida como o preço a ser pago para obter liquidez, flutuará em decorrência das necessidades 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 sistema, menor será a necessidade de manter encaixes ociosos no Banco Central.

---

<sup>123</sup> RIBEIRO, Edmundo Maia de Oliveira. Mercado de reservas bancárias no Brasil. São Paulo, CFS/BACEN, 1993. apresenta vários exemplos de operações financeiras que convergem para o mercado de reservas.

## **TAXAS DE JUROS DE REFERÊNCIA PARA O MERCADO DE RESERVAS BANCÁRIAS NO BRASIL:**

1. **pisó**: taxa de juros pela qual o Banco Central concede empréstimo de liquidez com garantias em títulos públicos. É *valor periodicamente revisto* por servir 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 a Caixa Econômica 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* além daquele **valor-base**, mesmo dando títulos de dívida pública como garantia. Ele terá de 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: quando fica mais próxima da *teto*, aumenta o estímulo para certos bancos tomarem dinheiro no Banco Central do Brasil, pagando apenas o *pisó*, e repassá-lo a outras instituições financeiras ganhando uma comissão.
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 consequência, a estabilidade do sistema financeiro.

Além da infraestrutura, deve fornecer aparato legal para o surgimento de instrumentos e técnicas capazes de garantirem 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** tende a possuir 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.

Já **bancos atacadistas** (*corporate banks*) trabalham exclusivamente com empresas de grande porte, efetuando volumosas e complexas operações financeiras como fusões, aquisições e incorporações de empresas. Assim, mesmo possuindo balanços de mesmo montante, observarão grandes flutuações diárias nos seus caixas, necessitando de maior demanda por recursos líquidos.

Por esse motivo, bancos **varejistas** são, em geral, *financiadores* no mercado de reservas bancárias. Os **atacadistas**, normalmente, são *tomadores*.

Mas, um grande banco público de varejo, como a Caixa Econômica Federal, por confiar no carregamento de títulos de dívida pública com elevada taxa de juro, pode se colocar na posição de *tomador*. Compra mais títulos em relação ao dinheiro disponível e toma mais via operações compromissadas com outros bancos. Estes confiam nela por oferecer, na prática, um risco soberano ao ter 100% de suas ações possuídas pelo Tesouro Nacional.

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. Nesse ponto aparece **a motivação precaucional**.

As penalidades por estar a descoberto em reservas bancárias aparecem na forma de *taxas de juros "punitivas"*, isto é, acima de mercado. Podem ser cobradas tanto pelo Banco Central quanto pelos bancos "doadores" no fornecimento dos recursos necessários para os "tomadores".

Outra forma de penalidade é o *acionamento de crédito*. A disposição de cada instituição superavitária a operar com uma instituição deficitária, mesmo pagando os juros cobrados pelo mercado, pode se esgotar ou ser revisto, durante o processo, se tratar de instituição tomadora de elevado risco.

Isso ocorreria mais caso o sistema operasse com a concessão de financiamento interbancário sem garantias. Mas as operações compromissadas são lastreadas em títulos de dívida pública. Representam justamente um compromisso de vender um desses títulos e o recomprar no dia seguinte, caso for um *overnight*, a uma taxa de juro pré-estabelecida: a CDI.

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 reservas bancárias.

O exigível, montante a ser recolhido, é calculado sobre a 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 possuído pelo Banco Central para controlar o mercado de reservas bancárias*. Além de ser o ofertante monopolista, também consegue garantir, no curto prazo (período de movimentação), certa demanda relativamente estável.

Adotando a suposição de o Banco Central não operar no mercado de reservas bancárias, mesmo se as operações no mercado financeiro tiverem provocado desequilíbrios nos fluxos de caixa de alguns bancos, com impacto em suas contas de reservas, *a oferta global ainda permanece a mesma*. Isso permite o próprio mercado interbancário, caso exista sistema eficiente de reciclagem de reservas e em situações normais, efetuar 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 ultrapassam 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 diário ativo da oferta de liquidez pelo Banco Central. Faz monitoramento *online* em tempo real se o seu objetivo é evitar grandes flutuações na taxa de juros de curto prazo. Entretanto, em condições normais, 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 se tratar de seu próprio passivo. Contudo, na oferta total das reservas bancárias, existem fatores causadores de *expansão endógena*, isto é, expansão fora de seu controle. A tarefa de gerenciamento de liquidez envolve ações de compensação se houver movimentação nesses fatores endógenos às forças de mercado.

Para apresentar as linhas gerais da execução dessa tarefa, tal como em Borio<sup>124</sup>, divide-se a oferta de reservas bancárias em elementos de 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:

$$\begin{aligned} & \text{Ativos Externos Líquidos} + \text{Empréstimos ao Governo} + \\ & + \text{Empréstimos Líquidos aos Bancos} + \text{Carteira de Títulos} = \\ & \text{Papel Moeda em Circulação} + \text{Reservas Bancárias} + \\ & + \text{Depósitos do Tesouro Nacional} \end{aligned}$$

<sup>124</sup> BORIO, C.E.V. Monetary policy operating procedures in industrial countries. BIS Working papers N.40, Basle, BIS, March 1997.

No desempenho de suas funções, o Banco Central realiza várias operações no mercado de reservas bancárias. Elas 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:

$$\begin{aligned} \text{Variação Autônoma de Reservas [(+) = injeção /} \\ \text{(-) = retirada]} = \Delta\text{Ativos Externos Líquidos +} \\ + \Delta\text{Empréstimos ao Governo - } \Delta\text{Papel Moeda em Circulação -} \\ \Delta\text{Depósitos do Tesouro Nacional} \end{aligned}$$

A **variação não-autônoma** completa a variação total na oferta de reservas bancárias. Ela resulta da 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:

$$\begin{aligned} \Delta\text{Reservas Bancárias} = \text{Variação Autônoma de Reservas +} \\ + (\Delta\text{Empréstimos Líquidos aos Bancos + } \Delta\text{Carteira de Títulos}) \end{aligned}$$

Se a “zeragem” dos fluxos de caixa bancários ocorrer de maneira tranquila, 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 garantidor da estabilidade dessa taxa de juros.* Esse nível deve ser perseguido no gerenciamento de liquidez.

Para tal fim, o Banco Central deve se empenhar na *previsão dos fatores componentes da 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.

**Operações do Banco Central** = Variação Autônoma de Reservas -  $\Delta$ Demanda por Reservas

Dentro do propósito de gerenciamento de liquidez, o Banco Central *injeta* liquidez quando a adição autônoma de reservas for inferior ao nível demandado. Ele *retira*, na situação inversa. Assim, evita-se impactos sobre o nível da taxa de juros em vigor no mercado de reservas bancárias.

Para gerenciar a liquidez, no mercado de reservas bancárias, a primeira tarefa realizada pelo Banco Central é *a previsão de qual será a situação de liquidez nesse mercado*. Prever 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 em circulação 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 início de semana caracteriza-se pelo 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 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 esses cubrirem 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 o banco administrar seus depósitos compulsórios, ao longo desse período. Nesse caso, ele pode cumprir 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 o Banco Central as antecipar e neutralizar*.

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, diariamente, o Banco Central refazer 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. Visando contornar esse problema, alguns Bancos Centrais, como é o caso da Austrália, Japão e Inglaterra, permitem o acesso público às 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

<sup>125</sup> BORIO; op. cit.; 1997.

- 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 imprevistos em curto prazo. 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, o banco.* 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 cada vez mais elevada 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, 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 naquele cujo sistema financeiro atravessa crises de liquidez e solvência. Entre os países desenvolvidos, o Banco do Japão é o único caso onde 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

<sup>126</sup> BUNDESBANK; op. cit.; 1995.

<sup>127</sup> BORIO; op. cit.; 1997.

Bancos Centrais, para efetuar o controle discricionário da liquidez. Essas operações consistem na compra e venda de títulos, quando o vendedor se compromete em recomprar o título a certo preço acordado e em data especificada, anterior àquela do vencimento do título utilizado como 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.

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. Eles não podem ser desfeitos antes da maturidade.

Para a tarefa de gerenciamento de liquidez, o Banco Central prefere utilizar mais as **operações compromissadas** em lugar de **operações finais**. Estas são operações de compra e venda de títulos onde o resgate só acontece no vencimento do papel, isto é, o Banco Central não garante a recompra antes da maturação. Isso não impede esses papéis serem objetos 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 o movimento de algum componente da variação autônoma

de reservas deixar 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 em tal situação o Banco Central estar **oversold** (*vendido*). Isso significa o volume de reservas bancárias no mercado estar inferior ao 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 os juros elevados, impostos pela Autoridade Monetária, para “zerar” seu caixa. A situação contrária ocorre quando o Banco Central está **undersold** (*comprado*).

Os recursos retornarão ao mercado de reservas logo quando o governo iniciar seus pagamentos, emitindo cheques contra a conta mantida no Banco Central. 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 de operar no mercado comprando títulos, isto é, “vendendo dinheiro”, para acomodar a demanda por reservas. O que acontece quando são utilizadas **operações definitivas**?

O preço a ser pago pelos títulos é definido em mercado. Bancos apresentarão propostas de compra e cabe ao Banco Central definir o melhor 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, por exemplo, o Tesouro pode efetuar vários pagamentos, revertendo a situação inicial de carência de liquidez. 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*. Elas 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. Geraria 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 quando 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 onde os bancos estão sempre sob pressão de reservas. Eles trabalham *ex-ante*, de acordo com suas previsões, para criá-la. Talvez a explicação para isso recaia na assimetria existente 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. Eles 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 desejada expressar pela Autoridade Monetária a respeito de suas intenções. Conta também o grau de desenvolvimento do sistema financeiro.

Quando o Banco Central utiliza *instrumentos indiretos de ação*, ele tem de tornar claros os *sinais de sua política*, para o mercado os reconhecer como tal. Isso é importante, porque alguns mecanismos de sinalização para mercado 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 à atividade do Banco Central, 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, garantindo 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. Força 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*. Denomina-se 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**. Ela 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 facilita a tarefa de sinalização da política. Ele é explicado pela *arbitragem* e pelo fato dos bancos, na fixação de suas taxas, serem influenciados por *conjunto comum de 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 de os 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. Significa comprar **DI** de outro banco, enquanto os juros nesse mercado forem acima do cobrado pelo Banco Central.

Tal oportunidade de negócio estimula outros bancos a procederem da mesma forma, elevando a oferta de liquidez, no mercado interbancário. Haverá então 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 cujas operações estão 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. Já 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 a ser feita pelos bancos é agir discricionariamente no estabelecimento dos termos contratuais e garantias.
- **risco de taxa de juros** refere-se à flutuação de taxas ativas e passivas. Elas podem tornar 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. Por outra parte, é garantida 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 regentes dessas 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. Os bancos tendem a seguir alguma liderança supostamente melhor informada ou possuidora de 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 baixar suas taxas, unilateralmente, perderá depósitos remunerados e terá de se financiar no *mercado interbancário de reservas*. Ele, em geral, é mais caro se comparado ao custo de captação no *varejo*, quando é realizada junto a clientes.

Ele também racionaliza 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 supõem seus concorrentes irem fazer o mesmo.

Além de agirem em bloco, bancos também são influenciados por conjunto comum de expectativas, quanto à obtenção de liquidez. Ao estabelecerem suas taxas, seja de captação, seja em 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, *a taxa bancária é, hoje, aquilo esperado pelos bancos a ser feito pelo Banco Central com sua taxa básica no futuro.* Esse horizonte de expectativa depende do prazo de maturação do ativo cotado pelo banco.

Deve-se destacar o **comportamento das taxas de juros dos diversos tipos de empréstimos bancários**. 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, embora 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 sem ter havido qualquer alteração no juro básico do Banco Central.

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 ele minimizar as perdas cobrando taxas de juros mais elevadas dos clientes adimplentes. "Os justos pagam pelos pecadores".

A **tributação** é outro fator influente sobre 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. Seus clientes 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 a elevação na taxa básica envolver 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*. Faz elevar o custo de todas as fontes de financiamento disponíveis aos bancos.

#### **ESTRUTURA DAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL:**

1. Por intermédio de leilões eletrônicos, nos quais entre o aviso do Banco Central ao mercado financeiro de qual operação quer fazer, no **over-SELIC**, e a divulgação do resultado o tempo é de meia hora, o Banco Central do Brasil estabelece o preço básico, isto é, a **taxa de juros de referência**, para o dinheiro.
  - Por exemplo, se o objetivo macroeconômico é a diminuição do ritmo de crescimento, o Banco Central vai pagar *juro elevado*, independentemente do grau de liquidez no mercado financeiro, portanto, *acima do juro de mercado vigente*, até aquele momento.
2. A **taxa do over-SELIC** é a primeira de espécie de *cadeia dos juros*: 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: **a taxa de juros do CDI**.
3. Nos negócios entre bancos superavitários e deficitários, eles fazem arbitragem ou especulam a respeito de quanto estará os juros do *over-SELIC*, no dia seguinte. Essas expectativas vão acabar "virando" juros nos negócios de CDI mais longos. Eles vão servir de referência,

assim como os rendimentos nominais das aplicações concorrentes (depósitos de poupança com TR mais juros, fundos mútuos de investimento tipo FIF, FAC, etc.), na fixação das **taxas de juros dos CDBs**.

- OBS.: com a concorrência pagando menos, os bancos podem reduzir os juros oferecidos pelos CDBs nas agências, *para pequenas quantias*, diferentemente do pago nos CDBs *para grandes aplicadores*.
4. Por fim, os juros destes depósitos a prazo servem de referência para estabelecer **a taxa de juros para empréstimos**: 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 *spread* bancário.
- OBS.: os juros cobrados no crédito pessoal são fixados bem acima dos cobrados das empresas sob a alegação do risco de inadimplência. Os portes das empresas também importam, assim como as faixas de renda das Pessoas Físicas. Quanto maior o valor dos empréstimos e das garantias oferecidas, maior a possibilidade de negociação da taxa.

### 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. Avalia-se 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 o mercado perceber, claramente, a estratégia da política 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 ele se tornar mais insensível aos sinais do Banco Central. Como agravante, não existe maneira de o Banco Central colocar pressão sobre os bancos, para

diminuir o nível de suas taxas de juros, haja vista a assimetria existente entre a injeção e a retirada de reservas bancárias do mercado. Por essa razão, os movimentos de queda na taxa de juros costumam ocorrer 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* aceito pelo mercado como razoável. Caso faça o contrário, pode provocar sérias conseqüências econômico-financeiras.

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 esperado, o resultado pode ser a *instabilidade financeira* do sistema. Se voltar atrás, haverá a *perda de credibilidade*. Portanto, a sustentação de qualquer taxa, estabelecida pela 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. Isto caso a mudança de rumo da política não tenha sido efetivada de imediato, devido a sua não previsão pelos demais participantes.

Os Bancos Centrais, se enquadram nesse perfil operacional, resolvem esse problema por meio de operações de sintonia-fina e de caráter preparatório nos dias antecedentes à 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, obtém-se 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** não envolvendo, diretamente, operações no mercado de reservas. Se os bancos acham o Banco Central capaz de utilizar todo seu arsenal de instrumentos de pressões, para tornar efetiva a nova taxa, eles podem simplesmente não colocar resistência, antecipando o ajuste em suas ações pelo imaginado o Banco Central poder os forçar a 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. 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 as quais os sinais de política são transmitidos a todo o sistema financeiro.

Essa clareza nos sinais emitidos tem levado à grande redução na volatilidade em toda a estrutura de taxas de juros, nos países onde o

instrumento foi implantado, sendo o caso australiano paradigmático<sup>128</sup>. Opositores contra-argumentam o anúncio de metas operacionais implicar 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 anúncios de metas, para a taxa de juros, podem não ser suficientes, para esvaziar os problemas levantados pela volatilidade, ao menos se essa prática já estiver bem estabelecida.*

No ajuste sinalizador da taxa de juros, observa-se, como característica comum entre os Bancos Centrais de países desenvolvidos, a taxa de juros básica ser 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 das mudanças da taxa de juros na economia, por isso é melhor ir

<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.

- 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 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, justificando ações fortes e imediatas, como é o caso das pressões de balanço de pagamentos.

Como exemplo dessa não conformidade há, de um lado, a Alemanha e a Suécia. Preferem ajustes pequenos sob a justificativa desse procedimento limitar a volatilidade das taxas de mercado e reduzir os custos associados ao retrocesso da política.

Diferentemente, a Austrália justifica seus grandes ajustes pela sua capacidade de reforçar a transmissão da política e colocar abaixo os riscos provenientes do atraso no ajuste. Quanto a estudos concretos, as implicações dessas diferenças de procedimento ainda permanecem inexploradas.

**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* mantida por todos os bancos no Banco Central. O único controle do Banco Central 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 desqualifica como a meta operacional de política monetária.
3. 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 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 possuído pelo Banco Central 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 garantidor da **estabilidade dessa taxa de juros**. Esse nível 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, freqüência 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 está abaixo do 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 solicitada pelo Banco Central, 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 conseqüência, 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. Mostra a instabilidade e a incoerência exibidas periodicamente estarem 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 porque nossa economia se comporta 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>.

---

<sup>132</sup> MINSKY, Hyman. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven/London, Yale University Press, 1986. p. 197.

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 os costumes criados 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. Elas conformam um ciclo de endividamento 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 em curto prazo.

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 as abstrações teóricas serem 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 bem treinados, mas pobremente educados". MINSKY, Hyman. Beginnings. in KREGEL, J. A. (ed.). Recollections of Eminent Economists. London, Macmillan Press, 1988. p. 170/172.

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. Ela cerca as decisões dos indivíduos e das firmas em uma 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 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.

### **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. Elas 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 também a introdução dos passivos na discussão. Interessa não só *a estrutura dos ativos*, mas igualmente 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 quando se 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. Elas 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 participantes do 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 é 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.

As finanças de determinado agente não são só função de seu comportamento microeconômico. Estão interrelacionadas com os diversos mercados. Suas interações configuram um *sistema complexo 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:

“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 Deus desejar o enriquecimento da classe média americana”.

Foi quando se começou 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 a afluência desse tipo de crente seria tão grande a ponto de 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, enquanto 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 porque não fazer isso, pois o número de pessoas compradoras na expectativa de vender com lucro continua a aumentar em ritmo tal de modo a manter os preços em ascensão. Só quando o aparecimento de compradores novos, tão essencial à realidade dos preços em tendência de alta, 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”.

Estas eram “pirâmides” invertidas. Elas 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 uma postura financeira encontrada entre agentes econômicos: quando fluxos de entradas são contabilizadas como receitas<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. Os valores patrimoniais do ativo são mantidos em níveis superiores aos dos valores do passivo e as receitas estão previstas acima dos pagamentos a serem efetuados.

Na **postura especulativa**, os valores patrimoniais do ativo são também superiores aos valores do passivo, mas assume-se a

<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 acabou”...

<sup>135</sup> Minsky; op. cit.; p. 207.

possibilidade de 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, ao assumirem 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, a partir de certo momento, com eventos e taxas de juros favoráveis, os fluxos de receitas cobrirem os pagamentos necessários para a validação das dívidas pendentes.

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 recontração 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*. Neste, as contribuições correntes da população economicamente *ativa* pagam as pensões da população *inativa*.

Essa transferência de renda é viável até quando os seguintes fatores provocarem crescentes déficits, detonando **a crise da Previdência Social**:

1. *demográficos*: o aumento da esperança de vida, a diminuição da taxa de fecundidade, o envelhecimento da população,
2. *conjunturais*: a elevação da taxa de desemprego, e/ou
3. *estruturais*: o maior grau de informalidade no mercado de trabalho.

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:

1. *os de benefícios definidos e*
2. *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. Os últimos, pelo contrário, caracterizam-se pela fixação do valor das contribuições, ficando variável o valor dos benefícios futuros, porque 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. Ela 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 à especialização, eles descolam os prazos de suas *aplicações*, principalmente em empréstimos, dos prazos de suas *captações*. 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 endividamento*. 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** =  $f(\text{normalidade do mercado de bens e fatores de produção})$
- **especulativa** =  $f(\text{normalidade do mercado financeiro})$
- **Ponzi** =  $f(\text{apoio do mercado financeiro})$

#### **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 conduzem a um clima de expectativas otimistas. Os baixos riscos de endividamento avaliados pelos credores e devedores dão margem para 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. Aumenta, em simultâneo, 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 das empresas endividadas, de modo independente do nível da taxa de juros.

Na 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*. 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. Elas passam a ter menor margem de manobra frente às novas necessidades de refinanciamento.

Para honrar os compromissos financeiros, eleva-se a dependência de crédito em curto prazo face à capacidade de pagamento com receitas correntes. Os períodos de *boom* dos ciclos econômicos, enfim, são caracterizados por maior grau de endividamento.

A sequência causal do **processo de "instabilização da estabilidade"** ocorre durante o ciclo de expansão:

1. *expectativas* correspondidas e *contratos* cumpridos;
2. diminuição das exigências de *margens de segurança*;
3. aumento do *prazo das aplicações produtivas* ou investimentos com 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 *frequência de pagamentos* para saldar débitos em vencimento;
7. maior necessidade de *liquidez*;

8. aumento do *prêmio para se abandonar a liquidez*, isto é, 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. Se isso for realizado em simultâneo e agregadamente, abaixa seus preços.

Menores lucros comprometem mais o fluxo de caixa e podem levar outras unidades à necessidade de refinanciam a dívida. Se não conseguirem saldar os débitos a cada vencimento, têm de vender 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 até as *hedgers*, aparentemente protegidas. Isto ocorre tanto com a queda da

demanda por bens vendidos por elas aos agentes especulativos e Ponzi, quanto a crise detonada no mercado secundário, devido à 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**. Isso resulta em menor margem de garantia em termos reais. Desencadeia 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, quando os gastos com *preços de oferta de bens de capital* tornam-se superiores aos *preços de demanda*, isto é, o preço de comprar o já existente pela queda do valor de mercado. Daí se tornam mais racionais 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 *fundings* para trocar dívida em curto prazo por dívida em longo prazo.

Não só os empresários devedores, mas também os banqueiros credores revêem suas posições.

O **estado de crédito** descreve as expectativas dos credores em relação aos negócios de seus clientes.

A **revisão das expectativas** conduz a reavaliações subjetivas. 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 na qual 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. A *preferência pela liquidez* eleva a taxa de juros. A *flutuação do investimento* inicia quando a demanda insatisfeita por crédito em 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 mantida 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 alavancagem financeira realizada em investimentos, com reflexo no desemprego e na renda, conduzindo a economia a período de recessão.

A **Hipótese da Instabilidade Financeira**, levantada por Minsky, apoia-se em dois aspectos do *processo de fragilização financeira*.

1. do *lado passivo*, o encarecimento do serviço da dívida e sua necessidade de rolagem provocam pressão de liquidação dos valores dos ativos;
2. do *lado ativo*, a queda dos lucros conduz à deterioração da capacidade de validação dos débitos.

Enfim, sua Hipótese da Instabilidade Financeira constitui o principal instrumental analítico centrado na mudança do estado de expectativas em relação à obtenção de lucro ao longo de um ciclo de endividamento. 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**

<p>As <b>razões para o não atendimento da demanda de crédito</b> são:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. público não-bancário não mais querer adquirir ativos financeiros e “liberar” moeda para propiciar <i>finance</i> ou <i>funding</i>;</li> <li>2. a restrição ao refinanciamento, devido ao aumento do <i>risco do credor (exposure do banco)</i>, constatado com a análise do <i>credit score</i> do devedor: o comprometimento do seu faturamento mensal com dívidas, acompanhado pela cobrança bancária de seus títulos;</li> <li>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.</li> </ol>
---

O papel do *big bank* (Banco Central), segundo Minsky, no auge econômico, deve ser o de 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.

<p>A <b>receita de política monetária</b>, prescrita por Minsky, é:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• atitude acomodatória quanto à endogeneidade da oferta monetária.</li> <li>• rígido controle institucional e/ou fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos.</li> </ul>
--

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 acima dos 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, se para isso forem 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 acima do *preço de oferta* desses ativos, há produção de bens de investimento.

Pode ocorrer o aumento dos *preços de mercado dos ativos* ser superior ao dos *preços da produção corrente*, porém, esse fenômeno não estimular decisões de investimento consistentes. Nossa hipótese analítica é isso acontecer por os investidores perceberem as frágeis bases dos ciclos especulativos alavancados pelo crédito para ampliar a circulação financeira especulativa (aposta na tendência de alta), mas não para a circulação industrial. As crises bancárias surgem por falta de fundamentos sólidos na produção de bens e serviços e geração de empregos.

O mercado de futuros e de opções e as “finanças” fora-de-balanço, principalmente em Fundos Mútuos de Investimento, em administração de recursos de terceiros, feita 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 altista, confiando na *securitização* de ativos. No entanto, tudo isso dá mera ilusão de transferência do risco para outros agentes, não permitindo perceberem o acréscimo no risco global ou sistêmico.

Nos *crashes*, a maior velocidade na transferência de dados e informações detona logo a venda generalizada de ativos. Resulta em maior velocidade do colapso dos valores dos ativos por conta da pressão das vendas.

Existe outra diferença entre a *economia de endividamento* e a *economia de mercado de capitais*. Na primeira, as dívidas bancárias podem ser refinanciadas, como mostra Minsky, mas dívidas com investidores de mercado “comprados na alta” são improrrogáveis. Eles não reinvestem o dinheiro perdido 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 características do sistema financeiro contemporâneo. 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 entre si. Em suas relações financeiras surgirão 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 as mudanças recentes, como outras futuras, enriquecerem a Hipótese da Instabilidade Financeira.

## **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 quais 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 por se recusarem a falar a língua oficial. 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, economistas ortodoxos buscam avaliar os pretensos limites para o consumo elevado das famílias ou sua contrapartida sob forma de *poupança privada* limitada. Pior, extrapolam o raciocínio para o “consumo do governo”, resultando em baixa ou nenhuma *poupança governamental*, representada pela obtenção superávit fiscal. Ambas “deficiências de poupança” imporiam restrição à trajetória de crescimento econômico sustentado. Daí a ortodoxia 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*:

**$Y = (C + I) + (G - T) + (X - M)$** , onde: **Y = PIB;**

**(C + I) = demanda efetiva privada;**

**(G - T) = déficit público;**

**(X - M) = saldo de transações correntes.**

Ela pode ser reformulada de maneira a destacar a *função investimento-poupança*:

**$I = (Y - C) + (T - G) + (M - X)$**  , onde: **I = investimento**;

**$(Y - C)$  = poupança *privada*** (lucros retidos no caso das empresas);

**$(T - G)$  = poupança *governamental*** (superávit fiscal);

**$(M - X)$  = poupança *externa*** (transferências financeiras do exterior).

Os **recursos escassos**, de acordo com o *modelo dos três hiatos*<sup>136</sup>, capazes de 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 onde 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 o Conceito de Poupança

No primeiro dia de aula do curso de "Introdução à Economia", aprende-se: 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. Ela é dita ser verdadeira por definição: baixa poupança  **$S_{t-1}$**  ocorre devido a alto consumo  **$C_{t-1}$** . Acaba resultando

<sup>136</sup> Bacha, Edmar. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, V. 12, nº 2, p. 285-310, ago. 1982.

em baixo investimento  $I_t$ , queda da renda  $Y_t$  e do emprego  $N_t$ . 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 ela conter uma inversão lógica ao ver a poupança  $S_{t-1}$  como determinante do investimento  $I_t$ . Dirá isso se tratar de “falácia da composição”. Isto 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 esperado pela 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*, onde o 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 sofrida pelo aluno 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 esses conceitos, nos quais se misturam *fluxos* e *estoques*, são complementares e/ou “compensatórios”: quando cai a poupança *externa*, sobe a poupança *interna* (e vice-versa). Ou, então, a poupança *financeira* e a poupança *real* serem interdependentes. Isso está longe da realidade, mas até economista *midiático* pensa também dessa forma fácil – e errada.

**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, expresso por  **$A = C + I$** :  **$CC = Y - A$**

A dedução convencional desses conceitos, sugerida após suas apresentações, é a necessidade de captar *poupança externa*, via déficit na conta corrente, ocorre se nação está desacumulando ativos líquidos internacionais. Nesse caso, segundo a ortoxia, ela estaria devedora líquida do resto do mundo por gastar (*absorve*) acima do valor adicionado dentro dela.

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 líquida do resto do mundo.

**$A = C + I + G$**  => a absorção (A) é a parte da renda nacional (RN) 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 além de sua renda.**

Vale a pena lembrar as hipóteses sobre os fatores determinantes de cada um dos componentes do **BTC = X - M + RL<sub>rm</sub>**

**Exportações X** = f(taxa de câmbio real [ **e<sub>r</sub>** ]; renda real *no exterior* [**Y\***])

**Importações M** = f(**1 / taxa de câmbio real** [ **e<sub>r</sub>** ]; 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** (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 haver 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, *ceteris paribus*, isto é, com a renda nacional **RN dada**, seja pelo pleno emprego, seja devido ao corte temporal metodológico, a política fiscal *expansionista*, além de déficit fiscal, provoca *déficit* do balanço de transações correntes **BTC**, e a política fiscal *restritiva*, obtendo superávit fiscal, provoca *superávit* desse balanço **BTC**.

A visão do *mainstream* é, em *economia fechada*, o Efeito Deslocamento (*crowding-out*), provocado pela expansão dos gastos governamentais, reduzir a poupança privada e levar 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 a poupança privada ser obtida residualmente. Eles têm a estatística da 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". Desta eles subtraem a "poupança (ou despoupança, sic) governamental", para alcançar como resíduo contábil, conceitualmente, o ponto de partida deles: 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, de fato, ocorre a "escassez de gastos". A série temporal com a composição da poupança em percentual do PIB pode sugerir leitura equivocada. Por exemplo, economista vulgar pode afirmar: "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: "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 malformados.

São vários os equívocos. Percebe-se logo, quando cai o investimento, em anos de recessão, quando 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. 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. Esta resulta *ex-post* em maior “poupança”, dada pela diferença entre a renda e o consumo do período. E vice-versa ocorre quando cai o investimento, isto é, cairá depois a poupança residual.

O cálculo da composição da poupança agregada é *residual*, ou seja, tendo seu total, obtido pelo investimento, subtrai-se aquilo possível de se 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*. 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 de maneira discricionária, 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”) em lugar de qualquer abordagem pelo excesso de gastos não-financeiros internos, privados ou públicos.

No entanto, alguns economistas ortodoxos, de acordo com a abordagem por absorção do balanço de pagamentos, colocam a origem do déficit na conta corrente do balanço de pagamentos 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, ocorreria o traduzido 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 a capacidade de economistas ortodoxos extraírem tudo de uma pobre identidade contábil: com pressuposta comprovação, sugerem recessão com a maior desfaçatez! Aliás, por isso Deus criou os economistas: para os desastres naturais parecerem amenos...

Por fim, deve-se salientar a definição de *poupança financeira* como saldo de aplicações financeiras distinguir-se do conceito econômico convencional de poupança.

O total de **salvos 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, porque:

- os *depósitos à vista*, considerados *poupança financeira*, se multiplicam a partir do *finance* concedido para o capital de giro inicial do investimento, além de a renda *recebida* (faturamento), em contas correntes, não significar 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)*, decorrentes de (ou lastreados por) os ativos de lançamento primário.
- há *ilusão monetária*, no crescimento do total de haveres financeiros, pois este inclui também *ativos indexados*, crescentes por conta da correção monetária com índice de inflação, e não devido a aumento da poupança;
- saldo de ativos financeiros de cada família corresponde à 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 adeptos da Teoria dos Fundos de Empréstimos e outros de opinião, na Macroeconomia Dinâmica, ser dispensável tal conceito, pois só gera confusão. Ele 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 a partir do fluxo da renda gerada *ex-post*, tampouco se decide não gastar a 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 os investimentos *ex-post* virem de financiamento (*finance*) para efetivação das decisões de gastos em investimentos *ex-ante* e não de "poupança prévia". Esta não importa. O crédito importa.

### 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 de empréstimo às empresas. Este 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 feita pelas empresas 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.
- quanto ao **financiamento final (*funding*)**, os fundos capazes de permitirem às empresas reembolsar as dívidas aos bancos, são obtidos pelas empresas ao vender, seja bens, seja títulos. Evidentemente, estes fundos não podem senão vir das rendas precedentemente distribuídas.

Pode ocorrer as famílias decidirem manter parte de sua renda sob forma líquida. Em consequência, as empresas não estariam em condições de reembolsar, completamente, as dívidas aos bancos. Se isto ocorrer, os empréstimos bancários não reembolsados evitarão a

<sup>137</sup> GRAZIANI, Augusto. La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie. *Economie Appliquée*. tome XLIV, n.1, pp. 25-41.

financiar mais o consumo e o investimento. O papel maior dos bancos é captar os encaixes monetários ou líquidos, formados em alguma parte no mercado.

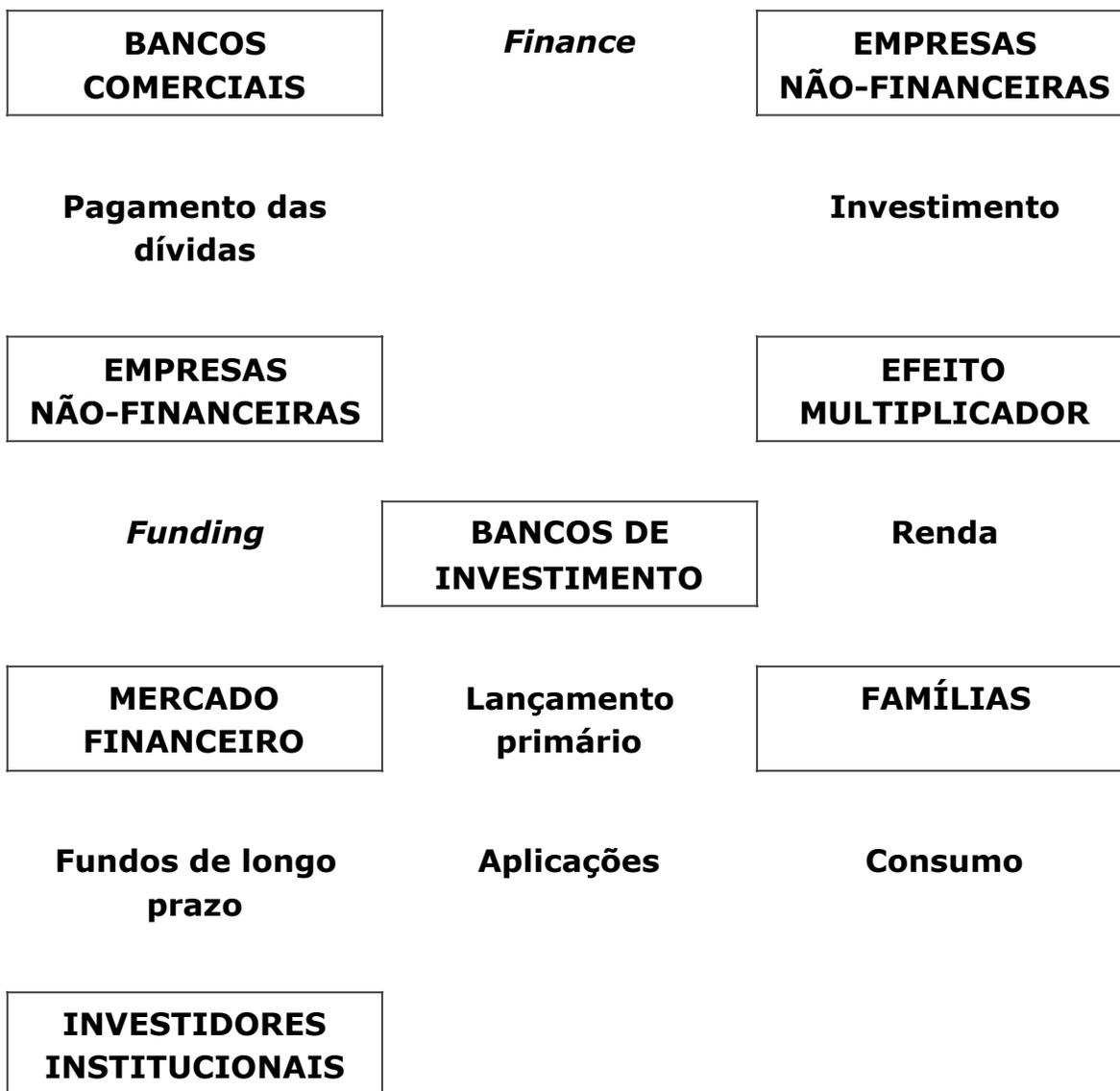
A terceira e última fase é a do **reembolso dos empréstimos**. A maior parte dos autores prefere pensar serem unicamente as *poupanças*, e não os *gastos de consumo*, a ação resultante no *financiamento final*. O objetivo típico da empresa é quitar sua dívida com os banqueiros.

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. Eles podem ser tão bem financiados pelos lucros retidos. Ele busca sim 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*) despejada, sem interrupção, pelas empresas sobre o *mercado de bens e serviços* e recuperando-a no *mercado de crédito*. Deve-se advertir, 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, embora às vezes perigoso. Ele é mais possante quando é empregado como *freio* em vez de como *incentivo*. Isto não senão uma maneira diferente de 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*.

<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> ASIMAKOPULOS, A. Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving. Cambridge Journal of Economics. Vol. 7, 1983. pp. 221-233.  
ASIMAKOPULOS, 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, Bienal-Educ, 1992. pp. 115-142.

A confusão conceitual inicia-se porque, em Keynes, parte-se do financiamento do investimento, mas, ao final do processo multiplicador da renda, parecem ser os poupadores quem financia o investimento.

“Evidentemente, isto é estranho, uma vez não se poder financiar algo, depois de isto já ter acontecido, se antes de mais nada se precisa de fundos para poder fazer aquilo acontecer. É até mesmo mais estranho ainda para o leitor quando foi convencido no Capítulo 3 [da *Teoria Geral*] de a poupança e o investimento serem 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*. Este ajuda a esclarecer a questão, mas, até o presente, a literatura econômica convencional não o absorveu adequadamente. É necessário entender bem todo o circuito.

A renda é um dos componentes interativos do sistema financeiro complexo, pois, na média e em nível agregado, origina o financiamento do consumo. Geralmente, sobra algum dinheiro. Porém, a renda corrente não financia o investimento. Para isto, o investidor tem ou 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* são, em parte, financiados pela *renda corrente*, incorporada, logo 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 acima do recebido de renda, 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. Eles não foram nem distribuídos nem gastos.

---

<sup>141</sup> CHICK, Victoria. Macroeconomia Após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral. RJ, Forense Universitária, 1993. p. 192.

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 *saldos* de ativos financeiros como fossem compostas de suas "poupanças internas". Poupança é conceito ligado à diferença entre os *fluxos de renda e do consumo*.

As instituições financeiras, especialmente os bancos, são consideradas fontes fundamentais de fundos para as empresas e depositárias de "aplicações financeiras" (saldos), 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 os juros como fenômeno real, como prêmio pela "espera" para consumir mais no futuro. Ele igualava as forças da parcimônia (*poupança*) e da ganância (*investimento*), embora adaptando essa teoria à economia creditícia.

Keynes, no entanto, mantinha a idéia de as *decisões* de poupar e investir são tomadas por pessoas diferentes. Keynes queria com essa idéia diferenciar-se dos neoclássicos.

Eles argumentavam a poupança ser pré-requisito do investimento. Ela fluiria, automaticamente, para sua efetivação. Os bancos, como meros intermediários passivos, cuidariam dessa canalização.

O argumento keynesiano era, independentemente das intenções de poupadores e investidores, o investimento e a poupança seriam iguais *ex-post*. Seria da mesma forma como as compras e as vendas são iguais, embora as grandezas planejadas *ex-ante* não fossem iguais, a não ser por acaso.

Keynes reverte a ordenação causal implícita no esquema neoclássico, onde o volume de investimento efetivamente realizado é determinado pelo volume de poupanças, porquanto o crédito cria a possibilidade de reversão. Então, a taxa de juros é determinada independentemente da poupança e do investimento. Estas são variáveis interdependentes.

A taxa de juros não poderia ser a “retribuição pela renúncia ao consumo”, isto é, pela espera. Ao invés disso, é a “retribuição pela renúncia à liquidez”, ou seja, 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 haver fundos suficientes, disponíveis à dada taxa de juros, para sustentar todos os projetos de investimento cuja eficiência marginal do capital seja superior a essa taxa de juros.

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-finance**, Keynes reforça sua idéia de o investimento independe de poupança prévia. Na realidade, implica em demanda adicional por liquidez. Ela 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-finance** tornou explícito (em 1937) o implícito no princípio da demanda efetiva apresentado na *Teoria Geral* (1936): a independência da decisão de investir em relação ao fluxo de renda “poupada”, isto é, renda recebida e não consumida. Isto se deveria à existência do crédito e ao estoque líquido de riqueza própria.

---

<sup>142</sup> CINTRA, Marcos A. M.. Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira. Campinas, Dissertação de Mestrado no IE-UNICAMP, 1993. p. 55.

O **motivo finance** foi apresentado por Keynes como a demanda por liquidez necessária para a concretização do investimento, isto é, surgida 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*. 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), *atreladas* durante o intervalo entre o planejamento e a execução [dos gastos em investimento], são *liberadas* no devido tempo, depois de serem 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. Este, segundo Keynes, se recomporia enquanto os gastos em investimento fossem realizados.

Está aí a noção de o investimento *ex-post* provir de finanças para investimento *ex-ante*. Porém, há *falácia da composição*, 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* segundo a qual a liquidez é "liberada" para a rede bancária girá-la. Isso ocorre logo quando o empréstimo devido é depositado na conta corrente do demandante de crédito.

As decisões de gastos de investimento abrangem **fluxos monetários**. Eles 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* tendo início com o gasto de investimento efetivado, 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>. Sugiro: o *fundo rotativo do sistema bancário* se amplia logo quando a demanda de *finance* for atendida pela concessão do empréstimo em conta corrente.

O empréstimo cria aumento de depósitos à vista na rede bancário. Isto pode não ser aparente em determinado banco em particular, mas 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 um autor 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 conceitos macroeconômicos. São parte de modelo-macro de demanda efetiva”.

Em seu *paper*, Carvalho sustenta a visão de haver distinção entre *finance* e *funding*, e o papel especial dos bancos como criadores de crédito. São argumentos conceituais necessários, sob formas específicas

---

<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 validado através do pagamento das dívidas.

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. Refere-se à 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 o *planejamento* do investimento depender crucialmente das expectativas de geração de lucros, mas sua *efetivação* depender 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 as empresas não-financeiras passarem a ter dificuldades para saldar dívidas com sistema bancário.

#### **Alternativas para solucionar os 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*. Ela 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*. Depende do *mercado de crédito* ou da existência de sistema bancário desenvolvido, além de compatibilização de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários, ou seja, *funding*.

Este 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.

---

<sup>144</sup> STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*. Vol. 13, n. 1 (49), jan-mar / 1993. pp. 109-112.

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, 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. 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 cair, necessariamente, a relação ativos *líquidos* / ativos *ilíquidos* de cada banco. Depende da necessidade de provisão para devedores duvidosos.

Há um risco excessivo no contínuo refinanciamento, em curto prazo, por conta 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 a *preferência pela liquidez e preferência por segurança* de cada banco, 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, senão 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 onde um número maior de pessoas em comparação ao número de cadeiras tem de sentar logo quando a música parar, dá uma imagem daquilo realmente acontecido 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. Gastos 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 importante 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 defendido pelo argumento da “poupança prévia”, não é a falta de “poupança” o impeditivo do 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 um círculo virtuoso. É obtido 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”.

## 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 os conceitos *micro* e *macroeconômico* de poupança referirem-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 consequência, a poupança macroeconômica pode ser reduzida.
4. Segundo Keynes, o conceito de **finance** refere-se às finanças. Estão atreladas durante o intervalo entre o planejamento e a execução do gasto em investimento. São liberadas, no devido tempo, depois de terem sido pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem. O *multiplicador monetário* dispara a partir do momento quando 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".*

### 13.1. 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 onde se busca a generalização teórica, não levando em conta o ambiente institucional típico de cada 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 quando alguns foram autorizados a atuar como bancos universais. No Brasil, há "tropicalização antropofágica miscigenada" das "idéias fora do lugar".

---

<sup>145</sup> Edição revista de artigo publicado em Economia e Sociedade. Revista do Instituto de Economia da Unicamp, nº 9, dez;97.

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 fatural, vamos integrá-lo à *Teoria do Circuito*. O fluxograma desse circuito, apresentado 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 surgida 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 o problema de o financiamento não ser só de insuficiência de oferta de fundos de empréstimos, mas também de carência de demanda, nas condições contratuais oferecidas. Deduz a política econômica dever 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 propagado, 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. No caso de empresas não-financeiras, elas não têm um projeto de gastos em investimento capaz de oferecer uma rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio maior, após serem descontados os custos pelo uso de capital de terceiros.

Um contrato *mútuo* é aquele pelo qual se transfere a posse de dinheiro a outrem, obrigando-se a pagar-lhe, na mesma moeda, a quantidade recebida acrescida dos juros aceitos. Há, então, 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 o *risco de fragilidade financeira* ter se tornado 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 de modo a não lhe permitir dúvida a respeito da superação do serviço da dívida.

Em outros termos, ele 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, se fica 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 se garante contra outras surpresas?

O governo, estatizando as dívidas externas, 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 modo tal os juros *recebidos* superarem 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 em queda podem não ressarcir as perdas com as inadimplências.

Porém, alcançada a estabilidade dos preços, o estado de crédito se modifica. A fixação do câmbio, em economia dolarizada, 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 devida 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 ao nível internacional, etc.

Como a moeda nacional não se desvaloriza de acordo com essa inflação, sofre *sobrevalorização cambial*. Esta 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”. O limite para entrar em outra fase de alavancagem financeira é dado pela percepção do mercado financeiro nacional e internacional a respeito da situação dos macrofundamentos e/ou do ponto de inflexão do ciclo de preços dos ativos, para essa nova fase financiamento e/ou endividamento.

Eventual ataque especulativo à moeda nacional resulta em insustentabilidade da reserva cambial e flexibilização do regime cambial. Há dificuldade de defesa com um contra-ataque através da elevação do juro interno face à alta da taxa de câmbio provocada pela fuga de capital. O risco é desencadear uma 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 não-financeiras.

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 as empresas tenderem a fugir do mercado de crédito privado, 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.

O crescimento das dívidas em longo prazo em geral sugerem as empresas terem voltado 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, tradicionalmente não trabalham com alta alavancagem. Elas não têm o hábito de tomar recursos de terceiros, oferecendo como colateral uma garantia patrimonial.

Elas passam, após a estabilidade de preços (e de câmbio) e a abertura competitiva, a optar por buscar recursos no mercado mais barato. 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.

Se uma empresa for animada pelo surto de consumo, ela toma dinheiro emprestado para expandir seus negócios. O risco é ela se chocar, depois, com medidas anticonsumo em nome de combate à inflação, como juros altos e refinanciamento escasso.

Nessa reversão de expectativa, 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 se refere a empresas tomadoras de financiamento junto a bancos,

fornecedores e mesmo 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, antes vivendo do ganho financeiro com *floating*, isto é, qualquer disponibilidade líquida a custo zero ser aplicada em correção monetária indexada à inflação. Muitas não se adaptam ao fim da inflação.

O **endividamento** em si não é problema, se o projeto financiado gerar receita futura suficiente para pagar empréstimo tomado. O problema surge quando escasseiam as melhores fontes de financiamento. Estas dispõem de recursos com prazo de carência maior e taxas de juros mais compatíveis com a alavancagem financeira.

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 um 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 recorriam 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 se a tendência for de alta.

O que não é pago é rolado, sempre a taxas crescentes. Sabendo o cliente dependente desses refinanciamentos estar condenado, cada banco trata, então, de procurar se ressarcir da maneira mais rápida possível. Seu raciocínio é o cliente com ele endividado também deve estar com outros bancos concorrentes.

Portanto, se afrouxa as condições de sua parte, o que sobrar de recursos será apropriado por quem endurecer, beneficiando o competidor. Só clientes mais articulados obtém 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 em um *mercado de hipotecas*;
- captar no mercado de *euromoedas*.

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.

Debata-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 de um **pacote de reformas**, discute-se também há muito tempo:

- 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, economistas pós-keynesianos lançam a **hipótese** de não se ter o 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. Superado o mito da utilização dos recursos da privatização de empresas estatais para o abatimento da dívida mobiliária federal, verificou-se ela ser totalmente insuficiente para evitar explosão do endividamento líquido do setor público. Houve o reconhecimento dos "esqueletos" por governo neoliberal, ou seja, dívidas já dadas como "mortas" pelos próprios credores.

Além da receita pela venda propriamente dita das ações das empresas estatais, supostamente, haveria 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, haveria a 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. Via capital e dívida direta elevariam o grau de alavancagem financeira através de associações com novos parceiros para a tomada de empréstimos com o fim de fusões ou aquisições de concorrentes.

### 13.3.2. Financiamento bancário

O CMN (Conselho Monetário Nacional) é o órgão público, onde tem assento os titulares do Ministério da Fazenda/Economia e do Banco Central, responsável por aprovação de medidas de modo a facilitar o acesso das empresas a recursos de terceiros.

Por exemplo, pode autorizar qualquer sociedade anônima ter o poder de captar recursos no mercado interno com a emissão de *commercial papers*, espécie de notas promissórias, com a intermediação dos bancos. Outra medida possível: permitir empresas comerciais e prestadoras de serviços a *securitizar* os créditos recebíveis, como as prestações de crediários, em FIDC – Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.

O capital de giro das empresas é 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. Na prática, acabam transformando venda a prazo em operação à vista. Esta operação passa por Sociedade de Propósito Exclusivo (SPE), responsável pela securitização dos recebíveis.

<p>O fenômeno de emissão de títulos com lastro em créditos a receber, para serem lançados em mercados secundários, é conhecido</p>
--

por **securitização**. *Securitização de empréstimos* é a transformação de empréstimos em títulos negociáveis, revendidos a investidores.

Para deslançar o crédito, é necessário, no entanto, recorrer a terceiro organismo, centralizador de informações e articulador do sistema bancário. A Câmara Interbancária de Pagamentos é uma *clearing* de sociedade civil, sem fins lucrativos, parte do Sistema de Pagamentos Brasileiro, fiscalizada pelo Banco Central do Brasil. Tem o objetivo de criar e operar o Sistema de Transferência de Fundos. É uma precaução contra o risco sistêmico.

Outro exemplo é o Cadastro Positivo para disciplinar a formação e a consulta aos bancos de dados com informações de adimplemento de pessoas físicas e jurídicas. Antes existia o cadastro negativo, utilizado para checar o histórico de mau pagamento (inadimplência) de consumidores ou empresas.

O cadastro positivo inverte essa realidade para o mercado de crédito. Os dados utilizados pelos Bureau de Crédito passam a informar também a pontualidade do consumidor no pagamento de suas contas e registra compromissos e hábitos de pagamentos, listando os bons pagadores capazes de cumprirem seus compromissos em dia.

Os bancos definem linhas de crédito para cada cliente, conforme a capacidade de endividamento, mas não sabem ao certo quanto todos eles devem para todo o mercado. Isto ocorre, principalmente, no caso das companhias de capital fechado, pois há milhares delas.

Por isso, os bancos criam Central de Informações para apontar o nível de endividamento de todas as empresas tomadoras de empréstimos bancários. As instituições passam a fornecer dados à Central sobre o quanto estão emprestando a cada cliente e em qual prazo. Ela centraliza 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. Antes não abrangia 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*. Ele define parâmetros para avaliação dos clientes de excelente a inadimplente e empenho de capital próprio em garantia.

Assim, ele pode advertir quanto a quem estiver 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 onde se 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 capaz de atribuir pontuações com base no comportamento histórico de determinado perfil de 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, para receber à vista por suas vendas, é quem indica ao banco quais os compradores 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 nem os *devedores*, no caso, os consumidores, nem os *credores* com passivo em 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 comércio eletrônico com cartões de crédito e entrega no domicílio restaura a confiança.

O **risco do crédito ao consumidor** se eleva se 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 ficar desempregado.

Os credores reduzem os limites de crédito direto ao consumidor, por exemplo, de 30% para 20% da renda comprometida com o crediário, se 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 pode ainda considerar 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 a depender da fase do ciclo de endividamento. 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, ampliarem 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 paga na captação de recursos e a cobrada em seus crediários. Possuem também relacionamento privilegiado com determinado banco. Conseguem captar e repassar-lhe direitos creditórios com custo menor em relação ao obtido em seus concorrentes.

No entanto, a maioria dos pequenos e médios lojistas não tem caixa para bancar além dos tradicionais três pagamentos com cheques pré-datados, no passado, ou pagamentos parcelados em cartão de crédito, no presente. Têm de recorrer às financeiras para manter seus clientes. A maioria dessas lojas sem fôlego financeiro têm baixo faturamento por ano. Alguns bancos e financeiras exploram esse nicho do mercado, onde a loja precisa ter certo volume mensal de financiamento para manter acesso ao cadastro de milhões de clientes tomadores de 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 não dependentes 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 costuma pagar juros reais absurdamente elevados.

Entretanto, como a massa da população continua carente de uma série de produtos, estima-se cerca de 80% dos consumidores, quando quitam carnês, voltam logo 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. Aceitavam antes cheques pré-datados sem garantias e sofriam a inadimplência de seus emissores.

Isso coloca dúvida a respeito da capacidade de organização das finanças pessoais ou dos orçamentos domésticos por parte dos consumidores. Há carência de Educação Financeira.

As **empresas de *factoring***, isto é, fomento comercial, são companhias não-financeiras, pois *factor* significa "casa compradora". Elas descontam cheques pré-datados ou outros títulos de compromissos comerciais. Adiantam os 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 dificultados para empréstimos diretos aos pequenos e médios tomadores.

Essa operação não se caracteriza como atividade financeira, porque a empresa de *factoring* não pode devolver o contrato para o vendedor original da mercadoria, porque não tem o direito de regresso e não pode parcelar os pagamentos. Além de não poder captar recursos diretamente do público.

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. Elas não têm limites elevados de empréstimos nas carteiras tradicionais de descontos de duplicatas e capital de giro.

Os bancos têm vantagem de “direito de regresso” contra eventuais calotes dos consumidores. Os cheques pré-datados 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.

A substituição deles por cartões de crédito traz maior segurança, embora o *crédito rotativo* tenha inadimplência elevada: em torno de 30% dos devedores não pagam a fatura na data estipulada e 40% de quem entra nesse crédito se torna inadimplente. Os adimplentes pagam elevadíssima taxa de juro para cobrir a perda, porque um banco captador de recursos de terceiros não pode perder esse dinheiro.

#### 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 inferior à 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. Deduz de seu valor os aluguéis pagos ao longo do tempo, ou seja, o cliente paga o financiamento ainda sem ter o bem em seu nome.

É uma *alienação fiduciária*. Alienação fiduciária em garantia é uma espécie contratual destinada à compra e venda de bens imóveis ou de bens móveis. Sua característica essencial é o fato de o devedor fiduciante, isto é, quem recorre a essa modalidade de financiamento para obter o bem desejado, transferir ao credor fiduciário, instituição financeira concedente do financiamento, a propriedade do bem pretendido a se adquirir, até haver o pagamento completo da dívida.

Durante o curso do financiamento, o devedor pode apenas usufruir do bem e utilizá-lo para o fim destinado, seja moradia, seja locomoção ou bens de informática, mas sem ter direito de propriedade sobre ele. Nesse período, o banco credor se torna o verdadeiro proprietário do bem financiado até o fim do parcelamento.

Tal característica é extremamente importante para a compreensão do funcionamento dessa espécie de contrato, e, muitas vezes, passa despercebida por quem busca esse tipo de negociação para adquirir, por exemplo, a casa própria. Ao fim do prazo de financiamento, caso o devedor consiga quitá-lo integralmente, a propriedade do bem é transferida ao mesmo pelo banco ou instituição financeira.

Basicamente, o *leasing* 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 usar 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 em lugar 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, por haver 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 o custo de financiamento do *leasing* operacional não ultrapassar certo percentual do valor do bem. As empresas do setor afirmam essa norma ameaçar viabilidade, devido a todas as despesas adicionais.

#### 13.4.4. Financiamento Imobiliário

O Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), para financiamento sob critério de mercado, é apresentado como alternativa ao antes suposto "falido" Sistema de Financiamento Habitacional (SFH). As regras do SFH e do uso do FGTS, na aquisição da casa própria, contemplam mutuários até as faixas de cinco salários mínimos, onde se concentram 95% do déficit habitacional.

Esses clientes mais pobres são beneficiados por financiamento mais barato, em normas fixadas por Conselho do FGTS, composto por representantes do Governo Federal, empresários e trabalhadores. Os

recursos do Orçamento Geral da União destinam-se a financiar 10% do com subsídio para famílias com renda até três salários mínimos.

O SFI é direcionado aos imóveis destinados às outras faixas acima de cinco salários mínimos: classe média alta [5-10] e classe alta [acima de 10]. Estão entre os 10% mais ricos.

A **principal razão para a pretensa falência do SFH** foi a renda dos mutuários não ser corrigida como as prestações do financiamento imobiliário. A reposição dos salários ficava 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 sofreram “novação”, isto é, foram reconhecidas formalmente pelo Tesouro Nacional, elas se transformaram em títulos de dívida pública (CVS) com vencimento em longuíssimo prazo (2027), mas sendo remunerados por juros. Foi 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 dos 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 Pessoas Jurídicas, concedentes de empréstimos às Pessoas Físicas para a aquisição e construção de imóveis, para os securitizar. Transforma-os em títulos padronizados, de maneira terem alta negociabilidade no mercado secundário.

Na prática, a companhia emite **Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)**. Eles 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, o investidor resgata o papel e recebe integralmente sua remuneração.

No *contrato de alienação fiduciária*, o credor poderá executar com rapidez a garantia. Isto porque a propriedade do imóvel só é transferida para o devedor depois da quitação integral da dívida.

O **funding 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 suas funções. Elas, idealmente, se destinam ao cumprimento por todo o sistema financeiro nacional.

Convencionalmente, enfoca-se seis **funções**<sup>146</sup> **para os Investidores Institucionais:**

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 *funding* 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*, arcando com o risco financeiro.
5. fornecimento de canais para se *informar dos preços dos ativos*, ajudando a coordenar as decisões descentralizadas, nos vários setores da economia.
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.

<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, 1996.

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 condição 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*, por exemplo, carregando títulos de dívida pública, 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 da diversificação dos portfólios 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 se são referências úteis 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*).

A conclusão a ser tirada parece ser não haver "o" caso brasileiro puro, mas sim miscelânea "canibalizada", parecida um pouco com outros, mas diferente de tudo. É a "tropicalização antropofágica miscigenada".

Focalizam-se nos investidores institucionais muitas esperanças de constituição de novo esquema de financiamento, em economia estável, sem as distorções do "curto-prazismo" do regime de alta inflação. Na transição de *economia de endividamento* para *economia de mercado de capitais*, são necessárias não só as instituições propiciadoras de *finance*, mas também as fornecedoras de *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 [como *market makers*], no contexto, eles garantem o nível de estabilidade do mercado. 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. Ela resultou da tradução imperfeita da expressão inglesa "*pension funds*".

A versão mais adequada teria sido "Fundos de Previdência", porque 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. Não seria referente à Previdência Complementar em sentido amplo. Esta abrange, além das pensões, benefícios por doença, invalidez, aposentadoria, etc.

Fundos de pensão são pessoas jurídicas de direito privado. "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. No caso de administrarem mais de um plano, a contabilização e controle devem ser feitos de forma segregada por plano, e consolidados por EFPC (Entidade Fechada de Previdência Complementar).

O sucesso no objetivo principal do fundo de pensão é pagar benefícios. Depende do êxito na aplicação dos recursos de terceiros arrecadados e, na qualidade de administrador, investidos.

---

<sup>147</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro, Qualitymark, 10ª ed., 1997. P. 308/9.

Aspectos fundamentais dos investimentos em fundos de pensão:

1. *são recursos de terceiros*, portanto, devem ser geridos com a prudência exigida por esta situação, principalmente, porque sua finalidade é pagar benefícios quando há perda da capacidade laborativa do participante, seja por morte, seja por invalidez;
2. *são recursos de vulto*, porque são resultado da reunião da aplicação previdenciária de várias pessoas, para ser investida coletivamente;
3. *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;
4. *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 as EFPC sendo pessoas jurídicas de direito privado, gerindo 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:

- 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.

Outros investidores institucionais são as sociedades seguradoras. O **mercado de seguros** surgiu da necessidade de proteção coletiva para perdas individuais.

Com o pagamento antecipado de certa quantia denominada *prêmio*, representativa de pequena parcela do valor do bem segurado, após o dano ou a perda do bem, chamado *sinistro*, é possível receber *indenização* de modo a permitir a reposição integral desse bem segurado.

Para arcar com os eventuais sinistros, as **seguradoras**, gestoras da racionalidade de aceitação de riscos, constituem *fundos de reserva técnica*. Eles garantem 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. Eles 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, possível de 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** se refere à necessidade de 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.

O vice-presidente administrador dos FIFs deve ser segregado, isto é, não participar do Conselho Diretor do banco e não pressionar seus gerentes a priorizarem a colocação de seus produtos em lugar dos produtos do banco para captação de *funding*. Não podem sabotar a política de captação via CDB (depósitos a prazo) para eleger como prioritário os FIFs.

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 de acordo com o grau de risco:

- **fundos de curto prazo pós-fixado:** baixíssima volatilidade com liquidez diária;
- **fundos de renda fixa prefixado:** baixa volatilidade;
- **fundos de crédito privado e fundos *hedge*:** média volatilidade;
- **fundos de renda variável, ações ou cambiais:** alta volatilidade.

### 13.5.2. Financiamento em Longo Prazo

Os setores de infraestrutura e exportação mais demandam recursos do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). Ele também aloca capital para concessão de empréstimos a

<sup>148</sup> FORTUNA; op. cit.; p. 230.

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 era antes composto pela TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo, acrescido de certo *spread* para cada produto, setor de atividade e região. Este incluía a comissão do repassador, quando fosse o caso.

A Taxa de Longo Prazo (TLP) passou a ser a taxa usada nos empréstimos concedidos pelo banco de fomento do governo brasileiro. Ela substituiu a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Apesar dos nomes parecidos, as duas taxas são bem diferentes. A TJLP era estabelecida a cada três meses pelo governo com base na meta de inflação para o ano. Sua definição estava sujeita a decisões políticas. Na prática, ela era uma taxa subsidiada, ou seja, mais baixa se comparada às praticadas pelos outros bancos. Era também mais baixa em relação à paga em títulos de dívida pública para repassar os recursos para o BNDES.

Já a TLP, dentro de cinco anos, ela gradualmente iria se igualar à *taxa de juros de mercado*. A referência será a NTN-B, um dos títulos da dívida pública emitido pelo Tesouro Nacional. Logo, a nova taxa do BNDES seria igual à taxa paga pelo Tesouro para tomar empréstimo junto ao mercado, ou seja, livre de interferências políticas. Assim, ela seria uma taxa de juros dentro dos padrões do mercado.

O subsídio era necessário para propiciar uma taxa de retorno alavancada para incentivar o investimento em infraestrutura com longo prazo de maturação. Por exemplo, o investimento em uma hidroelétrica de grande porte pode levar oito anos. O prazo de maturação de investimentos em extração de petróleo do pré-sal é dez anos.

O BNDES, como “banco de segunda linha” sem rede de agências, 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 de financiamentos feitos no passado;
- 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 ue exigentes de 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, leva bancos de investimentos a se prepararem para explorar o filão.

A BNDESPar, por exemplo, idealiza programa de **private equity** com a constituição de família de fundos de ações (fechados) de *carteira livre*. Participa com 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 quando há identificação e aprovação de projetos ligados à emissão primária de ações, destinados à expansão e modernização de empresas.

São fundos de investimento em ações de 2ª e 3ª linhas, destinados a investidores institucionais. Reuni 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.

O registro das cotas desses fundos é realizado na Bolsa de Valores, para negociação no mercado principal ou no de balcão. Com isso, obtém-se 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, torna-se acionista passivo da companhia, o investidor em **private equity** é sócio ativo, participante 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. Esta 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 se a bolsa de valores tem servido ou não 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 parcelas significativas ou dominantes do capital da empresa estarem em poder do mercado. Há relutância dessas empresas em abrir seu capital. Isto 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 por fundos de investimento estrangeiros. 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 estrangeiros, fundos de pensão, bancos administradores de fundos mútuos de investimento e seguradoras. Estima-se a presença de pessoas físicas no mercado não alcança percentual expressivo do volume total de negócios, mais de 1/5.

Há ausência desses investidores pessoas físicas por causa de experiências insatisfatórias e prejuízos decorrentes de quedas históricas na bolsa 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 capital em ações *ordinárias* (com direito a voto) e 66% em *preferenciais* (com 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 capital estrangeiro, fundos de ações, fundos de pensão, seguradoras, instituições financeiras e fundos diversos, é por grandes empresas com muitos títulos em circulação. São as empresas cujos papéis contam com pronta liquidez e grande volume em circulação. Elas estão em condições de absorver as ordens de compra e venda dos investidores institucionais.

Em 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, se estão desvalorizadas, como forma de investimento. Esse comportamento das sociedades anônimas acaba por provocar grande escassez de papéis no mercado chamado 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 poderem 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. Elas distribuem 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, onde 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 responsável pelo lançamento no mercado. Visa 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. Este 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 quem 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, porque as resoluções do Banco Central aumentam a possibilidade de os investidores estrangeiros aplicarem recursos nesses papéis, se tiverem 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 na 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 valor de mercado representa 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, simplesmente, para cumprir pré-condição do lançamento de suas debêntures.

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 pela Resolução 63. Um banco, no país, contrata empréstimos no exterior e repassa, internamente, às empresas.

Quanto 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 financeiro, 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, reveladora da “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, as cotações 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. Eles se tornam mais atraentes se comparados às aplicações no instável mercado nacional.

### 13.6. Conclusão

Na prática, **a fonte mais importante de financiamento de investimentos** consiste na *reinversão de lucros*.

O princípio central da teoria de Adrian Wood é: “o volume de lucro de certa empresa, estabelecido como meta a ser atingida, é determinado pela quantidade de investimentos planejado ser efetuado”<sup>149</sup>.

<sup>149</sup> WOOD, Adrian. Uma teoria dos lucros. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1980. p. 14.

A condição necessária para a empresa estar apta a financiar seu projeto de investimento através de lucros retidos é o valor presente líquido do projeto ser positivo, quando descontada à taxa de juros vigente. Caso contrário, a empresa faria melhor negócio emprestando o dinheiro para terceiros.

Mas essa 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 alavancados serão suficientes para pagar os juros e amortizar 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 capaz de propiciar 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, em regime de alta inflação, é recorrer ao autofinanciamento. Este consiste, então, em mecanismo inflacionário de financiamento: aumentar sempre seus preços relativos para gerar lucros reais.

<p>Mas a abertura externa e a estabilidade da economia tiram das empresas o poder de fazer o preço (<b>price maker</b>) dos produtos. Tornam-se tomadoras de preços (<b>price taker</b>): quem faz preço passa a ser o mercado internacional.</p>
---

Em regime de alta inflação, a empresa "testa" o teto do *mark-up* aceito pelo mercado, sem opção de disponibilidade de importados: 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*. Esta 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 adequada 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. Isto 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 exigidos nas emissões. Todavia, a principal causa da raridade das novas emissões é estas não serem apreciadas pelos acionistas em 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 em vez de ser 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.

<sup>150</sup> WOOD; op. cit.; p. 68.

<sup>151</sup> CALABI *et alii*. Geração de poupanças e estrutura de capital das empresas no Brasil. São Paulo, IPE-USP, 1981. p. 225.

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. É também de carência de demanda por falta de projeto capaz de propiciar alavancagem financeira nas condições contratuais oferecidas.

A consequência lógica (e prática) da demonstração dessa hipótese-chave é a seguinte **dedução**: para o investimento ter consolidação financeira em longo prazo, interessa sim 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.

## 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 se 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 ficar desempregado.
5. O *funding* primário do Sistema de Financiamento Imobiliário continua sendo formado com recursos de depósitos de poupança captados por instituições financeiras com foco em concessão de crédito imobiliário como Caixa Econômica Federal, bancos com carteiras de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos. 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 valor de mercado abaixo do 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 *reinversão 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. Isto 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

## BANCO

*"Qual é a diferença entre um executivo financeiro e um economista?  
Custo de oportunidade".*

### 14.1. Introdução

O núcleo da maioria dos cursos de Finanças contém três temas-chave da Administração Financeira:

1. fluxo de caixa descontado,
2. diversificação do risco e
3. eficiência do mercado.

A ideia de "tempo é dinheiro" refere-se ao fato de uma quantia de dinheiro, se recebida hoje, vale mais em relação a mesma quantia nominal recebida no futuro. Ela está na raiz do princípio de os fluxos de caixa futuros deverem ser descontados, para se calcular o valor atual.

Descontar significa considerar os custos de oportunidade. Quando uma decisão exclui a escolha de uma outra, deve-se considerar os benefícios não aproveitados decorrentes da decisão alternativa como custos de oportunidade. Portanto, os custos não devem ser considerados absolutos, mais iguais a uma segunda melhor oportunidade de benefícios não aproveitada.

Pode-se diminuir o risco de um investimento ao evitar pôr todos os ovos no mesmo cesto. Uma carteira diversificada de investimentos é mais segura se comparada à totalidade dos recursos disponíveis aplicada em um único ativo.

Os riscos não possíveis ser diversificados, como os "riscos sistêmicos", só podem ser aceitos no caso de oferecerem uma rentabilidade maior. A diversificação não é uma garantia contra o prejuízo, apenas contra perder tudo de uma vez.

A ideia de “não se conseguir enganar todas as pessoas durante todo o tempo” refere-se à eficiência dos mercados financeiros. Um mercado eficiente é considerado aquele onde a informação está amplamente disponível para todos e a baixo preço. Portanto, a informação relevante integra o preço dos títulos.

Como uma nova informação reflete-se imediatamente nos preços, os investidores devem esperar receber um retorno normal. A posse da informação (não privilegiada) a respeito de uma empresa não permitirá grandes jogadas. A única forma de obter um retorno maior é correr um risco maior.

Uma piada corporativa pode ilustrar o ponto. Dois economistas estavam andando pela rua. Um vê um dólar sobre a calçada e alerta o outro. – “Logicamente, você se engana”, diz o outro. “Se ele estivesse lá, alguém já o teria pegado”!

Trocando o dólar por uma ideia relevante para pesquisa ou uma tese original, você tem uma piada acadêmica.

Neste capítulo sobre o negócio bancário, vamos iniciar com a apresentação dos tipos básicos de riscos de intermediação enfrentados pelos bancos contemporâneos. Depois, destacaremos o risco de variações da taxa de juro básica. Apresentaremos então o modelo de prazos de vencimentos e o de *durations*. Concluiremos o tópico com o modelo de reprecificação.

Em outro tópico trataremos das estratégias de ajustamento dos grupos bancários à liberalização financeira da Era do Neoliberalismo. O último tópico do capítulo dirá a respeito à disputa de mercado de pagamentos e investimentos entre bancos e *fintechs*.

## **14.2. Riscos de Intermediários Financeiros**

Transformação de ativos é uma das funções especiais básicas dos bancos. Envolve:

1. a compra de títulos primários e
2. a emissão de títulos secundários.

Os títulos primários adquiridos geralmente têm características de prazo e liquidez distintas das apresentadas pelos títulos secundários vendidos pelos bancos. Ao produzirem esse descasamento, os bancos expõem-se à possibilidade de risco de variação de taxa de juros.

Sempre quando um banco possui ativos com prazo mais longo em relação ao de seus passivos, expõe-se à possibilidade de **risco de financiamento**. Este é o risco de o custo de renovação ou reconstrução de recursos ser superior à taxa de retorno de investimentos em ativos.

Mantendo ativos com prazos mais curtos em relação aos prazos de seus passivos, um banco enfrenta incertezas quanto à taxa a qual poderia reaplicar fundos captados por um prazo mais longo.

Ocorre também quando um banco:

1. capta recursos por meio de depósitos a taxas fixas (pré) e
2. empresta com taxas flutuantes (pós), sujeitas a frequentes ajustes.

O **valor de mercado** de um ativo ou passivo é conceitualmente igual aos fluxos futuros de caixa descontados desse ativo. Portanto, o aumento de taxas de juros:

1. eleva a taxa de desconto aplicável a esses fluxos de caixa e
2. reduz o valor de mercado do ativo ou passivo.

Inversamente, a queda de taxa de juros aumenta os valores de mercado de ativos e passivos.

O **valor presente** é o valor de um fluxo futuro de rendimentos (ou custos) trazido para seu *valor atual*. Para a obtenção desse valor presente, é utilizada uma taxa de desconto para o cálculo desses recebimentos (ou custos) futuros.

O **valor futuro** torna-se **valor presente** através de um processo de desconto através da seguinte fórmula:

**VP = Valor Futuro / (1 + r)<sup>t</sup>** , onde: **r** é a taxa de desconto (a.m. ou a.a.) e **t** é o número de períodos (meses/anos).

O descasamento de prazos com a manutenção de ativos com prazo mais longo se comparado ao dos passivos significa, quando as taxas de juros subirem, o valor de mercado dos ativos do banco diminui mais em comparação com a desvalorização de seus passivos.

Com a *marcação a mercado* (MtM: *Market-to-Market*), isto expõe o banco ao risco de perda econômica e insolvência, devido ao provisionamento obrigatório.

A manutenção de ativos e passivos com prazos diferentes expõem os bancos a **riscos de reinvestimento ou refinanciamento**. Eles podem ser aproximadamente cobertos ou protegidos contra variações de taxas de juros ao tentar a aproximação dos prazos de ativos e passivos. A estratégia geral adotada é *o casamento de prazos*. Em princípio, seria a melhor política para bancos com aversão a risco.

Embora reduza a exposição a risco, o casamento de prazos também pode reduzir a rentabilidade da operação. Isso ocorre porque são eliminados quaisquer retornos decorrentes de sua atuação como especialista na transformação de passivos em ativos. Por exemplo, apostando em queda dos juros, ele capta depósitos a prazo pós-fixados em prazo menor e aplica em ativos prefixados com prazo maior para garantir por mais tempo os juros de antes, superiores ao atual.

O **casamento de prazos** cobre o risco de variação da taxa de juros somente de maneira muito aproximada, e não completa. Os motivos técnicos relacionam-se à diferença entre:

1. a *duration*: o prazo médio ponderado de vencimento, usando-se os valores presentes relativos dos fluxos de caixa como pesos, e
2. o prazo de vencimento de um ativo ou passivo.

Também depende do *grau de alavancagem financeira* adotado pelo banco para financiar seus ativos com recursos próprios ou com recursos de terceiros. Quando os ativos e os compromissos com terceiros não são iguais, a cobertura de risco, isto é, a proteção do valor do capital

próprio, pode ser conseguida sem o casamento exato dos prazos (ou vidas médias) de ativos e passivos.

Há **risco de mercado** sempre quando os bancos negociam ativos e passivos (e derivativos), em lugar de mantê-los ao longo do prazo até o vencimento, para fins de investimento, financiamento ou *hedging*. Também aparece quando um banco assume uma *posição a descoberto*, comprada ou vendida, em títulos de renda fixa, câmbio, ações, mercadorias e derivativos, e os preços variam em direção oposta à esperada.

Quanto mais voláteis são os preços dos ativos, maiores serão os riscos de mercado enfrentados pelos bancos com operações sem cobertura. Isso exige se aplicar:

1. controles, visando limitar as posições a descoberto assumidas por operadores, além de
2. modelos para medir a exposição diária de um banco a risco de mercado.

Há **risco de crédito** porque os fluxos de caixa prometidos pelos títulos primários possuídos por bancos podem não ser pagos integralmente. Não ocorreria risco de crédito se:

1. o principal de todos os instrumentos financeiros possuídos por bancos fosse amortizado integralmente, na data de vencimento, e
2. os pagamentos de juros fossem efetuados nas datas prometidas, recebendo de volta o principal originalmente emprestado mais os rendimentos de juros.

Um banco aplicado em obrigações com juros fixos, emitidas por empresas, e em empréstimos recebedores de juros, não sofre problemas enquanto há *adimplência*. Em caso de *inadimplência*, o banco recebe obtém juros iguais a zero no ativo e pode perder senão a totalidade pelo menos parte do principal emprestado, dependendo de sua capacidade de tomar alguns dos ativos oferecidos em garantia pelo devedor, por meio dos procedimentos judiciais de falência.

Problemas com fluxos de caixa, no nível da empresa devedora, podem resultar em graus distintos de risco de inadimplência. É importante para os bancos estimar a possibilidade de inadimplência de obrigações dos devedores e cobrar “prêmios” sobre esses ativos, iguais a sua exposição a risco de perda.

A distribuição de retornos em função de **risco de crédito** indica os bancos precisarem monitorar e coletar informação sobre as empresas, cujos créditos estão em suas carteiras. Eles possuem a capacidade de diversificar parte do risco de crédito, explorando a lei dos grandes números em suas carteiras de ativos.

Na realidade, há inadimplência em termos de pagamentos ou de juros, ou da amortização, ou de ambos. Assim, o retorno médio da carteira de ativos seria inferior ao retorno máximo possível no caso de ativos sem risco. A diversificação reduz o *risco de crédito específico*, mas ainda deixa o banco ainda exposto ao **risco de crédito sistêmico**. Seus fatores comuns são capazes de aumentarem o risco de inadimplência de todas as empresas na economia.

Uma atividade fora de balanço, embora apareça na demonstração de resultados, por definição, não aparece no balanço patrimonial corrente, porque não diz respeito:

1. à posse de um direito (ativo) primário corrente ou
2. à emissão de uma obrigação (passivo) secundária corrente.

Em lugar disso, as atividades fora do balanço afetam a forma futura do balanço de um banco. Elas envolvem a criação de ativos e passivos condicionais.

Por exemplo, a concessão de garantias (“firmes”) sob forma de cartas de fiança para apoiar a emissão de obrigações: sem os pagamentos comprometidos, a garantia concedida transforma-se em passivo efetivo ou real. O banco é obrigado a usar seus próprios recursos para indenizar os credores.

Outros exemplos de **atividades bancárias fora do balanço**:

1. compromissos de vendas de carteiras de empréstimos (ou securitização) por bancos;
2. contratos de processamento de empréstimos hipotecários;
3. posições envolvendo contratos a termo, contratos futuros, *swaps*, opções e outros derivativos.

A gestão inadequada ou o uso incorreto desses instrumentos pode resultar em prejuízos substanciais para os bancos.

Um contraponto pode ser a **expansão tecnológica** com os seguintes objetivos:

1. redução de custos operacionais;
2. aumento de lucros;
3. conquista de novos mercados;
4. aproveitamento de economias de escala: capacidade de redução de custos médios operacionais, ampliando a produção de serviços financeiros;
5. aproveitamento de economias de escopo: capacidade de geração de sinergias de custo, produzindo mais de um serviço com os mesmos recursos.

Um exemplo dessa última é a mesma informação a respeito do perfil de seu cliente ser usada na venda de produtos diversos.

Há **risco tecnológico** quando os investimentos em tecnologia não produzem as reduções esperadas de custo, em termos de economias de escala ou economias de escopo. Ocorrem *deseconomias de escala*, por exemplo, por causa de excesso de capacidade e redundância tecnológica e/ou ineficiências burocráticas. Elas pioram com o crescimento de um banco. *Deseconomias de escopo* resultam da incapacidade de gerar sinergias ou reduções esperadas de custo com novos investimentos em tecnologia.

Os ganhos com investimentos tecnológicos podem gerar desempenho superior aos de instituições rivais, bem como permitir a um banco o desenvolvimento de produtos inovadores. Mas o risco tecnológico pode resultar em reduções substanciais da eficiência competitiva de um banco e levar a sua falência em longo prazo.

O **risco operacional** está relacionado, em parte, ao risco tecnológico. Pode surgir sempre quando a tecnologia existente deixa de funcionar, adequadamente, ou os sistemas de apoio falham.

Os sistemas de apoio combinam mão-de-obra e tecnologia para a prestação de serviços de compensação ou liquidação, além de outras atividades do sistema de pagamentos. Sustentam as transações bancárias em balanço e fora de balanço.

Os retornos de investimentos domésticos e de investimentos diretos e indiretos no exterior não são perfeitamente correlacionados por dois motivos:

1. as tecnologias existentes nas várias economias são distintas, ocorrendo o mesmo com as empresas atuantes nessas economias e com as fases do ciclo econômico;
2. há falta de correlação perfeita entre variações de taxas de câmbio entre as moedas de países diferentes.

A expansão para o exterior de uma maneira não diversificada – tal como o desenvolvimento de operações em apenas um país, ou a compra de títulos de empresas de um único país – expõe um banco a **risco de câmbio**, além de *risco de variação de taxa de juros* e *risco de inadimplência*. Em geral, um banco nacional pode:

1. possuir ativos denominados em uma moeda estrangeira e/ou
2. assumir passivos em moeda estrangeira.

Ele fica exposto ao risco de seus ativos líquidos em moeda estrangeira precisarem ser liquidados a uma taxa de câmbio (por exemplo, R\$ 3 / US\$1) inferior à existente (por exemplo, R\$ 4 / US\$1) quando assumiu a posição.

Para ficar protegido, *o banco deve casar seus ativos e passivos em cada moeda estrangeira*. Um banco ao igualar tanto os volumes quanto os prazos de suas exposições em ativos e passivos em uma moeda estará imune a risco cambial e de variação de taxa de juros nessa moeda.

Se o banco permite suas exposições ficarem descasadas em moedas diferentes, há tanto risco cambial quanto risco de taxa de juros. Se as variações de taxa de câmbio e taxa de juros não forem perfeitamente correlacionadas entre países, um banco poderá diversificar uma parte, mas não a totalidade de seu risco de câmbio.

O **risco soberano** é um tipo mais sério de risco de crédito em relação ao enfrentado por um banco quando adquire ativos domésticos. Neste último caso, o titular de direitos pode recorrer à justiça.

Mas o governo de um país pode proibir pagamentos ou limitá-los em vista de insuficiência de reservas cambiais e motivos políticos. Nesse caso, o banco quase nenhum recurso tem a não ser recorrer:

1. à lei de falência local ou
2. à justiça civil internacional.

O principal instrumento de retaliação é seu controle sobre a oferta futura de empréstimos ou fundos ao país envolvido.

Há **risco de liquidez** sempre que os titulares de passivos de um banco exigem dinheiro à vista, imediatamente, em troca de seus direitos financeiros. O banco é forçado a obter recursos adicionais ou a liquidar ativos para atender à *exigência de retirada de fundos*. É o caso de "corridas bancárias", provocadas por desconfiança generalizada entre seus clientes em busca de saque de seu dinheiro.

Geralmente, a minimização de seus saldos de caixa, porque não rendem juros, não constituem problema. As retiradas por titulares de passivos no dia-a-dia são normalmente previsíveis e os bancos podem contar com a possibilidade de captação de fundos adicionais para cobrir qualquer insuficiência nos mercados monetário e de capitais.

Por causa da falta de confiança no banco ou alguma necessidade imprevista de numerário, os titulares de passivos podem exigir retiradas superiores ao que seria normal. Quando todos ou muitos bancos enfrentam exigências semelhantes, o custo de fundos adicionais eleva-se e sua oferta torna-se limitada ou nula. Em consequência, os bancos podem ser obrigados a vender alguns de seus ativos menos líquidos para cobrir as exigências de retirada por titulares de seus passivos.

Alguns ativos, cujos mercados são mais estreitos, geram preços mais baixos, em uma venda forçada, se comparado ao preço possível se o banco conseguisse mais tempo para negociar a venda. Como resultado, a liquidação de alguns ativos a preço baixo (“preço de queima de estoque”) pode ameaçar a solvência de um banco.

O **risco de insolvência** é uma decorrência de riscos excessivos de todos os tipos. Tecnicamente, a insolvência ocorre sempre quando os recursos próprios ou internos do banco são insuficientes para cobrir perdas incorridas em função de um ou mais riscos entre os nove tipos aqui descritos.

Em geral, quanto maior for a relação entre recursos próprios e fundos de terceiros captados por um banco, mais capaz ele será de suportar perdas devidas a variações desfavoráveis de taxas de juros, perdas inesperadas por risco de crédito, ou por outros motivos. A *gestão do capital* de um banco e sua adequação são medidas essenciais de sua capacidade para permanecer solvente e crescer.

Na realidade, esses principais riscos costumam ser *interdependentes*. Há correlação positiva, por exemplo:

1. entre os riscos de crédito e de taxa de juros,
2. entre os riscos de câmbio e de taxa de juros, etc.

Vários outros riscos, geralmente de natureza discricionária, também afetam a exposição e a rentabilidade de um banco, por exemplo:

1. uma mudança repentina da legislação tributária,

2. mudanças súbitas e inesperadas de condições nos mercados financeiros, por causa de colapsos repentinos, desfalques, fraudes, etc.

Há também os **riscos macroeconômicos** de mudança de contexto, por exemplo, devido a:

1. um choque inflacionário e
2. uma mudança da tendência da taxa de juros.

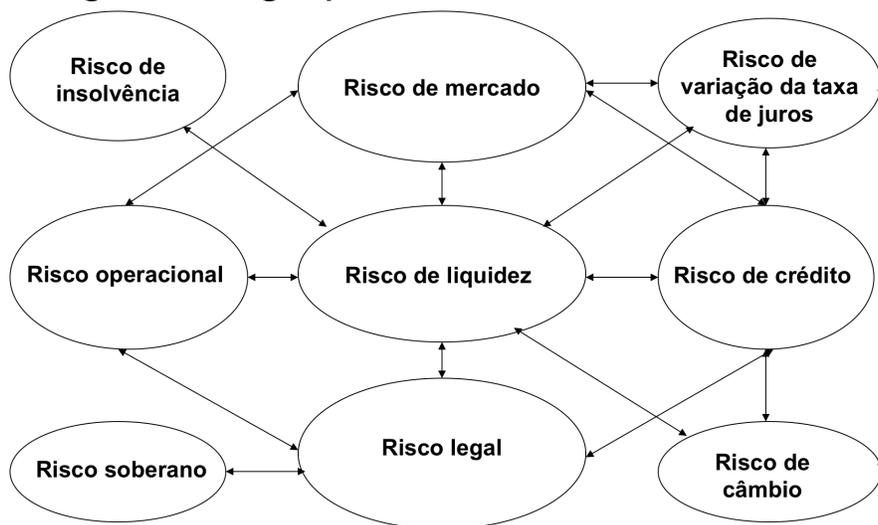
Alguns autores listam oito ou mais riscos:

1. risco de variação de taxa de juros
2. risco de mercado
3. risco de operações fora de balanço
4. risco tecnológico e operacional
5. risco de câmbio
6. risco de insolvência
7. outros: jurídicos, políticos, fraudes, etc.

Outros os reduzem a três riscos, sendo o *financeiro* subdividido:

- risco de negócio
- risco estratégico
- risco financeiro:
  1. risco de mercado
  2. risco de crédito
  3. risco de liquidez
  4. risco operacional
  5. risco legal

## Interdependência entre os cinco grandes grupos de riscos bancários



### 14.3. Risco de Variações da Taxa de Juro

Os bancos frequentemente descasam os prazos de vencimentos de seus ativos e passivos. Expõem-se, então, a **risco de variação de taxa de juros**. Entretanto, mensurar a exposição a esse risco, considerando apenas a magnitude do descasamento de prazos, pode ser enganador.

Os bancos publicam suas demonstrações financeiras utilizando valores contábeis. São registrados os valores históricos de títulos adquiridos, empréstimos concedidos e passivos vendidos.

Os *ativos de investimento* – aqueles mantidos até o vencimento – são registrados em valores contábeis. Os *ativos para negociação* devem ser contabilizados em valores de mercado, o que significa serem reavaliados, diariamente, visando refletir as condições correntes de mercado.

Se um título de renda fixa tivesse sido comprado por um determinado valor de face, em um contexto de taxas de juros baixas, um aumento das taxas correntes de mercado reduziria o valor presente dos fluxos de caixa do título para o investidor. Esse aumento também reduz o preço ao qual poderia ser vendido, hoje, no mercado secundário.

A **marcação a mercado** (MtM), decorrente do *método de contabilização a valor de mercado*, reflete a realidade econômica dos preços correntes – e não os preços vigentes quando os ativos e os passivos foram originalmente comprados ou vendidos.

Um exemplo numérico ensina melhor como analisar o valor de um título de renda fixa, faltando um ano para seu vencimento, havendo um único pagamento de juros anuais de 10% (**C**), com *valor de face* de 100 (**F**), a ser pago no vencimento, e *taxa de corrente de juros* (**R**) de 10%, refletindo as condições correntes de mercado.

O *preço do título* com prazo de 1 ano é:

$$P_1^B = (F + C) / (1 + R) = (100 + 10) / (1,1) = 100$$

Se a taxa de juros se elevar para 11%, o valor de mercado do título cairá para:

$$P_1^B = (100 + 10) / (1,11) = 99,10$$

Assim, o valor de mercado do título passa a representar somente \$ 99,10 para cada \$ 100 em termos de valor de face, embora seu valor contábil original seja \$ 100.

O banco sofre uma perda de capital ( $\Delta P_1$ ) de \$ 0,90 por \$ 100 de valor de face com a posse desse título ou:

$$\Delta P_1 = 99,10 - 100 = - 0,90 \%$$

Logo,  $(\Delta P / \Delta R) < 0$ : uma elevação do retorno exigido até o vencimento reduz o preço de títulos de renda fixa existentes na carteira de um banco.

Se as taxas de juros de novos depósitos com prazo de 1 ano subirem, logo em seguida a uma captação, para 11%, o banco terá lucrado ao fixar um pagamento prometido de juros de somente 10% aos depositantes.

O valor de mercado da obrigação do banco com os depositantes cairia para \$ 99,10. Este seria o preço a ser pago pelo banco ao

depositante se ele recomprasse (resgatasse) o depósito no mercado secundário antes do fim do prazo de vencimento.

Quanto mais longo for o prazo de um ativo ou passivo de renda fixa, maior será a queda de preço e valor de mercado para qualquer elevação do nível da taxa de juros de mercado.

$$P_2^B = (10/1,1) + [(10 + 100) / (1,1)^2] = 100$$

Com aumento da taxa de mercado de 10 para 11%:

$$P_2^B = (10/1,11) + [(10 + 100) / (1,11)^2] = 98,29$$

A magnitude da perda de capital cresce a uma taxa decrescente ao se considerar prazos mais longos.

Um aumento de taxas de juros, geralmente, reduz os valores de mercado de carteiras de ativos e passivos de um banco. Quanto mais longo for o prazo de vencimento de uma carteira (a média ponderada dos prazos dos ativos e passivos componentes dela), maior será a queda de valor, dada uma elevação da taxa de juros. A queda de valor da carteira de ativos ou passivos cresce a uma taxa decrescente com seu prazo de vencimento.

O efeito líquido da elevação ou queda das taxas de juros sobre o balanço de um banco depende da medida e da direção na qual o banco apresenta descasamento de prazos entre carteiras de ativos e passivos. Em outros termos, depende do hiato entre prazos,  $M_A - M_P$ , se maior, igual ou menor a zero.

Na maioria dos bancos, tende-se a manter volumes elevados de ativos de renda fixa de prazo relativamente mais longo ao mesmo tempo quando assumem passivos em curto prazo.

A diferença entre o valor de mercado dos ativos do banco (A) e o valor de mercado de seus passivos (P) é chamada de **patrimônio líquido** (PL) do banco. Esse é o valor econômico do capital dos proprietários do banco.

Indica a soma de tudo possível de ser obtido pelos acionistas caso pudessem liquidar os ativos e passivos do banco aos preços correntes

nos mercados financeiros, vendendo empréstimos e obrigações e recomprando depósitos aos melhores preços vigentes:

$$PL = A - P.$$

Quando a taxa de juros sobe, com a presença de mais ativos em longo prazo se comparado ao prazo médio dos passivos, o **valor de mercado da carteira de ativos (A)** reduz-se mais face ao **valor de mercado da carteira de passivos (P)**:  $\Delta PL = \Delta A - \Delta P$

Com um **hiato de prazo**, por exemplo, de dois anos, um aumento de um ponto percentual das taxas de juros pode fazer com os acionistas sofrerem forte redução em seu patrimônio. A melhor maneira de imunizar-se seria fazer o hiato de prazo, a diferença entre o prazo médio de vencimento de ativos e passivos, ser igual a zero:  $M_A - M_P = 0$

A estratégia de casamento de prazos nem sempre eliminará todo o **risco de variação da taxa de juros**. A imunização obriga o banco a levar em conta:

1. a *duration* – ou prazo médio de fluxos de caixa de ativos ou passivos – em lugar do prazo de vencimento de ativos e passivos.
2. o grau de alavancagem no balanço do banco, ou seja, a proporção de ativos financiados por recursos de terceiros em lugar de capital próprio.

O banco tem possibilidade de reaplicar parte do principal e dos juros decorridos os prazos estipulados para amortização parcial dos empréstimos. Caso a taxa de juros caia ao longo do prazo, afetará o rendimento da reaplicação, pelo banco, do fluxo de caixa recebido ao final do prazo de cada parcela.

Essa perda pode ocorrer mesmo quando os prazos de vencimentos dos ativos e passivos sejam iguais, isto porque não haveria coincidência de datas entre os fluxos de caixa do depósito e os do empréstimo. Por exemplo, os fluxos de entrada do empréstimo podem ser antecipados e recebidos, em média, mais cedo face aos fluxos de saída dos depósitos, ocorrendo estes integralmente no final do período do prazo fixo.

Somente com o casamento das *durações médias* de ativos e passivos, ou seja, levando em conta o momento exato de ocorrência de

fluxos de caixa, pode um banco proteger-se contra o risco de variação de taxa de juros. No sentido de fluxos de caixa, a **duração média**, ou *duration*, de um ativo ou passivo, geralmente, mas nem sempre, difere de seu prazo de vencimento. O descasamento de *durations* deixa o banco exposto ao risco de variação de taxa de juros.

A *duration* é uma medida mais completa da sensibilidade de um ativo ou passivo à variação da taxa de juros em lugar do prazo de vencimento. Leva em conta o momento de ocorrência de todos os fluxos de caixa, bem como o prazo de vencimento desse ativo ou passivo.

O valor de \$ 1 de principal ou juros, recebido ao final de um ano, vale menos para o banco, em termos de valor do dinheiro no tempo, em lugar de \$ 1 de principal ou juros recebidos ao final de 6 meses.

Para se poder comparar as magnitudes relativas de dois fluxos de caixa, deve-se colocá-los nas mesmas dimensões, isto é, em valores presentes. Os fluxos de caixa recebidos mais cedo são descontados por menos se comparada com a taxa de desconto sobre o fluxo de caixa recebido mais tarde.

Tecnicamente falando, *duration* é o prazo médio ponderado de vencimento, usando-se os valores presentes relativos dos fluxos de caixa como pesos. Na análise de *duration*, ponderamos o prazo no qual cada fluxo de caixa é recebido por sua importância relativa em termo de valor presente. Por definição, a soma dos pesos (valores presentes relativos) dos fluxos de caixa deve ser igual a 1.

Somente quando todos os fluxos de caixa são pagos ou recebidos no final do período, sem fluxos de caixa intermediários, a *duration* é igual ao prazo de vencimento. Há situação quando, embora o hiato de prazos de vencimento entre o empréstimo e o depósito seja igual a zero, o hiato de *duration* é negativo. Para medir e proteger-se contra o risco de variação de taxas de juros, o banco deverá gerir seu *hiato de duration*, e não seu *hiato de prazos de vencimento*.

Fórmula geral da *duration*:

- **D** = *duration* em anos
- **FC<sub>t</sub>** = *fluxo de caixa* recebido no final do período t

- **N** = *último período* no qual há recebimento de fluxo de caixa
- **FD<sub>t</sub>** = *fator de desconto* =  $1 / (1 + R)^t$ , onde R é o retorno corrente exigido pelo mercado
- **Σ** = sinal de soma para a *adição de todos os termos* de  $t = 1$  a  $t = N$
- **VP<sub>t</sub>** = *valor presente* do fluxo de caixa no final do período t, igual a **FC<sub>t</sub> x FD<sub>t</sub>**

São propriedades da *duration*:

1. *a duration cresce com o prazo de vencimento* de um ativo ou passivo, mas a *taxas decrescentes*.
2. *a duration decresce com as taxas de mercado*: isso faz sentido, intuitivamente, porque:
  1. *taxas mais elevadas descontam mais fortemente os fluxos mais distantes*, e
  2. a importância relativa, ou seja, o peso desses *fluxos mais distantes*, cai mais se comparado ao dos *fluxos mais próximos* de um ativo ou passivo.
3. *quanto mais elevado o cupom* (ou o pagamento prometido de juros), *menor sua duration*, isso porque:
  1. mais rapidamente são recebidos fluxos de caixa pelos investidores, e
  2. maiores os valores presentes (pesos) desses fluxos de caixa no cálculo do *duration*.

A *duration* é uma medida direta da sensibilidade ou elasticidade de um ativo ou passivo em relação à taxa de juros. Quanto maior o valor numérico de D calculado para um ativo ou passivo, mais sensível é o preço desse ativo ou passivo a mudanças ou choques de taxa de juros.

A *duration* D é o *prazo médio ponderado de vencimento*, usando o valor presente dos fluxos de caixa como pesos. Logo, é a elasticidade

em relação à taxa de juros, ou sensibilidade do preço do título a pequenas variações da taxa de juros. Descreve a queda percentual do preço do título para qualquer aumento da taxa de retorno exigida, em termos de valor presente.

O primeiro modo de precaução envolve seu emprego por administradores de companhias de seguro e fundos de pensão para conseguir fazer cumprir promessas de pagamento de fluxos de caixa a segurados ou beneficiários em uma data específica futura. Igualar a *duration* de uma obrigação com juros ao horizonte desejado pelas instituições financeiras imuniza-o contra choques instantâneos de taxas de juros. Os ganhos (ou perdas) de receita de reinvestimento resultantes de uma variação de taxas de juros são exatamente compensados por perdas (ou ganhos) de capital com a venda do título.

A *duration* de uma carteira de ativos ou passivos é uma média ponderada, com pesos dados por valores de mercado, das *durations* dos vários ativos ou passivos pertencentes à carteira no balanço do banco. Quando as taxas de juros variam, a alteração do patrimônio líquido do banco é igual à diferença entre a alteração dos valores de mercado dos ativos e a dos passivos nos dois lados do balanço.

A sensibilidade do Patrimônio Líquido relaciona-se, nesse caso, ao hiato (descasamento) de *durations*, e não ao descasamento de prazos de vencimento. Exposição do patrimônio líquido do banco é medida por:

$$\Delta E = - (\text{Hiato Ajustado de } Duration) \times \text{Tamanho do Ativo} \times \text{Choque da Taxa de Juros.}$$

Embora os choques de taxas de juros sejam, em grande parte, exógenos ao banco e, geralmente, resultem de mudanças da política monetária adotada pelo banco central, a magnitude (em anos ou dias) do hiato de *duration* e a escala (tamanho absoluto da exposição) do banco estão sob o controle de sua administração. Um administrador pode utilizar informações relativas ao hiato de *duration* de um banco para reestruturar seu balanço, visando proteger o patrimônio dos acionistas contra o risco de variação de taxa de juros.

O banco central estabelece nível mínimo obrigatório para o Patrimônio Líquido de um banco: por exemplo, um quociente

entre o capital (PL ou E de *Equities*) do banco e seus ativos (A):  $E/A =$  **Índice de Capital**.

Caso o administrador deseje proteger-se contra a queda desse índice em decorrência de uma elevação da taxa de juros, a meta de imunização não é mais  $\Delta E = 0$ , quando a taxa varia, mas:

$$\Delta (E/A) = 0.$$

Uma carteira construída para proteger  $\Delta E$  teria uma relação entre *durations* diferente daquela exigida para imunizar  $\Delta(E/A)$ . Logo, ou se agrada aos acionistas ou às autoridades monetárias, mas não aos dois, simultaneamente.

- Para  $\Delta E = 0$ , estruturar balanço de modo que  $DA = DP \cdot k$  onde  $k = K^3/A$
- Para imunizar o **índice de capital**  $\Delta (E/A) = 0$ , necessita desaparecer com o efeito de alavancagem:  $DA = DP$

O **modelo de reprecificação** ou *hiato de financiamento* é uma análise contábil de fluxos de caixa do hiato de reprecificação entre:

1. a receita de juros obtida por um banco com seus ativos e
2. os juros pagos em seus passivos, durante determinado período.

De acordo com o esquema de relatório de fiscalização, um banco deve calcular os hiatos, dentro de cada faixa (ou intervalo) de prazo, examinando:

1. a sensibilidade de cada ativo à taxa de juros (AST) e
2. a sensibilidade de cada passivo (PST) existentes em seu balanço.

Nesse caso, sensibilidade à taxa de juros significa o prazo até a reprecificação do ativo ou passivo. Representa o tempo de espera até o administrador poder mudar as taxas cotadas de qualquer ativo ou passivo.

Embora o hiato acumulado em todo o balanço deva, por definição, ser igual a zero, a vantagem do modelo de reprecificação reside em seu valor informativo e em sua simplicidade. Indica a exposição da receita

líquida de juros (ou exposição do lucro) de um banco a variações de taxas de juros por faixa de prazo de vencimento: 1 dia, de 1 a 3 meses, de 3 a 6 meses, de 6 a 12 meses, de 1 a 5 anos, mais de 5 anos.

Ativos e passivos reprecificados em um dia tendem a ser representados por financiamentos interbancários no *overnight* ou mercados com compromissos de recompra.

Caso o hiato de um dia indicasse uma diferença negativa, ou seja, um aumento da taxa de *overnight* reduzindo a receita líquida de juros do banco, seria porque o banco possuiria mais passivos em lugar de ativos sensíveis à taxa de juros nessa faixa de prazo. Ele teria tomado mais fundos em curto prazo (como CDI) em relação ao aplicado em títulos e valores mobiliários.

Há perdas de capital ou de valor de mercado quando as taxas sobem. O efeito de perda de capital é medido tanto pelo *modelo de prazo de vencimento* quanto pelo *modelo de duration*, mas é ignorado no *modelo de reprecificação*.

O motivo é de, no contexto contábil do *modelo de reprecificação*, os valores de ativos e passivos são considerados em seus valores históricos ou custos originais. Assim, as variações de taxas de juros afetam apenas as receitas ou os custos correntes de juros, ou seja, a receita líquida de juros.

#### **Deficiências do modelo de reprecificação:**

1. *Ignora efeitos em termos de valor de mercado:* supondo implicitamente um enfoque baseado em valores contábeis, considera apenas um efeito de receita sobre os valores de ativos e passivos.
2. *Trabalha com agregação excessiva:* a definição de faixas de prazo ignora informações relativas à distribuição de ativos e passivos dentro de cada faixa.
3. *Deixa de lidar com o problema das amortizações:* o banco gera e liquida empréstimos, continuamente, assim como gera e liquida depósitos. Em consequência, o banco recebe um fluxo de caixa de

amortização que pode ser reinvestido às taxas correntes de mercado, sendo sensível a variações de taxas de juros.

Embora o prazo original de um ativo ou passivo possa ser longo, esses ativos ou passivos ainda geram alguns fluxos de caixa possíveis de serem reaplicados a taxas correntes de mercado. Os fluxos periódicos também não são independentes de variações de taxas de juros.

- *Quando as taxas de juros se elevam*, muitos devedores podem postergar a amortização do principal de seu financiamento.
- *Quando as taxas de juros caem*, muitos devedores podem antecipar a liquidação de seus financiamentos imobiliários à taxa prefixada para refinaranciar suas hipotecas a uma taxa menor.

#### **14.4. Crise Bancária**

Exemplo de descasamento entre indexadores do passivo (float ou disponibilidades a custo zero) e do passivo (correção monetária e juros) aconteceu após 1988, quando uma resolução do Banco Central do Brasil, sob pressão do Banco Mundial, impôs a mais desregulamentadora reforma bancária brasileira:

1. acabou com a exigência legal de compartimentação, imposta pela reforma de 1964;
2. sacramentou os bancos múltiplos;
3. extinguiu o "cartório" das cartas-patentes;
4. liberalizou o setor, permitindo a criação, em sete anos, desde 1987, de 138 bancos a mais, alcançando o total dos 246 existentes, sendo 271 se considerasse os bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento independentes, antes do Plano de Estabilização Inflacionária.

Muitos deles surgiram da transformação de corretoras, distribuidoras e financeiras. Grandes grupos empresariais 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 da economia brasileira, os grandes bancos de rede foram atingidos por:

1. a exigência de reservas compulsórias,
2. a inadimplência de clientes, após bolha de consumo e crédito, e
3. a 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 capazes de 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. O jeito era buscar especialização e qualidade no atendimento em produtos ou regiões.

Os pequenos bancos se abasteciam de dinheiro no mercado interbancário, para carregar suas posições em títulos financeiros. Acabaram, com a crise bancária dos anos 90, 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;
- “empocamento da liquidez”.

Mas, além dessas causas específicas, a crise bancária brasileira, principalmente envolvendo bancos estaduais, 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.

Por que houve a simultaneidade da crise de tantos bancos, em distintos países? Uma explicação possível é, desde meados até o final dos anos 80, houve taxas de juros relativamente baixas, em economias em expansão. Com a desregulamentação, ocorrida em vários países, foram extintas normas anteriormente limitadoras da 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 em colocar os produtos bancários (depósitos à vista, a prazo, de poupança, etc.) 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 eles sofreram também do lado ativo. Os melhores clientes – grandes corporações – 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 sequência *boom-crash*. Ela envolveu bancos em todo o mundo.

Com crescimento brusco da taxa de juros, em alguns países, houve a explosão da bolha especulativa imobiliária. Ela 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. Estratégias de Ajustamento dos Grupos Bancários**

Os reformistas neoliberais partiram de modelo idealizado, baseado em teoria econômica ortodoxa, 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 para o bom funcionamento e a expansão da economia de endividamento bancário na direção apontada o processo histórico em curso. A reforma teria sido possível ser implementada se atendessem a *necessidade histórica*, não se constituindo mera *vontade ideológica*.

Só ganharia existência real se o Banco Mundial, idealizador ideológico dela, tivesse inserção profunda no sistema de poder brasileiro. Na prática, só completaria o difícil trajeto 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, na Era Neoliberal, implantada a partir do *reaganomics* nos Estados Unidos e Margareth Thatcher na Inglaterra<sup>152</sup>.

---

<sup>152</sup> FERREIRA, Carlos Kawall. L.. Custo de Capital, Condições de Crédito e Competividade: Instituições Oficiais de Crédito, Financiamento de Longo Prazo e Mercado de Capitais. Campinas, IE/UNICAMP-IEI/UFRJ-FDC-FUNCEX, 1993. p. 3.

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.

Kawall Ferreira enfatiza a importância do *processo de securitização*, expediente usado para 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. As emissões podiam ser pulverizadas entre maior número de instituições financeiras e empresas não-financeiras.

Por esse caminho, inspirado na economia de mercado de capitais dos países anglo-saxões, 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 foi impulsionado também pela situação de alta liquidez internacional e pelo grande diferencial entre a taxa de juros interna e a externa, em circunstâncias da crise da dívida externa.

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. Este ultrapassava fronteiras.

A tendência histórica apontava, com o declínio relativo do *mercado de crédito*, o *mercado de capitais* brasileiro ser incentivado canalizar recursos para o lançamento de títulos de dívida corporativa 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 da 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**. 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 atuante com uma carteira comercial 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.

Em outubro de 1989 (Resolução 1649), a possibilidade foi estendida até mesmo às pessoas físicas e jurídicas. Para isso, necessitavam apresentar projeto para receber autorização junto ao Banco Central, demonstrando terem capital, idoneidade e competência para ingressarem no setor financeiro.

As empresas ligadas ao comércio varejista, como lojas de departamentos e supermercados, foram os setores mais interessados na formação de *bancos múltiplos*. A maioria já possuía financeiras.

Com a desregulamentação, todos os grupos com 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*, onde aparentemente 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 uma fortuna para se ter direito à denominação. Em 1993, na véspera do Plano Real, 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 apresentar soluções para outras grandes empresas, ou mesmo para o chamado *middle market* de empresas com faturamento até US\$ 50 milhões por ano. Eles tinham problemas de administração de caixa, mas não precisavam de crédito. Os novos bancos de negócios 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 uma espécie de reforma bancária. Representaria a quebra de "cartório" onde cerca de dez redes bancárias movimentavam 90% 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.

No caso bancário, em ativos totais, é possível agrupar um “*big six*” no Brasil. A sigla mnemônica é BBBICS: Banco do Brasil (17%), Bradesco (13%), BNDES (10%), Itaú (16%), Caixa (15%) e Santander (9%). Em seguida, neste ranking por porte, viriam o BTG Pactual e o Safra com 2%. Todos os demais têm 1% ou menos. Facilita o foco do pesquisador apenas seis bancos deterem 4/5 dos ativos do sistema financeiro nacional no fim da segunda década do século XXI.

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 ideia-chave da liberalização financeira** era os novos bancos, embora fossem pequenos ou médios, serem fortes para concorrer na sua área e especialidade. Os bancos múltiplos, em tese, teriam de eleger seus *nichos de mercado*, para se posicionarem no competitivo cenário financeiro dos anos 90.

#### 14.3.2. Redefinição de Estratégias de Mercado: Segmentação 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 para clientes milionários em dólares, considerando apenas o volume de negócios financeiros. Os *corporate banks* optavam por negociar exclusivamente com empresas de porte. Havia também aqueles em busca de aprimorar 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 capazes de captar grande *float* com “custo zero” e “dinheiro comprado” (CDB, LCI, LCA, etc.) com taxa de juros mais baixa. Mas possuíam também carteiras com grandes

corporações. Elas ofereciam baixa possibilidade de *float gratuito*, mas compensavam 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 se torna cada vez mais sofisticado, com distância tecnológica do Bradesco e do Itaú, com agências digitais 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, fundos 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 em função do volume inferior ao dos 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 superior à de captar, porque 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**, onde antes da privatização dos estaduais, os grandes eram o Banco do Brasil e o Banespa, e os médios Banerj, Bemge e Banestado, desconsiderando a Caixa Econômica Federal. Eles constituíam bancos de *varej*, 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 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 originários de instituições financeiras (bancos comerciais e financeiras), já atuantes antes dentro desse perfil.

Os novos bancos múltiplos 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 **private banks** iniciaram, então, temporada de caça às grandes fortunas. Perseguiam com serviços especiais os milionários, cujo patrimônio pessoal era acima de US\$ 1 milhão.

Seus grupos econômico-familiares giram em torno de 56 mil, no fim da segunda década do século XXI, no país. A prestação de serviços de administração de fortunas era dirigida, em média, por banco, para a casa de 120 mil pessoas físicas.

Além da combinação exigida de prestígio e discrição, os bancos oferecem 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 maior privilégio é terem produtos financeiros exclusivos com menores taxa de administração.

O atendimento *VIP* contempla: carteira administrada, extrato *online* 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. Emitem boletins

especializados, os clientes têm tratamento especial no banco, com toda infraestrutura de escritório para uso pessoal, até 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.

Os bancos varejistas adotaram estratégia própria, pois eles começaram já a investir em tecnologia, significativamente, na década anterior. Tinham vantagem competitiva 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 *commodities*, contratos a termo de *commodities*, etc.

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 capaz de transformar 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 quem achava compensar 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 queria garantir certo preço para sua mercadoria, na futura época da colheita da safra, ia ao *mercado futuro* oferecê-lo ao preço julgado adequado. Havia quem apostasse aquela mercadoria valer 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. O produtor teria custo de oportunidade, mas garantia a receita mínima planejada.

Segundo Fortuna (1997: 280), "as operações de *swap* apresentam vantagens significativas com relação ao mercado futuro de juros. Ele é o mecanismo atual mais tradicional de proteção contra as flutuações de taxas. A principal vantagem é a proteção ser feita sob medida, incluindo todo o valor da dívida em uma única operação.

No mercado futuro, as empresas são obrigadas a comprar os contratos padronizados do mercado. certamente têm valores e prazos diferentes de seus empréstimos, além de terem de realizar coberturas de margens diárias. Com o *swap*, essa preocupação fica por conta dos bancos. Eles negociam os riscos dos contratos.

O *swap* permite se fazer 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 se comparados aos possíveis nos mercados futuros e de opções. São também muito mais flexíveis quanto 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 termos mundiais, a massa de capitais estimada nessas operações alcançava a casa de dezena de trilhões de dólares e 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. Estes exigiam parcela relativamente pequena da aposta final, porque só era liquidada no prazo estipulado.

O **conceito de *derivativos*** envolve todos negócios decorrentes de outros. Eles não são feitos mediante pagamento à vista.

O **mercado de *derivativos***, portanto, é o mercado no qual a formação de seus preços *deriva* dos preços do mercado à vista. Dentro desse critério, identificavam-se 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 catástrofes financeiras localizadas pudesse 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 antes da crise internacional de 2008.

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 Fusões e Aquisições

O **fundo de investimento direto** em participações de empresas era a evolução do banco tradicional, que fazia intermediação financeira. O fundo substituíu 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 esperados. Nem sempre compensar a perda com a outra metade de fracassos.

É difícil encontrar o alvo certo, preferencialmente, empresa de capital fechado, para comprar parte dela e, depois dela crescer, 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 aos do Chile, Colômbia, Venezuela, Argentina e México, juntos.

A avaliação era 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 vindas de eventual estabilidade econômica, os bancos partiram para acelerado **processo de aquisições acionárias de empresas não financeiras**.

Estimava-se antes do Plano Real, no início de 1994, cerca de 20% do patrimônio do sistema financeiro brasileiro estarem 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 em vez 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 se comparado às 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. Ela 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 não compraram excessivas posições acionárias de empresas não-financeiras, pois não tinham a pretensão de controlá-las, mas sim conseguir assento no Conselho de Administração sem perde-las como clientes. O objetivo, entretanto, é o mesmo: diversificar receitas e riscos, em uma economia em situação de hiper-estagflação<sup>153</sup>.

Há **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** está 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;

<sup>153</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. Além da Hiper-estagflação. Campinas, Estudos Especiais CECON-IE-UNICAMP, n. 4, março de 1993.

6. aumentar a capacidade produtiva;
7. integrar-se verticalmente.

O **interesse do comprador financeiro** não está em operar o negócio, pois busca exclusivamente o resultado financeiro.

Pode-se **classificar a diversificação inter-setorial dos grupos de grandes bancos** atuantes na área de comprar e vender empresas no Brasil durante o regime de alta inflação:

1. com *interesse estratégico* na indústria: o Itaú era uma "exceção à regra";
1. com *interesse meramente patrimonial*: Bradesco, Unibanco, Real;
2. com *representação de interesses estrangeiros*: IGP-M (Icatu, Garantia, Pactual e Morgan).

Portanto, a maioria dos bancos optaram por colher dividendos em empresas de terceiros. O Grupo Itaúsa preferiu criar e administrar suas próprias empresas fora da área financeira.

À luz da legislação brasileira atual, acima de 10% de participação acionária no capital da empresa, o banco passa a não poder mais emprestar dinheiro para a empresa coligada. Ela deixa de ser cliente, enquanto tomadora de crédito, do banco do grupo. Essa regulamentação, adotada na Reforma Bancária de 1964, para impedir os banqueiros usarem recursos de terceiros em benefício do próprio grupo familiar, de certa forma, impediu a emergência do capital financeiro no Brasil *a la* Alemanha, isto é, fusão do capital bancário com o capital industrial.

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.

Esses bancos levavam vantagem nas aquisições. Além de seu próprio caixa, contavam com os recursos dos Fundos Mútuos de Investimentos. Estes fundos reuniam várias empresas ou pessoas físicas dispostas a investir na compra e reestruturação de empresas.

Com a abertura da economia, na Era Neoliberal, o preço barato de venda de empresas e a privatização das estatais, altas somas de recursos eram captadas junto a grandes investidores do exterior. Os investidores eram empresas e capitalistas 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.

<p>Em síntese, <b>banco de negócios</b> 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.</p>
---

#### 14.3.5. 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, o fluxo líquido de recursos privados para o Brasil, segundo o Banco Mundial, somaram US\$ 3,6 bilhões. 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 um princípio de restabelecimento da credibilidade por conta da nova fase de negociação da dívida externa 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 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 bancos cujo forte não era necessariamente ter grande patrimônio, para bancar financiamentos, mas sim a qualidade dos profissionais, muitas vezes sócios dos bancos. Na realidade, já não existia mais mercado internacional tipicamente bancário.

#### 14.3.6. 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. Nelas se organizam o controle e a gestão dos recursos, definem estratégias e tomam decisões.

Em 2018, o Estado de São Paulo tinha 6.444 agências e o restante se distribuía pelos demais Estados nas seguintes faixas:

- até 125 - Acre, Rondônia, Roraima, Amapá, Piauí, Tocantins;
- entre 126 e 250 - Amazonas, Rondônia, Paraíba, Alagoas, Sergipe;
- entre 251 e 500 - Pará, Maranhão, Ceará, Mato Grosso do Sul, Distrito Federal, Espírito Santo;

- entre 501 e 1000 - Pernambuco, Bahia, Goiás, Santa Catarina;
- entre 1001 e 2000 – Bahia, 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. Em 2018, existiam 20.850 agências bancárias.

Os maiores bancos privados *varejistas* armavam suas **estratégias**, dirigidas para três alvos:

- modernização de agências;
- expansão dos serviços eletrônicos;
- *interiorização*.

No caso deles, a rede de agências era considerada um “ativo estratégico”. Não se acreditava ainda na expansão de serviços eletrônicos resultarem em desaparecimento das agências convencionais. Apenas seriam de menor porte e teriam mais tecnologia e menos funcionários.

Para ver a importância dos bancos públicos para diminuir a desigualdade regional, é necessário fazer cálculos em *big data* – uma imensa planilha (10.304 linhas e 65 colunas) de ESTBAN, baixada no site do Banco Central do Brasil. Contém dados das agências de todos os bancos em todas as cidades brasileiras.

Calculando a relação entre empréstimos e depósitos (a prazo e de poupança), para cada grande banco e cada cidade, e depois em estados selecionados, se deduz a seguinte conclusão: enquanto os maiores bancos privados nacionais e estrangeiros drenam recursos da maioria das cidades onde localizam suas agências, a Caixa e o Banco do Brasil em praticamente todas onde estão presentes concedem mais empréstimos em relação ao captado. Os privados sugam, os públicos irrigam liquidez.

É possível verificar “a política Robin Hood” (captar dos ricos para emprestar aos pobres) dos bancos públicos através de dados empíricos. Banco do Brasil e Caixa captam mais depósitos a prazo e de poupança se comparados a seus grandes concorrentes no centro financeiro (capital de São Paulo), mas têm menor *Market-share* nesse mercado de crédito paulistano. O Bradesco, provavelmente, registra suas operações de crédito junto à sede em Osasco na Grande São Paulo.

Interessante observar, em seis estados selecionados, as capitais São Paulo, Rio de Janeiro e Recife têm proporcionalmente mais captação e empréstimos em comparação ao interior de seus estados. Minas Gerais e Rio Grande do Sul têm 45% dos empréstimos na capital e 55% no interior, embora o percentual de captação em Porto Alegre seja superior ao de Belo Horizonte, comparados respectivamente com os percentuais dos interiores gaúchos e mineiros. Salvador e o interior da Bahia convivem equilibradamente, meio a meio.

A relação empréstimos / depósitos para esses estados e suas capitais superior a 1 demonstra, em todos, o *funding* vai além do típico do crédito comercial e imobiliário – “dinheiro comprado” em CDBs e poupança. Provavelmente, também recorrem os públicos a fundos parafiscais (FCO e FGTS), os privados nacionais a captações no mercado aberto ou depósitos a vista, e o estrangeiro a repasses externos.

#### 14.3.7. Estratégias Trabalhistas 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.

Em 2001, quase no fim da primeira Era Neoliberal, eram só 393 mil vagas profissionais para bancários. Passou quase uma década da Era Social-desenvolvimentista e em 2011 o número de vagas subiu 29% para 508 mil. O aumento do salário real foi 14% nesse período, embora a média salarial de R\$ 4.200 em 2004 só elevou em 4% para R\$ 4.400 em 2011.

Com a volta da Velha Matriz Neoliberal, em conjunto com a automação bancária, em 2018 já tinha diminuído 465 mil o número funcionários diretos dos bancos. Os *big five* (BBICS) empregavam 90% dos 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%) e, ao mesmo tempo, o montante de escriturários caiu 11 pontos percentuais (de 35,6% para 24,3%).

Em 2000, havia em média de 159 clientes para cada bancário (C/B); em 2010, essa relação subiu para 291 C/B. Em 2018, no BBICS, eram 892 C/B. Nessa base (denominador) não podem ser considerados todos os 465 mil bancários, informados pelo DIEESE, senão haveria 415 milhões clientes. Para se ter uma ideia, contas de depósitos de poupança são 160 milhões e contas correntes são 108 milhões.

A reviravolta no setor financeiro, depois dessas “décadas perdidas” e com a revolução tecnológica, 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.

Em 2019, o salário médio dos bancários desligados era R\$ 6.928. O dos admitidos era R\$ 4.645. Esse piso os coloca entre os 10% mais ricos em renda do trabalho no Brasil.

O atual Perfil da Categoria Profissional aponta 78% dos bancários têm educação de nível superior. Quanto aos gêneros, 50,8% são homens e 49,2%, mulheres.

#### **14.6. Bancos Digitais e *Fintechs* versus *Big Five* Bancos Brasileiros**

Brett King, autor do livro *Bank 4.0: Banking Everywhere, Never at a Bank* (UK; John Wiley & Sons; 2019), apresenta uma linha do tempo na história bancária mundial.

O Banco 1.0 começou na Itália com a família Médici no Século XII. De 1472 a 1980, os bancos tradicionais configuraram um sistema bancário ramificado em rede de agências como pontos de acesso. Com o dinheiro emprestado sendo depositado nessa rede, o sistema possibilitava o multiplicador monetário. Elevava-se em função de menor saque de papel-moeda. Esta retirada determinava a necessidade apenas de reservas bancárias fracionárias, quando a Autoridade Monetária não exigia recolhimento compulsório.

O Banco 2.0 representou o surgimento do banco de autoatendimento, definido pelas primeiras tentativas de fornecer acesso bancário fora do horário comercial do banco. Iniciado com caixas eletrônicos, se acelerou a partir de 1995 com a comercialização de banda larga para acessar à Internet.

O Banco 3.0 representa o sistema bancário quando e onde o cliente precisar, devido ao surgimento do *smartphone* em 2007. Acelerou a mudança para pagamentos móveis, P2P e bancos inovadores construídos sobre a base de "celulares bancários" [*mobile banking*]. Esse canal virtual é visto como agnóstico por quem o considera um fenômeno sobrenatural inacessível à compreensão humana. Significa "desconhecido" ou "não cognoscível". A experiência bancária deixa de ser presencial.

O Banco 4.0 está onipresente desde 2017. Entrega produtos bancários em tempo real através de camadas de tecnologia. Oferece experiências contextuais, engajamento do cliente sem atrito e um aconselhamento inteligente, baseado em IA (inteligência artificial). *Omni-channel digital* permite a integração das diversas opções de atendimento ao cliente sem requisito de existir uma rede de distribuição física. Transfere-se via TED e saca-se em rede de ATM's.

A questão-chave para muitos está sugerida no título deste tópico: bancos digitais e *fintechs* ameaçam os *big five* bancos brasileiros? Uma resposta cabal requer o exame de dados e informações.

A crise de 2008 gerou uma onda de desconfiança em relação aos bancos, justamente quebrando um requisito básico para o funcionamento do sistema bancário: a *confiança*. Os clientes necessitam confiar na garantia de existência de sua "moeda invisível", isto é, a escritural ou digital, contabilizada a partir de depósitos à vista.

Quando leigos descobrem os bancos só deterem uma fração em papel-moeda do total de seus depósitos, em circunstâncias de *crise de confiança*, podem provocar uma corrida bancária. Aí o Banco Central tem de conceder empréstimos de liquidez aos bancos, enviando carros-fortes com o papel-moeda para demonstrar a "prova-viva" da solidez ou saúde bancária, chamada por economistas pernósticos de *higidez sistêmica*.

A descoberta do poder do sistema bancário multiplicar moeda, como um fruto do efeito de rede, inspirou *nerds* em tecnologia. Os *cyberpunk* (ou ciberanarquistas) mesclaram ciência avançada, como as tecnologias de informação e a cibernética, com tentativa de mudança radical na ordem social. Criaram a *criptomoeda* ou o *bitcoin*.

O desejo de afastamento físico em relação a banco também impulsiona a nova geração a usar *fintech* pela facilidade de acesso a novas tecnologias. Além de jovens estudantes ou profissionais terem *smartphones* com acesso à internet, os serviços de armazenamento de dados em nuvem baratearam a montagem de uma empresa digital.

*Fintechs* são distintas de “bancos digitais”. Elas são altamente especializadas: algumas têm dois ou três produtos, mas a grande maioria oferece apenas um. Tentam automatizar algum serviço bancário para serem mais ágeis e terem custos menores.

No Brasil, surgiram mais *fintechs* a partir de 2014. Em junho de 2019, segundo o Radar FintechLab, existiam apenas 12 bancos digitais, mas 529 *fintechs*. O maior número (151) era de pagamentos, depois, 95 de empréstimos, 90 de gestão financeira, 75 para eficiência financeira, 38 investimentos, 37 seguros, 36 *criptocurrency*, 25 *funding*, 19 negociação de dívidas, 12 câmbio e remessas e 12 multiserviços.

Exemplos distinguem uma da outra. Uma *fintech* se apresenta apenas como uma conta 100% digital. Fornece um cartão de crédito sem anuidade pelo qual só paga o que gastar. O cliente pode pedir o seu cartão virtual direto no *app* Neon.

O cliente pode depositar na sua conta, seja por transferência via TED ou DOC de outros bancos, seja por boleto bancário, emitido no *app* na aba *depósitos* e pago em qualquer banco ou casa lotérica. Não tem tarifa para transferências ou pagamento do boleto. O cliente pode sacar em qualquer caixa eletrônico da rede Bancos24Horas no Brasil e no exterior da Rede Plus.

Apesar de conceder também empréstimo pessoal, este exemplo se apresenta só como uma *fintech*. Afinal, o que é um banco?

Assim como dinheiro se define por uma moeda capaz de cumprir suas três funções clássicas – meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor – um banco adquire uma concessão da Autoridade Monetária para cumprir também **três funções clássicas**:

1. prover um sistema de pagamentos com papel-moeda ou moeda eletrônica;
2. captar depósitos de terceiros, oferecendo aplicações financeiras seguras, líquidas e rentáveis para seus rendimentos financeiros substituïrem renda do trabalho na fase inativa dos trabalhadores;
3. oferecer financiamentos para alavancagem financeira da escala do negócio e, em consequência, da rentabilidade dos capitalistas, além de conceder crédito ao consumidor para aquisição de bens com compras a prazo.

Banco digital provoca uma destruição criativa *à la* Schumpeter? Mistura inovação disruptivas, empreendedorismo, capital e crédito. Usa dinheiro de outros em benefício da própria expansão ao conseguir associados confiantes em seu projeto.

O ganho do fundador é a manutenção de sua gestão e a participação acionária no grupo majoritário com divisão de lucros e/ou eventuais prejuïzos. Com o sucesso do empreendimento, faz uma abertura de capital: IPO de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações. Depois, toma dinheiro emprestado para fusões e aquisições de concorrentes, para elevação do valor de mercado e enriquecimento dos sócios.

Um banco 100% digital oferece uma completa plataforma de serviços financeiros. Ele se distingue de bancos tradicionais por quase  $\frac{3}{4}$  dos clientes da conta digital estarem abaixo de 36 anos de idade. A renda mensal média dos clientes é R\$ 3.000: 43% até R\$ 2 mil e 31% entre esse valor e R\$ 4 mil. Por ser digital, tem clientes em praticamente todas as cidades brasileiras. Se apostar em mobilidade social, poderá crescer junto com seus clientes.

Obviamente, em números absolutos, os bancos digitais e as *fintechs*, em fase inicial de uma transição histórica no sistema bancário,

não ameaçam os *big five* bancos brasileiros. Eles exemplificam o potencial da inovação disruptiva: a substituição de agências (e bancários) por aplicativos em celulares inteligentes. Os *big five* passam a copiá-los, associar-se ou a fazer parcerias com eles.

Existem 330 milhões de cartões de débito emitidos, mas bem menos (115 milhões) estão ativos. Somando a parcela (70%) da população em Idade Ativa (15-64 anos) e a da idosa (acima de 65 anos), 10%, obtém-se 80% de 211 milhões ou 130 milhões pessoas. Descontando 15 milhões ocupados em zona rural, resulta em a *população urbana, público-alvo dos bancos, estar praticamente toda "bancarizada"*. Isto é o contrário do dito por muitos analistas levianos, inclusive estrangeiros.

No fim de 2018, existiam 70 milhões de contas *mobile banking* e 53 milhões com uso de *internet banking* em amostra de 20 bancos do painel da pesquisa contratada pela FEBRABAN. Entre 2009 e 2018, o percentual de transações em agências, PAB, ATM, central de atendimento e correspondentes caiu de 70% para 31%.

A parcela de *Internet, Home e Office Banking* permaneceu praticamente a mesma: 30%. Portanto, celular bancário (*Mobile Banking*) ocupou-se daquela parcela de transações antes realizadas por atendimento presencial: era zero em 2009 e cresceu para 39% em 2018.

Considerando também POS (ponto-de-venda de cartões) estável no período em 16%, 60% das transações se davam em canais digitais (*Internet e Mobile Banking*) – eram 40% em 2012. Outros canais "físicos" caíram de 44% para 24% no período.

Desconsiderado os POS, os clientes passaram a priorizar os canais digitais para fazer operações sem movimentação financeira: de 62% em 2012 para 84% em 2018. Com movimentação financeira, no período, POS cresceu de 32% para 41%, canais digitais de 18% para 23%, enquanto outros canais (agências, ATM, etc.) caíram de 50% para 36%.

Há muitos anos, desde os anos 90s, os investimentos e as despesas em tecnologia bancária giram em torno de R\$ 20 bilhões por ano. Desse modo, os gastos anuais com tecnologia realizados pelos

bancos são similares aos do governo no Brasil, cada qual equivalendo a 14% do total. No mundo, o setor público faz 16% e o setor bancário, também em segundo lugar, faz 13%. A diferença é o montante: US\$ 41,3 bilhões no Brasil e US\$ 2,8 trilhões no mundo.

Com o *acesso à cidadania financeira*, alcançado durante o governo popular-democrático (2003-2016), todos os brasileiros adultos moradores de zona urbana participam do sistema bancário. É um direito do cidadão – e devemos ser proativos em sua defesa!

## 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**. 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**. No fim de 2018, existiam 131 bancos múltiplos, 20 bancos comerciais, 4 bancos de desenvolvimento, uma Caixa Econômica Federal, 12 bancos de investimento totalizando 168 bancos.
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 de 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. Ela promoveu uma sequência *boom-crash*, nos mercados de ativos, em especial, através de criação de bolha imobiliária.
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 **crise bancária dos anos 90s** provocou liquidação de grandes bancos privados nacionais, privatização de bancos estaduais, reestruturação patrimonial das instituições financeiras públicas federais, concentração bancária, desnacionalização bancária.
8. 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.
9. Empresas de tecnologia também começam a oferecer serviços financeiros, via **fintechs, startups** especializados em finanças. Eles estão protagonizando uma transformação do mercado financeiro. Para se conectar com esse empreendedorismo tecnológico, e evoluir como banco digital, cada banco do “*big five*” a fim de obter vantagem competitiva com essa fronteira tecnológica tende a oferecer um espaço de *coworking* para *startups* digitais. Estas recebem investimentos de quem aposta em seus modelos de negócio.
10. A revolução das *fintechs* é uma resultante da *popularização das tecnologias bancárias móveis via celulares inteligentes*. Pobres e jovens possuidores se acostumam a não interagir com pessoas preconceituosas ou racistas. Passam a adquirir bens e serviços, inclusive financeiros, de maneira remota. Por trás da complexidade do sistema bancário, há a simplicidade de dois desafios: os bancos devem crescer conjuntamente com seus clientes, reconhecendo-os

como cidadãos, e ganhar economia-de-escala com o acesso popular.

# **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* nos mercados de ativos. Tem sido uma sequência 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* com capacidade de saber amanhã porque as coisas previstas por ele ontem não aconteceram hoje".

Discutir-se-á, no primeiro tópico, a validade desse tipo de profecia "bola-de-cristal"<sup>154</sup>.

Depois, em tentativa de teorização, far-se-á adução a partir de fatos estilizados. Será a abstração de alguns elementos da realidade, para caracterizar a sequência causal detonadora de crise bancária e de balanço de pagamentos.

A distinção da sequência *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 determinante da reversão do ciclo, em cada uma dessas situações, seja de *bolha*, seja de *ataque especulativo*, no capitalismo contemporâneo.

---

154 "A astrologia foi inventada para a ciência econômica parecer séria". *Anônimo*.

A interpretação aqui apresentada de geração da crise distingue-se da encontrada em **modelos apoiados na teoria convencional**.

“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. 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 de a defesa de uma paridade ser mais custosa, isto é, requerer uma taxa de juros mais elevada, se o mercado acreditar na falha final da defesa. Como resultado, um *ataque especulativo sobre o câmbio* pode se desenvolver seja como efeito da previsível deterioração dos fundamentos, seja puramente por profecia autorrealizável”.

Na **abordagem heterodoxa**, a crise cambial é somente parte de crise financeira mais ampla. Ela tem pouco a ver com questões propriamente monetárias, relacionadas aos tradicionais ajustes fiscais pregados recorrentemente pelos neoliberais.

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, imediatamente, com a explosão de bolha especulativa e subsequente colapso dos valores dos ativos em geral. A crise cambial é vista mais como sintoma em lugar da 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 a bolha explodir...

### **15.2. Limitações das Previsões Econômicas<sup>155</sup>**

Os homens de negócios se lamentam porque estudo de economista geralmente revela a melhor época para comprar algo já ter passado... 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>156</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 ter existido uma previsão de consenso, em torno da qual agregaram-se todos os peritos. Esse consenso, no entanto, não conseguiu prognosticar nenhum dos mais importantes acontecimentos econômicos, de fato, ocorridos.

Um dos motivos para essa aglomeração das previsões em torno de certo consenso deriva da maioria delas basear-se apenas na avaliação feitas pelos peritos das opiniões e previsões de outros peritos. Portanto, não é surpreendente assemelharem entre si.

A imprensa sempre consulta os mesmos notáveis e estes intelectuais midiáticos só leem o próprio grupo, quando não as mesmas fontes estrangeiras. “Economistas não respondem às perguntas feitas

---

<sup>155</sup> Este e o próximo tópico foram extraídos de: Sequência *boom*-crise no capitalismo contemporâneo. Leituras de Economia Política. Campinas, IE-UNICAMP, nº 3, 1997.

<sup>156</sup> KAY, J.. Rachaduras na bola de cristal. Financial Times. *apud* GM, 22/10/95.

por outros 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 cometido por todo o mundo. Por isso, raramente se distanciam muito do consenso. Mesmo quando os fatos desmentem suas previsões, os peritos preferem insistir no diagnóstico, pois senão seriam “culpados” individualmente de imperícia, em vez de se colocarem como “vítimas” de acontecimentos coletivos inesperados.

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 se encontram em níveis historicamente baixos, o consenso é: elas subirão! Quando estão acima da média, o prognóstico modal é: elas deverão cair! E, finalmente, quando estão muito mais perto da média, a maioria dos peritos acha: elas irão permanecer onde estão...

Não é de admirar, adotando o mesmo princípio de reversão à média e o mesmo método de previsão, chegarem 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 “o futuro parecerá 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 nos comportamentos interativos dos agentes econômicos, quebrando sua regularidade histórica.

Nas palavras de Kay: “a fraqueza fundamental dessa abordagem é ela ser 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 não vistos em ciclos

econômicos anteriores. Esse fenômeno crucial a previsão consensual deixou escapar quase inteiramente”.

Assim, a previsão consensual de “a inflação subirá, porque no passado sempre subiu” ou “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* independente frequentemente faz, ridicularizar a precisão de previsões dos economistas arrogantes. Eles cometem muitos erros, mas mesmo assim nunca demonstram dúvidas. Galbraith diz: “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 com interações entre si. Tomam decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras.

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 microcomportamento. (...). O comportamento desse sistema no macronível não pode ser deduzido de simples extrapolação do comportamento de um único indivíduo [o “agente representativo” adotado no individualismo metodológico]. *O todo é diferente da soma das partes*. Existe algo chamado de *sociedade* [onde normas grupais e/ou instituições, e não o interesse pessoal, determinam o comportamento]<sup>157</sup>”.

Nesse mesmo sentido, o **conceito de reflexividade**, elaborado por Soros, constitui contribuição importante para a compreensão da dinâmica do capitalismo contemporâneo<sup>158</sup>.

<sup>157</sup> ORMEROD, P. A Morte da Economia. SP, Companhia das Letras, 1996. P. 105.

<sup>158</sup> SOROS, George. A Alquimia das Finanças. RJ, Nova Fronteira, 1996 (original de 1987).

Supõe o pensamento de cada participante do mercado, na vã tentativa de antecipar os acontecimentos futuros, ser a chave para a *compreensão de todos os processos históricos*. Eles incluem participantes pensantes porque o imaginado por cada um inspira decisões capazes de afetar a si próprio e aos outros.

No capítulo 6, destacamos a importância das interações entre decisões dos agentes econômicos, para a resultante macroeconômica. Esta pode ser inesperada e muito distinta da via da simples dedução do modelo de equilíbrio competitivo, baseado nos comportamentos independentes, racionais e homogêneos 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>159</sup>. Estão apresentados no quadro seguinte.

<b>MODELOS</b>	<b>Inspiração Neoclássica</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)

<sup>159</sup> PLIHON, Dominique. A ascensão das finanças especulativas. *Economia & Sociedade*. Campinas, Revista do IE-UNICAMP, (5):61-78, dez/1995.

<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

### 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 resistentes à falsificação<sup>160</sup>. Para ele, a *indução* é simplesmente mito.

Não se pode fazer generalizações indutivas a partir de uma série de observações, pois quando se seleciona certas observações dentre o número infinito de possibilidades, já se detém um ponto de vista. Ele é, em si mesmo, certa teoria, ainda de forma bruta e sem sofisticação.

Nas palavras de Blaug, “não existem ‘fatos brutos’, e todos os fatos estão carregados de teoria”<sup>161</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. Usa-se o método intuitivo, porque racional, conhecido por “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 certas hipóteses específicas serem apoiadas por fatos específicos. Conclusões,

<sup>160</sup> POPPER, K.. The Logic of Scientific Discovery. NY, Harper Torchbooks, 1959.

<sup>161</sup> BLAUG, M.. A Metodologia da Economia. SP, EDUSP, 1993 (original de 1980). p. 52.

mesmo com premissas verdadeiras, podem não ser logicamente suportadas por elas, ou seja, podem ser falsas<sup>162</sup>.

Seguindo a sugestão de Blaug, para se evitar as noções comuns de *dedução* (do geral ao específico) e *indução* (do específico ao geral) serem operações mentais opostas, adota-se aqui o termo linguístico de “*adução*”. Ele denominar o estilo não-demonstrativo de raciocínio vulgarmente rotulado de “*indução*”.

**Adução** é a operação não lógica consistente em pular do *caos* – afastamento das condições iniciais –, típico do mundo real, para alguma intuição ou tentativa de conjectura 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 conjecturas 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 sequência 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>163</sup>.

Desse estudo, podemos aduzir certos fatos estilizados, ou seja, modificar, suprimindo, substituindo e/ou acrescentando elementos, para obter determinadas conjecturas. A sequência causal de fatos estilizados, detonadora, hipoteticamente, de crise bancária e de balanço de pagamentos, está apresentada no quadro da próxima página.

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, 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.

<sup>162</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”.

<sup>163</sup> KAMINSKY, G. L. & REINHART, C. M.. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Washington, FED/FMI (draft), feb 10, 1996.

Nesse mercado de capitais, têm papel crescente os investidores institucionais, principalmente fundos de pensão e seguradoras, como captadores de fontes 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*.

Este processo envolve a redução das barreiras entre os mercados financeiros domésticos e as atividades dos centros financeiros internacionais. A tática generalizada é “surfar” a onda de liquidez internacional.

#### **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

Em ambiente liberalizado, a maior competição entre bancos e outras instituições financeiras induz a aceitação de novos riscos. Por exemplo, o crédito imobiliário é securitizado e vendido a terceiros sem responsabilidade pela avaliação do seu risco. Há 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>164</sup>.

**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 haver 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 suposto ser 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.

<sup>164</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 frágeis bases dos ciclos especulativos alavancados pelo crédito, para a *circulação financeira*, mas não para a *circulação industrial*, sujeitas às crises bancárias.

Tanto a análise *fundamentalista* como a *técnica (grafista)*, segundo Pitoscia<sup>165</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 são os fatores fundamentais fornecerem as indicações para atingir esses objetivos. A segunda defende a opinião de o comportamento do mercado ser determinado pela média das opiniões de todos os aplicadores, depois de interpretarem estes fatores fundamentais<sup>166</sup>.

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”!

Os gráficos de barras representativos das oscilações do índice representativo da bolsa de valores são tomados como o reflexo do comportamento da massa de indivíduos capaz de comandar os preços. Eles expressariam a Psicologia de O Mercado, tratado como um ente coletivo uniforme.

Para alguns crentes fanáticos, O Mercado, como um Deus, é um ente sobrenatural: *onipresente*, *onipotente* e *onisciente*. Estas duas últimas virtudes são contraditórias: se Ele conhece o futuro – e o anuncia –, perde o poder de modifica-lo.

<sup>165</sup> PITOSCIA, R.. Como prever o futuro do mercado de ações. Jornal da Tarde, 28/10/85.

<sup>166</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*, indicadoras do desempenho macroeconômico e setorial, e *endógenas*, indicadoras do desempenho microeconômico e financeiro, da empresa.

Os analistas técnicos fazem seus estudos a partir de **três principais conclusões**, tiradas da análise de comportamentos passados de O Mercado.

A **primeira** delas é: os preços não oscilam aleatoriamente, mas com *tendências definidas*, com rumos identificados e medidos com *retas de suporte e resistência*.

- A *reta de suporte* vem abaixo da *tendência de alta* e mostra os níveis mínimos atingidos dentro de certo período.
- 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: a massa de participantes do mercado costuma gravar, mentalmente, determinados níveis de preços, chamados *níveis de suporte e resistência*.

Esses níveis são *picos*, *fundos* ou ainda *acumulações*. Estas ocorrem quando o gráfico evolui lateralmente. São pontos nitidamente definidos, marcantes de determinado ciclo. Portanto, dão a indicação de movimentos abruptos de O Mercado.

A análise gráfica, nesses momentos, será capaz de mostrar em quais 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 propícios para o aplicador entrar ou sair do mercado.

A **terceira conclusão** é: a massa de investidores 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. Este coincide com a *reta de suporte*, enquanto o vendedor fica mais agressivo em níveis cada vez mais baixos.

Nessa última situação, os compradores perceberão a maior agressividade dos vendedores e passarão a retrair-se, ou seja, passarão a comprar também em 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 da execução das chamadas *ordens de stop*<sup>167</sup>. Os investidores usam essas ordens para limitar prejuízos de dada operação. São ordens de vendas colocadas em níveis especificados, geralmente em níveis inferiores àquele negociado por O Mercado.

Por exemplo, logo quando o preço cair abaixo do nível da *reta de suporte*, os operadores estarão autorizados a vender o ativo. Como as ordens ficam geralmente acumuladas, logo abaixo do nível de suporte,

---

<sup>167</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 portfólio a se disciplinarem, para garantir que se faça uma venda assim que o preço de uma ação ou índice torne-se excessivamente elevado. Um segundo programa pode atingir o mercado, estimulado pela súbita queda - funciona com instruções de vender assim que o esperado *sell-off* comece. Os programas também podem ser desativados, quando a direção do mercado parece ter virado. Existe programa de *stop-loss*, que interrompe as ordens de venda quando a queda do índice atinge determinado nível.

quando elas são acionadas e executadas 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, enquanto os preços sobem, é natural os aplicadores terem 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. Este posicionamento, ao trocar de “comprado” para “vendido”, apostando na baixa, provoca queda maior ou mais prolongada nas cotações.

Os **processos reflexivos**, segundo Soros, tendem a seguir determinado padrão, onde a tendência, de início auto reforçadora, se torna cada vez mais vulnerável. Os 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 na qual repousa o *boom*. Significa os mercados financeiros *afetarem* os chamados *fundamentos* em vez de eles supostamente o *refletirem*.

A **sequência de boom e crash** desencadeia-se pelo mercado estar dominado por comportamento de *seguir a tendência*. Posiciona-se como “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, a *realidade* não mais corresponder às *expectativas*.

Em pais com regime cambial flexível, a sequência de *boom* e *crash* é *assimétrica*. As cotações não sobem tão rapidamente quanto caem.

A reversão causada pelo refluxo do capital especulativo (“repatriamento”) é tanto do *fluxo corrente* quanto do *estoque acumulado*. Eventual atraso na saída de capital leva a maior risco de

perda cambial. A conversão se fará logo quando a moeda nacional entra em progressiva depreciação. Dependendo do nível de fuga de capitais, a cotação da moeda estrangeira pode explodir. E ficar mais cara a conversão cambial.

Qual é o **comportamento usual do especulador**? Ele é *seguidor* de tendência dos movimentos de preços dos ativos, descolados dos valores fundamentais. É um *grafista* e não um analista de fundamentos micros, setoriais e macroeconômicos.

Mas há especulador voluntarioso e estudioso da economia. Busca *antecipar-se* em relação ao ponto de inflexão, buscando indícios de esgotamento da tendência. Ocorre quando acha ela ter sido levada longe demais do justificado por fundamentos sólidos. O *boom* se torna insustentável. Inicialmente, “rema só contra a maré”, mas, se seu comportamento se generalizar, logo ocorrerá um *crash*.

O **mercado especulativo** se extrapola. Certos ativos são demandados simplesmente porque se espera seus preços continuarem subindo, em *profecia coletiva autorrealizável de aposta em tendência firme de alta*, com pouca ou nenhuma relação entre esses preços e seus fundamentos. No caso de mercado de ações, os fundamentos seriam os ganhos esperados de dividendos, devido ao empreendimento real da empresa.

Keynes aplica o termo **especulação** à atividade consistente em prever a Psicologia de O Mercado e o termo **empreendedor** a quem busca a previsão da renda provável dos bens e serviços, durante toda sua existência<sup>168</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 quando os mercados de ativos se tornam mais organizados para providenciar liquidez”<sup>169</sup>.

---

<sup>168</sup> KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). p. 115.

<sup>169</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.

Keynes observa: “os especuladores podem não causar dano quando são apenas *bolhas em um 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>170</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 nos valores crescerem ainda mais, mas também a crer na posse da genialidade especial de cair fora antes de O Mercado desabar. Com isso, a condição inerentemente instável é criada.

Inovações financeiras como a *securitização*<sup>171</sup> abrem espaço nas carteiras de crédito bancário para a alavancagem financeira de *fundos hedges*. Elas 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

<sup>170</sup> GALBRAITH, J. K.. The 1929 Parallel. *The Atlantic Monthly* (jan/1987: 62-66).

<sup>171</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 investidores institucionais que aplicam a longo prazo. Aumenta a fragilidade financeira do devedor, que perde a possibilidade de refinanciamento bancário, em caso de frustração de sua rentabilidade esperada.

*quando* ou *o que*, pode ser uma informação ou notícia [*news*], disparará a decisão de cair fora. A queda inicial persuadirá outros de a hora ter chegado, e mais outros, e então o maior desabamento virá.

É interessante repetir: os investidores *grafistas* analisam o comportamento do mercado como determinado pela *média das opiniões de todos os demais investidores*. Pressupõem os outros interpretarem os fundamentos macroeconômicos e reagirem, quando não ficam apenas ao sabor de boatos ou rumores sem fundamentos.

Usando a metáfora do “concurso de beleza”, Keynes conclui: “empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera ser a opinião geral” (p. 114). No caso da sequência de *boom* e *crash*, em *antecipar o que O Mercado espera ser a reação de O Mercado* à notícia de qualquer medida de política econômica e/ou choque exógeno.

Daí os Bancos Centrais terem 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 expressas no mercado”<sup>172</sup>.

O Mercado aparenta, em certas situações, a um **mercado de rumores** no qual domina pequeno grupo de participantes. Os boateiros 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

---

<sup>172</sup> CARTAPANIS, A.. Les banques centrales face aux marchés. Turbulances et spéculations dans l'économie mondiale. Paris, Economica, 1996.

macroeconômicas e políticas desconhecidas. Assim, as intervenções dos Bancos Centrais tornam-se cruciais. Elas modificam a informação disponível por operadores<sup>173</sup>. Mudam o contexto de maneira irreversível a não à custa de prejuízo.

Certos economistas defendem a hipótese de as intervenções serem mais eficazes quando os agentes *grafistas* estão em maior número. Postulam este tipo de investidor com maior sensibilidade aos rumores ser mais sensível em relação aos outros quanto à presença dos Bancos Centrais no mercado<sup>174</sup>.

Evidentemente, o sucesso de Banco Central em controlar a crise cambial depende do vigor e da credibilidade dos sinais endereçados a O Mercado. Leva em conta a 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: “embora existam numerosas condições permissivas capazes de tornarem 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).

---

<sup>173</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>174</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 dá margem para as autoridades monetárias com seu poder influir nas ditas expectativas, sinalizando para o mercado a *taxa de juros básica*.

#### **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, fez as atividades dos mercados financeiros terem se transformado em paradigma da *desterritorialização*. Esta é a **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, implícita ou explicitamente pelos neoliberais, é não haver espaço para autonomia nem relativa da política monetária e cambial do Estado 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 integrados.

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. Ela foi interrompida por duas guerras mundiais, nacionalismos e protecionismos.

Recentemente, os Estados Unidos passaram a ter grau de abertura às importações pouco maior do tido 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 aos 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 ocorrida 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* ele se tratar 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. Esta combina instrumentos em tripé macroeconômico mitificado: combina câmbio flexível, mas 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 à qual é jogado.

A denominação mais apropriada de o que detona um *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 a ponto de provocarem, 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 autorregulação.

Quando certo agente detém algum montante em divisa, por exemplo, em real, diferente daquela na qual deve a outro, por exemplo, em dólar, ele incorre em *risco de câmbio*, devido à volatilidade cambial futura.

Por exemplo, para um importador brasileiro com compromisso de pagar mercadorias faturadas em dólares, dentro de alguns meses, qual é 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, sejam importadores, empresas ou bancos.

Os **especuladores** são agentes capazes de conservarem deliberadamente suas *posições de câmbio abertas*. Eles vendem divisas nas quais antecipam no futuro sofrer *depreciação* e compram divisas para as quais 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*.

*O especulador desempenha um papel necessário dentro desse sistema de câmbio flexível.* Ele suporta o risco de câmbio, do qual outros querem fugir, em troca de um 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, o banco os aplica 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, no exterior,

for inferior à taxa de juros no País, a operação é deficitária para o banco.

Nesse caso, ele vai então ter custo com os dólares demandados a termo mais elevado em lugar de o comprar à vista na ocasião da entrega. 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. Eles dão maior flexibilidade de mudar de posição. Simplesmente, conclui-se novo contrato em sentido inverso.

Partindo do fato de ambos serem 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>175</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*. Visam a cobrir a exposição de contrato internacional ao risco de variações indesejadas da taxa de câmbio.

<sup>175</sup> FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro, Qualitymark, 10ª ed., 1997. p. 359.

O operador, para mantê-la “travada”, paga como fossem *prêmios de seguro*. Estão 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, 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 consistente 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, ele busca ganho em mercado de futuros de modo a compensar financeiramente. O banco não precisa comprar posição equivalente a todo o *hedge* vendido, mas apenas **opção futura** de dólar equivalente a certa cotação, dependendo do cálculo do modelo matemático de risco adotado em cima do valor original da operação. Diariamente, conforme as variações das cotações do dólar, o banco troca de *opções*.

O instrumento, no mercado de derivativos, capaz de possibilitar se usar o *hedge* apenas no cenário desfavorável, e não ser obrigado a usá-lo em um cenário favorável, por 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*. Mas 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 capaz de distinguir 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.

Obviamente, o comprador paga um *prêmio*, antecipadamente, para obter esse “seguro” vantajoso. Considera-o o custo de eliminação do cenário desfavorável.

O **problema** é, no momento de *crash*, não se encontrar mais nenhum especulador com o desejo de 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. Esta atitude coletiva realimenta a queda dos preços dos ativos e diminui ainda mais as margens de segurança.

A bolsa de futuros exige o ajuste diário 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*, em lugar de *ataque* especulativo.

É fenômeno detonado pelos possuidores de “passivos dolarizados” pelo menos em seu ponto-de-partida. Os responsáveis diretos não são investidores internacionais com sua especulação com divisas, atacando a moeda nacional. É relacionado mais à escolha de “*como financiar*” em vez de “*em qual ativo aplicar*”.

### **15.6. Deflação de Ativos**

Na sequência *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 **nível de preços dos ativos de capital e financeiros** incorpora a incerteza e é dependente dos rendimentos gerados. Se os 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 com ritmo superior ao dos 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.

Ela 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 um 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 nesses preços de ativos, e não a demonstrada pelo índice de custo de vida com preços correntes, seria a pertinente ao cálculo da taxa de juros real suportável pelo devedor. Como os preços dos ativos são mais voláteis, se comparados aos preços dos bens e serviços da cesta básica de consumo, há ilusão a respeito de quanto 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 consumidor**.

A elevação dos preços dos ativos, inflacionados pela concentração da demanda em relativamente poucos ativos, pode distorcer a alocação de recursos. Por exemplo, o aumento das cotações das ações e/ou dos preços dos imóveis pode induzir o sobre investimento, seja no mercado acionário, seja no mercado imobiliário.

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, uma longa depressão, tal como ocorreu após o crash de 1929? Até quando vai a *estagdesigualdade* existente desde a crise de 2008?

Keynes analisou, em agosto de 1931, “as consequências, 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 prestador 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 lhe entregue. Por esta razão, Keynes afirmou o declínio dos preços dos ativos tão severo quanto o experimentado, após os crashes, ameaçar 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:

1. encontrar algum meio para elevar os valores nominais até seu nível anterior ou

2. 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 com adoção de *regime de câmbio fixo ou de bandas cambiais*, a sequência causal de fatos estilizados capaz de detonar a crise bancária e a 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 com comparação entre médias mensais; 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, aparentemente, com 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 o desaparecimento súbito de um ou de vários bancos provocar colapso tipo *efeito dominó* através de todo o sistema bancário.

São as *externalidades* ou os efeitos colaterais associados com falências de bancos os fatores determinantes para os tornar um caso especial. Diferentemente de empresa industrial, quando, subitamente, empresa bancária vai à falência, seus rivais também podem experimentar problemas, derivados de "corrida bancária".

Esta ocorrerá se generalizar a suspeita dos depositantes de seus bancos terem problemas iguais aos daquele falido ou se a liquidação de um banco 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. Isso cria *escassez de crédito*. Pode agravar o declínio dos preços dos ativos em geral.

Mas não são só as corridas dos pequenos depositantes, no *mercado varejista*, a 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. Reforçaram 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, arriscando a perda de quantias enormes depositadas neles, enfrentarão problemas sérios, mas economias inteiras.

Muitos dos **sistemas gerais de pagamentos e compensações**, isto é, redes capazes de permitirem 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 recebe alguma instrução e, 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. Transfere a quantia devida de sua conta de reserva bancária no Banco Central, se o 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. Cria a possibilidade de surgir uma *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”, isto é, as quantias devidas pelos bancos uns aos outros durante o dia, estão, às vezes, acima das bases de capital dos bancos. Não se sabe claramente *quem deve o que, e para quem*, pois esses sistemas constituem cadeia extraordinariamente complexa de fluxos financeiros e de resultantes interdependências de crédito.

Essa opacidade, acoplada ao tamanho das exposições creditícias envolvidas, cria **risco sistêmico potencial**. Isto 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 de 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 algum banco, após ter feito sua parte no comércio de divisas estrangeiras, entregando moeda, descobrir, subitamente, sua contrapartida não ter feito 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 regularmente administradores de 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*. Se algum banco falir, deverá pouca a outros.

Um fator determinante da 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*. Isto é correto, para evitar a tensão social derivada da quebra de bancos com 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 depositantes e/ou aplicadores volúveis a qualquer boato;
- 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". Estaria assim contribuindo para o custo crescente das falências de bancos.

Para **enfrentar o risco sistêmico**, há três maneiras:

1. *via o empréstimo em última instância*: 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 os bancos ficarem tentados a assumir grandes riscos, sabendo poder 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 isso desencadear uma crise do sistema. Além disso, impor penas severas para aqueles que são ajudados, como fator de dissuasão para outros.

Por exemplo, deve-se condicionar os programas de apoio à mudança do controle acionário e da diretoria executiva do banco socorrido, não importa o tamanho da instituição. Mesmo se alguns bancos são excessivamente grandes para falir, nenhum deve ser considerado muito grande para sofrer penas.

**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 Basiléia, 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*].

## **SOBRE O AUTOR**

Fernando Nogueira da Costa é Professor Titular do IE-UNICAMP, onde atua como professor e pesquisador desde 1985. E-mail: [fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br)

Participou da direção estratégica de empresa pública como Vice-presidente de Finanças e Mercado de Capitais da Caixa Econômica Federal, entre fevereiro de 2003 e junho de 2007. No mesmo período, representou a Caixa como Diretor-executivo da FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos.

Publicou os livros *Ensaio de Economia Monetária*, em 1992, *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, em 1999, finalista do Prêmio Jabuti, *Economia em 10 Lições*, em 2000 – todos estão com edição esgotada –, *Brasil dos Bancos*, em 2012 pela EDUSP (Primeiro Lugar no XVIII Prêmio Brasil de Economia do COFECON - Conselho Federal de Economia em 2012 e finalista do Prêmio Jabuti 2013 na área de Economia, Administração e Negócios), *Bancos Públicos do Brasil* (FPA-FENAE, 2016), *200 Anos do Banco do Brasil: 1964-2008* (2008, edição eletrônica), *Métodos de Análise Econômica* (Editora Contexto: 2018); *Ensino de Economia na Escola de Campinas: Memórias* (IE-UNICAMP: 2018); *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar* (IE-UNICAMP; 2018), entre outros vinte livros eletrônicos, além de capítulos de livros e artigos em revistas especializadas. Coordenou e escreveu capítulos do livro sobre *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* (ABECS).

Palestrante com mais de duzentas palestras em Universidades, Sindicatos, Associações Patronais, Bancos, etc. Coordenador da área de Economia na FAPESP de 1996 a 2002.

Publicou artigos em jornais de circulação nacional. Atualmente, posta em conhecidos sites como GGN, Brasil Debate e CartaMaior. Seu blog *Cultura & Cidadania*, desde 22/01/2010, recebeu visitas de mais de 8,2 milhões pessoas. (<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>)