

**STEPHANIE KAY FORMOSO**

**UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DA FUNCIONALIDADE E DAS  
DEFICIÊNCIAS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

**CURITIBA**

**2005**



**STEPHANIE KAY FORMOSO**

**UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DA FUNCIONALIDADE E DAS  
DEFICIÊNCIAS DO FINANCEIRO NACIONAL**

**Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. José Luís da Costa Oreiro**

**CURITIBA**

**NOVEMBRO 2005**

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE ILUSTRAÇÕES</b> .....	V
<b>RESUMO</b> .....	VI
<b>ABSTRACT</b> .....	VI
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>2. FINANCIAMENTO, INVESTIMENTO E POUPANÇA EM UMA ÓTICA PÓS-KEYNESIANA</b> ....	3
2.1. DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS, INVESTIMENTO E POUPANÇA NA TRADIÇÃO CLÁSSICA .....	3
2.2. DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS, INVESTIMENTO E POUPANÇA NA ECONOMIA KEYNESIANA.....	13
2.2.1. Crítica de Keynes à Teoria “Clássica” .....	13
2.2.2. Economia Monetária de Keynes e a Teoria da Preferência pela Liquidez .....	17
2.3. FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO EM UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA .....	31
2.3.1. <i>Finance</i> .....	32
2.3.2. <i>Funding</i> .....	35
2.3.3. Circuito <i>Finance</i> – Investimento – Poupança - <i>Funding</i> .....	38
2.3.4. Relação entre Financiamento e Poupança.....	43
2.4. CURVA DE RENDIMENTOS: TAXAS DE JUROS DE CURTO E LONGO PRAZO .....	45
2.5. EFICIÊNCIA E FUNCIONALIDADE DE UM SISTEMA FINANCEIRO .....	46

2.6.	CONCLUSÕES .....	50
<b>3.</b>	<b>SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....</b>	<b>52</b>
3.1.	EVOLUÇÃO.....	52
3.1.1	Reforma do SFN da Década de 60 E 70 .....	52
3.1.2	Reforma do SFN de 1988.....	58
3.2.	COMPOSIÇÃO .....	64
3.3.	TENDÊNCIAS DE EVOLUÇÃO E DESENVOLVIMENTO DO SFN.....	71
3.4.	CARACTERIZAÇÃO DO SFN.....	74
3.4.1.	Setor Bancário Oligopolístico.....	74
3.4.2.	Razão Crédito / Pib Baixa.....	77
3.4.3.	<i>Spread</i> Bancário e Taxa de Juros Elevada .....	79
3.4.4.	Bndes e Financiamento de Longo Prazo.....	82
3.4.5.	Setor Bancário Privado e <i>Finance</i> .....	84
3.5.6.	Taxa de Juros de Longo Prazo Superior às Taxas de Retorno Esperada do Investimento ....	86
3.5.	CONCLUSÕES .....	88
<b>4.</b>	<b>TORNANDO O SFN FUNCIONAL .....</b>	<b>90</b>
4.1.	PROPOSTAS DE MODERNIZAÇÃO.....	92
4.1.1.	Mudança no Perfil da Dívida Pública.....	92
4.1.2.	Redução da Taxa de Juros de Curto Prazo .....	94

4.1.3. Desenvolvimento do Mercado de Títulos .....	97
4.2. CONCLUSÕES .....	99
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>101</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>103</b>

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1	DETERMINAÇÃO DA POUPANÇA E DO INVESTIMENTO NO PROCESSO CUMULATIVO DE WICKSELL .....	5
GRÁFICO 2	DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS PELA TFE .....	10
GRÁFICO 3	DEMANDA ESPECULATIVA POR MOEDA .....	24
GRÁFICO 4	IS/LM PARA DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS DE EQUILÍBRIO .....	30
FIGURA 1	CIRCUITO <i>FINANCE</i> – INVESTIMENTO – POUPANÇA – <i>FUNDING</i> .....	41
GRÁFICO 5	CURVA DE RENDIMENTOS .....	45
TABELA 1	INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS OPERANTES NO BRASIL 1964-1996 .....	59
TABELA 2	EMPRÉSTIMOS DO SFN, DISTRIBUIÇÃO POR INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (%) 1964-1997 .....	60
FIGURA 2	COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL .....	71
TABELA 3	INDICADORES BOVESPA 1996-2004 .....	73
TABELA 4	DADOS DE FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL 1992-2005 .....	74
TABELA 5	TAXA DE CONCENTRAÇÃO DOS BANCOS BRASILEIROS 1994-2003 .....	75
TABELA 6	DADOS CREDITÍCIOS EM PAÍSES SELECIONADOS .....	78
GRÁFICO 6	CRÉDITO E TÍTULOS PÚBLICOS %PIB – JAN 1995 - JUNHO 2005.. .....	79
GRÁFICO 7	<i>SPREAD</i> BANCÁRIO NO BRASIL E NO MUNDO 1990 – 2003 .....	80
GRÁFICO 8	<i>SPREAD</i> BANCÁRIO MÉDIO PREFIXADO – p.p. a.m. JULHO 1994 – JULHO 2005 .....	81
GRÁFICO 9	TAXA DE JUROS PREFIXADO % a.m. JULHO 1994 – JULHO 2005 .....	82
GRÁFICO 10	DECOMPOSIÇÃO DO <i>SPREAD</i> MÉDIO DOS BANCOS BRASILEIROS 1994-2002 .....	82
GRÁFICO 11	EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES 1996-2005 .....	84
TABELA 7	PRAZO MÉDIO CONSOLIDADO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES (DIAS) .....	85

## RESUMO

A abordagem Pós-Keynesiana apresenta uma estilização ao processo de formação e acumulação de capital: o Circuito *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding* nas quais projetos de investimentos podem ser implementados apenas com mercados financeiros desenvolvidos e liquidez, ou seja, não há necessidade qualquer de acumulação de poupança prévia. A partir deste arcabouço teórico, é realizada uma avaliação crítica do sistema financeiro brasileiro nos aspectos que se referem a crédito, financiamento e estrutura de mercado. Notam-se as seguintes deficiências: i) setor bancário privado oligopolístico; ii) relação crédito/PIB baixa; iii) taxa de juros e *spread* bancário elevado; iv) realização de operações de longo prazo somente pelo BNDES; e v) setor bancário privado que realiza somente operações de crédito de curto prazo. Com base nestas deficiências, três propostas de reforma e modernização do SFN são apresentadas, tais propostas têm a intenção de tornar o SFN funcional ao crescimento econômico.

Palavras-chave: Teoria Pós-Keynesiana, Formação e Acumulação de Capital, Circuito *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding*.

## ABSTRACT

The Post Keynesian approach to the process of formation and accumulation of capital presents the stylized finance – investment – funding – savings circuit, in which investment projects may be implemented with developed financial markets and liquidity, therefore there is no need for the accumulation of previous savings. Parting from this theoretic framework a critical assessment is undertaken of the Brazilian financial system and its aspects referring to credit, financing and market structure. The following deficiencies are noted: i) a private banking sector that behaves oligopolistically; ii) low credit/GDP ratio; iii) high interest rate and bank spread; iv) long term operations are executed by the BNDES only ; and v) a private banking sector that executes only short term operations. Based on these deficiencies, three proposals to reform and revamp the financial system are presented, such proposals intend to make the financial system functional for economic growth.

Key-words: Post Keynesian Theory, Capital Formation and Accumulation, Finance – Investment – Savings – Funding Circuit.



## 1. INTRODUÇÃO

A teoria econômica Pós-Keynesiana apresenta uma abordagem alternativa ao processo de formação e acumulação de capital introduzindo o Circuito Finance – Investimento – Poupança – Funding na qual o financiamento ao investimento produtivo é realizado em etapas distintas por meio de instituições financeiras (IF) diversas. A etapa inicial do processo de formação de capital depende tão e somente da disponibilidade de uma IF conceder um empréstimo de curto prazo para atender as necessidades do empreendedor durante a produção dos bens de capital. O fluxo de investimento real inicia-se após a implementação do projeto de investimento e é seguido por um fluxo de poupança real. A última etapa deste processo refere-se à consolidação do passivo do empreendedor com o ativo, visto que o empréstimo tomado é de curto prazo e os retornos esperados do projeto de investimento são de longo prazo. Por meio do mercado financeiro emitem-se títulos da dívida, a renda obtida com a venda destes títulos no mercado secundário é revertida para o pagamento do empréstimo de curto prazo. Por meio deste circuito percebe-se que não há necessidade prévia de poupança para o investimento, somente liquidez e mercados financeiros desenvolvidos.

Uma análise do sistema financeiro nacional (SFN) em relação à concessão de empréstimos, taxa de juros e *spread* bancário e estrutura de mercado revela que o próprio SFN impõe limites para o financiamento de longo prazo a projetos de investimento e por consequência limites ao crescimento econômico. O quadro em vigor é marcado por: IFs com papel praticamente irrelevante no mercado de títulos para o financiamento do setor privado, elevado grau de concentração no setor bancário, estrutura financeira que promove competição oligopolista (competição entre principais bancos por meio da diferenciação de serviços e não preços), e ainda uma situação de permanente instabilidade econômica que levou o governo a emitir títulos públicos a termos de retorno e liquidez favoráveis servindo assim de base para a rentabilidade do setor bancário. Além do agravante que o financiamento no

Brasil atualmente se apoia no tripé autofinanciamento, crédito público e crédito externo (cf. HERMANN 2003, p. 242) modelo característico de países menos desenvolvidos. Nota-se a necessidade clara de reformas e modernização.

Neste contexto, esta monografia tem os objetivos de expor de maneira detalhada a teoria Pós-Keynesiana de acumulação e formação de capital, descrever a analisar a evolução, composição e deficiências do SFN e ainda apresentar propostas de modernização de modo a torná-lo funcional ao crescimento econômico.

A presente monografia encontra-se organizado em cinco capítulos, incluindo esta introdução. O capítulo 2 busca apresentar os determinantes da taxa de juros, investimento e poupança para a economia clássica e a Keynesiana, o processo de formação e acumulação de capital no arcabouço Pós-Keynesiano e ainda definir os conceitos de eficiência e funcionalidade de um sistema financeiro. O capítulo 3 é uma apresentação histórica descritiva do SFN, analisando a sua composição, evolução, reformas e tendências inovativas. Este capítulo também faz uma análise da estrutura do setor bancário privado, a concessão de empréstimos e a taxa de juros e *spread* bancário. Apresentando desta forma deficiências e necessidades de reforma e modernização. O capítulo 4 apresenta propostas de modernização com base no arcabouço teórico Pós-Keynesiano para tornar o SFN funcional ao crescimento econômico. No último capítulo são apresentadas as conclusões obtidas ao longo desta monografia.

## 2. FINANCIAMENTO, INVESTIMENTO E POUPANÇA EM UMA ÓTICA PÓS-KEYNESIANA

Este capítulo busca apresentar a discussão realizada a respeito das definições e determinantes da taxa de juros bem como as suas relações com as variáveis reais e monetárias da economia para as Escolas Clássicas<sup>1</sup> e a Escola Pós-Keynesiana com maior destaque e detalhe para os conceitos definidos por esta última. O processo de financiamento ao investimento produtivo no âmbito teórico Pós-Keynesiano será detalhado e ainda os conceitos de eficiência e funcionalidade de um SF serão apresentados para assim obter uma visão alternativa do papel das instituições financeiras (IFs).

### 2.1. DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS, INVESTIMENTO E POUPANÇA NA TRADIÇÃO CLÁSSICA

Para o melhor entendimento da definição da taxa de juros e por conseqüência o processo de financiamento, investimento e poupança na economia Pós-Keynesiana, é interessante conceituar os determinantes da taxa de juros para os economistas clássicos, tendo dessa forma um espectro de análise mais amplo.

Esta seção busca analisar a demanda por moeda e os determinantes da taxa de juros no âmbito teórico clássico, ou seja, o Processo Cumulativo de Wicksell e a Teoria dos Fundos Empréstáveis.

---

<sup>1</sup> Neste contexto entendemos por Teoria “Clássica” a teoria econômica anterior à Teoria Keynesiana.

### 2.1.1. Processo Cumulativo de Wicksell

O processo cumulativo de Wicksell é uma apresentação mais desenvolvida e refinada da Teoria Quantitativa da Moeda<sup>2</sup> (TQM), pois considera mecanismos diretos e indiretos de transmissão monetária. Entende-se por mecanismo direto que uma variação na oferta de moeda tem um afeta diretamente a demanda por bens e serviços. O mecanismo indireto seria a relação entre a demanda por moeda e a taxa de juros, dado que uma variação na oferta de moeda afeta inicialmente a taxa de juros e a demanda por bens e serviços para então variar o nível de preços da economia. É justamente esse mecanismo indireto, além de outros aspectos, que diferencia e torna o processo cumulativo mais sofisticado que a TQM.

Dado que a TQM clássica era aplicável a economias de crédito puro, Wicksell complementa e desenvolve essa teoria com a idéia de que em uma economia mista de crédito e moeda, os movimentos no nível de preços são causados por diferenças entre a taxa de juros de empréstimos ou de mercado e a taxa natural de juros. A taxa natural de juros é aquela que iguala *ex-ante* a poupança desejada com o investimento planejado a pleno emprego, é determinada então pelo demanda existente de capital e o volume de poupança. Tal corresponde ao rendimento marginal esperado sobre unidades novas de capital físico. Já a taxa de juros de empréstimo ou de mercado é aquela cobrada pelos bancos e é determinado

---

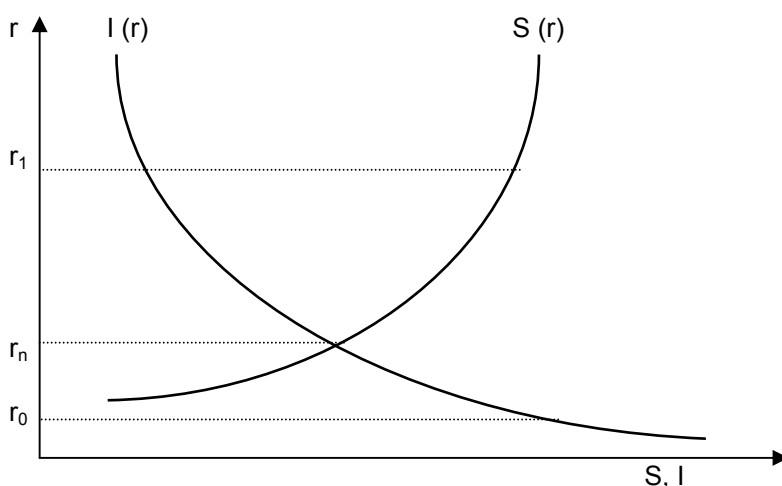
<sup>2</sup> Popularizado por Irving Fischer, tem como ponto de partida a identidade entre o total de pagamentos em moeda e o total de bens e serviços transacionados. O total de moeda paga em cada transação de compra e venda deve necessariamente ser igual ao valor total dos bens e serviços comprados. A TQM estabelece que os preços variam de acordo com a quantidade de moeda em circulação, ou seja uma mudança no estoque de moeda não exerce efeito sobre variáveis reais, somente sobre os preços dos bens e serviços da economia. Tem-se então que as mudanças no equilíbrio no nível de preços ocorre devido às mudanças no estoque de moeda. Neste contexto o poder de compra da moeda varia inversamente ao nível dos preços. A moeda é tratada como um estoque e não como um fluxo dentro da economia, além de ser um meio de troca para recebimentos e gastos. Apresenta a seguinte formulação matemática:  $MV + M'V' = PT$  em que M é a quantidade total de moeda, V é a velocidade de circulação, M' representa a moeda escritural (depósitos bancários), V' seria a velocidade de circulação da moeda escritural, P é o nível geral de preços e T é o volume das transações de bens e serviços ocorridas num determinado período.

no mercado de crédito.

No processo cumulativo a diferença entre a taxa de juros de empréstimos e a taxa natural de juros afeta o equilíbrio monetário da economia e tem impacto sobre o nível de preços. Em qualquer contexto que haja divergência entre as taxas de juros natural e de mercado um processo cumulativo de inflação ou deflação é iniciado e continua até a restauração do equilíbrio, ou seja, há variação de preços até as duas taxas de juros coincidirem (cf. MILGATE 1984, p.69). À taxa natural de juros a poupança será igual ao investimento, a oferta agregada da economia será igual à demanda agregada, e o nível de preços será estável (cf. CARVALHO et al 2000, p.30).

Conforme Gráfico 1, a taxa natural de juros ( $r_n$ ) é resultante do cruzamento entre as curvas de poupança (S) e investimento (I). A economia estará em equilíbrio monetário se a taxa natural for igual à taxa de mercado.

GRÁFICO 1 – DETERMINAÇÃO DA POUPANÇA E DO INVESTIMENTO NO PROCESSO CUMULATIVO DE WICKSELL



FONTE: CARVALHO, F. J. C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 5 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000  
 NOTA:  $r$  – taxa de juros,  $r_n$  – taxa natural de juros, S – poupança, I – investimento

Para Wicksell, nenhuma das taxas de juros é fixa, a taxa natural flutua com as causas reais das flutuações econômicas sendo sujeita a variações do volume de capital devido à acumulação de poupança. Já a taxa de mercado está sujeita a

flutuações oriundas do sistema bancário que busca preservar as suas reservas monetárias frente a variações endógenas da oferta de moeda. O sistema bancário por meio da imposição de taxas de juros de empréstimos diferentes da taxa natural, tem o poder de variar os volumes de empréstimos e depósitos bancários, por conseqüência o preço dos bens na economia. Essa taxa tende a convergir para a taxa natural de modo a preservar as reservas monetárias dos bancos, para tanto há essa diferença nas taxas inicialmente pois os bancos comerciais buscam ampliar ou reter a oferta de empréstimos e depósitos frente à variação endógena (advinda dos Bancos Centrais) de moeda.

Frente a uma expansão endógena de moeda nas reservas dos bancos comerciais, há um desejo por parte dos bancos em aumentar a sua oferta de depósitos e empréstimos bancários, a única forma de induzir isso ao empresariado é por meio de uma redução da taxa de juros de mercado. Ocorre então uma variação cumulativa no volume de moeda bancária (e conseqüentemente nos preços). Se a taxa de empréstimos é menor que a taxa de juros natural, como em  $r_0$ , tem-se que o custo de capital é menor que a taxa de retorno esperada do capital, logo o investimento planejado excederá a poupança.

Neste contexto há uma enorme demanda desejada dos empresários em contratarem empréstimos para o financiamento de projetos de investimento e a compra de bens de capital. O volume desejado de empréstimos excederá a poupança do público, para que os bancos comerciais possam atender a essa demanda é necessária a expansão do volume de depósitos. Frente a um grande número de empréstimos a demanda desejada se transforma em demanda efetiva, esse excesso de demanda de bens no mercado exerce uma pressão nos preços até cessar a diferença entre as taxas natural e de mercado. Vale ressaltar que o retorno ao equilíbrio é um processo relativamente longo pois o mercado possuía de forças (elevação da taxa de empréstimos) para restaurar equilíbrio que foram anuladas pela decisão dos bancos centrais em atenderem a demanda desejada sem aumentar a taxa de juros de empréstimos (cf. MILGATE 1984, p. 70).

O aumento no nível de preços, ou seja a inflação, é resultante da ação dos bancos em concederem empréstimos para atender à demanda desejada do empresariado, demanda essa “criada” pelos bancos para diminuir as reservas monetárias. À medida que as reservas se drenam a taxa de juros de empréstimo volta a subir, com a tendência de convergir à natural.

Se os bancos comerciais tivessem agido de forma “neutra” no sentido de cumprir somente o papel de intermediário entre poupadores e investidores, não atenderiam ao excesso de demanda desejada. A taxa de juros de mercado neste contexto seria elevada, não havendo inflação. O volume de investimento se igualaria à poupança planejada e a demanda agregada permaneceria estável, logo o desvio do equilíbrio seria eliminado em um curto período de tempo. Nota-se que aos bancos tomarem esta posição “neutra” as suas reservas monetárias estariam em um nível anormal. No entanto Wicksell aponta que não há razão para que os bancos comerciais agem somente como intermediários financeiros e não atender à demanda desejada do empresariado (cf. MILGATE 1984, p. 70).

Outra consequência da inflação seria a necessidade da criação adicional de moeda para satisfazer a demanda, visto que o público tende a converter depósitos em meio circulante. Dessa forma diminuem-se as reservas bancárias até a taxa de mercado igualar com a taxa natural.

Em um contexto na qual há uma queda nas reservas monetárias dos bancos comerciais devido à determinada variação do Banco Central, o custo do capital é maior que a taxa de retorno esperada e a poupança tende a ser maior que o investimento planejado. Os bancos comerciais buscam preservar as suas reservas aumentando a taxa de mercado, segurando dessa forma o volume de empréstimos. Pelo mesmo mecanismo descrito acima, há uma queda no nível de preços da economia pois há um incentivo muito maior em poupar do que contratar um financiamento para projetos de investimento ou compra de bens de capital. A tendência de alta da taxa do juros de empréstimo permanece até os bancos comerciais reporem as suas reservas aos níveis normais, a partir de então a

tendência passa ser convergir à taxa natural.

A capacidade dos bancos em conceder empréstimos não é limitada pelo seu próprio capital, nem mesmo pelo capital de terceiros pois há a possibilidade de acelerar a velocidade de circulação da moeda através da criação da moeda necessária para as operações desejadas. A demanda e a oferta de moeda se tornaram praticamente iguais pois a demanda cria em grande medida a sua própria oferta (cf. CARVALHO et al 2000, p. 33).

O processo cumulativo sobre os juros e os preços, no entanto não é explosivo. O fator interno estabilizador é o ajuste a padrões normais das reservas monetárias dos bancos, ao diminuir tais reservas se eleva a taxa de juros de mercado e ao aumentar as reservas diminui-se a taxa de juros de mercado. Este fator conta com o apoio da população pois se a taxa de juros está em um patamar baixo o público irá reter moeda, e se caso estivesse em um patamar elevado o público estará interessado em direcionar a moeda aos cofres bancários e contar com o rendimento de juros. Vale ressaltar que neste contexto a moeda é vista como uma forma temporária de riqueza e não como um ativo. Não há a possibilidade de entesouramento ou retenção de saldos inativos.

Os bancos comerciais neste contexto tem o poder de manter o valor da moeda estável e a inflação ou o nível dos preços constante por meio de um manejo apropriado das taxas de mercado, reduzindo-as quando os preços estiverem caindo e elevando-as quando os preços estiverem subindo.

### 2.1.2. Teoria dos Fundos Empréstáveis

Para determinar a taxa de juros economia clássica apresenta a Teoria dos Fundos Empréstáveis (TFE), a mesma demonstra que a taxa de juros é determinada pelos fluxos de demanda e oferta dos fundos de empréstimo e refere-se ao lucro que o capital proporciona a quem o possui (produtividade do capital). Essa oferta e demanda de fundos empréstáveis é refletida em fatores monetários (propensão a



poupar, política monetária, etc.) e reais (produtividade do capital e abstinência ao consumo).

ROBERTSON<sup>3</sup> (citado por TSIANG 1956, p. 548) define que fundos emprestáveis são fluxos definidos a cada período e que a taxa de juros é o mecanismo através da qual a demanda por fundos emprestáveis se iguala com a oferta, ou seja, a taxa de juros é o mecanismo que equilibra os planos de consumo e investimento com a demanda por fundos de empréstimo.

De acordo com a TFE, a oferta de fundos emprestáveis para o mercado de empréstimos no início de cada período é igual à soma de i) poupança planejada corrente definido como o consumo planejado corrente deduzido da renda líquida corrente; ii) desinvestimento de capital fixo ou capital de giro do mesmo período; iii) **dishoardings** líquidos definido como a diferença entre a moeda ociosa do período passado e do período corrente; e iv) criação de crédito líquido. Já a demanda por fundos emprestáveis no mercado de empréstimos é para i) fundos destinados a gastos líquidos com investimentos e projetos de investimentos e ii) fundos destinados a gastos com manutenção ou reposição de capital fixo. Nota-se que a oferta de fundos (i) e (ii) formam poupança bruta corrente planejada e que a demanda por fundos de empréstimo é igual ao investimento bruto corrente planejado.

Ao analisar o Gráfico 2, nota-se que o consumo planejado e a demanda por moeda ociosa são funções inversas da taxa de juros, por definição, a distância entre as suas curvas representa a oferta de fundos de empréstimo do setor não bancário a taxas de juros diferentes. Já a oferta adicional de fundos de empréstimo por parte do setor bancário, criação de moeda, é representada pela curva M cuja função é crescente da taxa de juros dado que os bancos comerciais tendem a ser mais generosos com seus empréstimos a taxas de juros maiores. Também por definição a distância entre a curva M e a curva C+H+I representa o volume de

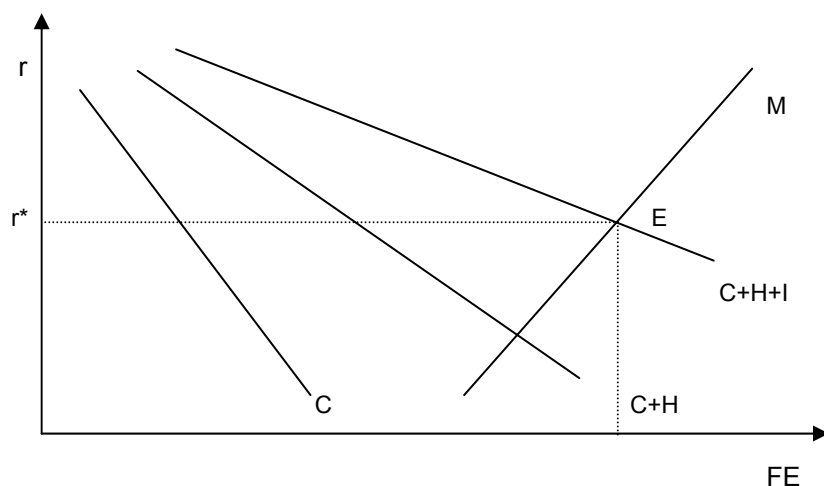
---

<sup>3</sup> ROBERTSON, D. **Essays in Monetary Theory**. London: P.S. King, 1940

fundos de empréstimo que seriam criadas a determinada taxa de juros. Logo a oferta de fundos de empréstimo da economia em questão é representada pela distância entre as curvas C+H e M, vale notar que a oferta se torna negativa a partir do momento em que as curvas se cruzam. A demanda por fundos de empréstimo pode ser deduzida da mesma forma, dado que a o investimento planejado é função inversa da taxa de juros. O volume dos fundos de empréstimo demandados, corresponde no Gráfico 2, à distância entre as curvas C+H+I e C+H (cf. TSIANG 1956, p. 550).

A taxa de juros que equilibra o mercado de empréstimos ( $r^*$ ) é aquela definida pela interseção das curvas C+H+I e M pois neste ponto a demanda por fundos de empréstimo (distância entre C+H+I e C+H) e a sua oferta (distância entre C+H e M) são iguais.

GRÁFICO 2 – DETERMINAÇÃO DA TAXA JUROS PELA TFE



FONTE: TSIANG, S.C. Liquidity Preference and Loanable Funds Theories, Multiplier and Velocity Analyses: a Synthesis. *The American Economic Review*, v. XLVI, n. 4, p. 539-564, set. 1956.

NOTA:  $r$  – taxa de juros,  $r^*$  - taxa de juros de equilíbrio, FE – fundos de empréstimo, C – consumo planejado, C+H – consumo + demanda por moeda ociosa, C+H+I – consumo + demanda por moeda ociosa + investimento bruto planejado corrente, M – criação de fundos emprestáveis, E – ponto de equilíbrio.

A oferta e demanda dos fundos de empréstimo é determinado em parte pela produtividade do capital e pela propensão a poupar bem como as decisões de investimento e poupança. Os economistas clássicos defendem que uma variação da

propensão a poupar e da produtividade do capital produzem um choque inicial sobre a taxa de juros, que por sua vez influencia a oferta de moeda causando um desequilíbrio no mercado de bens e variações no nível de emprego e renda da economia em questão.

O volume de poupança e investimento na economia é determinado pelo nível da taxa de juros, vale ressaltar que as decisões de poupança determinam a demanda por obrigações e ativos financeiros. A taxa de juros é então a remuneração do sacrifício dos agentes em se privar do consumo corrente, o seu nível busca a compatibilidade entre o que os poupadores esperam de receber pelo seu sacrifício e o que os investidores estariam dispostos a pagar pelo uso do capital.

Na teoria clássica a poupança é necessária para que haja investimento, logo toda decisão de investimento tem como contrapartida obrigatória uma decisão antecipada de poupança (sem a qual a transferência de recursos ao investimento é impossível) por parte dos agentes, ou seja, para que haja investimento é necessário abstinência ao consumo. O investimento é visto neste contexto como função da produtividade do capital. Numa economia o volume de investimento é equivalente ao volume de poupança porque é considerada uma igualdade entre dos fluxos de empréstimos e a demanda por investimento, sendo intermediada pela taxa de juros.

A visão clássica do processo de formação de capital é centrada na idéia de que o financiamento para um projeto de investimento, compra de bens de capital ou ainda o próprio empreendedorismo provém de poupança prévia, ou seja, a poupança acumulada financia o investimento planejado, essa idéia tende a focalizar o comportamento dos poupadores como condição para a realização de investimentos. Esse processo pode ser resumido em três etapas: primeiramente uma parcela da renda é destinada à poupança e não ao consumo, a segunda etapa consiste em canalizar essa poupança de maneira a torná-la disponível para investimento, e a última etapa é a formalização do repasse desses recursos para um fim predeterminado. Há dois argumentos inseridos nesse contexto que merecem destaque:

- a) *prior savings argument* - tem se como premissa básica que poupança e investimento são variáveis determinadas de maneira independente no mercado de capitais e a sua variável de ajuste é a taxa de juros. Essa definição implica em um mercado de capitais perfeitamente competitivo que é capaz de alocar de maneira ótima (independente da estrutura de prazo dos bens financiados) poupança e investimento. Logo estamos perante uma economia Walrasiana, ou seja, perfeitamente competitiva em que há difusão total e completa de informações, todo e qualquer poupador será perfeitamente capaz de alocar a sua poupança da maneira mais produtiva e lucrativa de acordo com as suas preferencias intertemporais. Este mercado de capitais será capaz de saciar todas as necessidades de financiamento da economia, seja essa necessidade de curto ou longo prazo, além da estrutura da taxa de juros que acomoda as preferencias intertemporais e a aversão a risco dos poupadores;
- b) hipótese de repressão financeira – ao aplicar o *prior savings argument* à esfera financeira do desenvolvimento econômico tem se uma teoria de liberalização “financeira”. A hipótese de repressão financeira surge justamente da aplicação do *prior savings argument* às economias dos países em desenvolvimento. É ressaltado que os mercados financeiros nos países em desenvolvimento são relativamente subdesenvolvidos devido à repressão histórica das taxas de juros pelo governo. Neste contexto os juros estão mantidos a um patamar baixo e devido a isso não há incentivo para poupar, logo poupadores potenciais preferem consumir ou adquirir títulos de curto prazo. Em ambos os casos o governo não terá acesso ao mercado de títulos para seu financiamento, e dessa forma passa a utilizar do recurso de financiamento inflacionário. Um aumento da inflação provocado pela necessidade do governo gera uma queda ainda maior na taxa real de juros. Desta

forma se fecha o círculo virtuoso causada pela repressão financeira. Estudos<sup>4</sup> questionam tanto a teoria da liberalização financeira quanto seus resultados práticos, América Latina da década de setenta, por exemplo, (cf. STUDART, 1995, p. 274).

## 2.2. DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS, INVESTIMENTO E POUPANÇA NA ECONOMIA KEYNESIANA

### 2.2.1. Crítica de Keynes à Teoria “Clássica”

A TG de Keynes tem como principal crítica a Lei de Say<sup>5</sup> e desenvolve uma teoria em que a neutralidade da moeda é fortemente rejeitada tanto no curto prazo como a longo prazo. Keynes argumenta que a Lei de Say não é verdadeira em relação às funções de demanda e oferta agregada, além do fato de que o sistema econômico não é auto ajustável e é incapaz, sem orientação, de transformar a pobreza em riqueza potencial (cf. DAVIDSON 1996, p. 17).

Três premissas básicas da economia clássica foram fortemente rejeitadas pela teoria Keynesiana: neutralidade da moeda, substitutividade dos bens e a possibilidade de ter conhecimento dos acontecimentos econômicos futuros com

---

<sup>4</sup> AKYÜZ, Y. On Financial Deepening and Efficiency. UNCTAD Discussion Paper, 43, March 1992.

FRENKEL, R.; FANELI, J.M. Macropolicies for the Transition from Stabilization to Growth. CEDES, Buenos Aires, 1993.

WORLD BANK, Financial Systems and Development. World Development Indicators, Annual Report, 1989.

<sup>5</sup> A Lei de Say afirma que a oferta determina a demanda visto que a produção capacita a população a consumir, logo a demanda em momento algum poderia ser menor que a produção. A principal conclusão dessa lei é de que não há superprodução, muito menos uma eventual crise de superprodução ou recessão. A economia é auto ajustável e sempre prevalecerá o pleno emprego. É tido com premissa e crença de todos os economistas seguidores de Say que a moeda é neutra.

base em análise de dados passados. Devido a essas rejeições à teoria clássica é possível observar cinco características da economia monetária real de Keynes (cf. DAVIDSON 1996, p. 17):

- a) a moeda importa sim tanto no curto prazo como a longo prazo e afeta as decisões reais de investimento e produção, que por sua vez tem influência sobre o emprego e a renda de uma economia;
- b) o sistema econômico em questão não é previsível por meio de dados estatísticos, ou seja, não há como prever os acontecimentos futuros do mercado;
- c) dada a incerteza de qualquer economia monetária, as decisões a respeito de investimento, produção e emprego por parte dos empreendedores depende das suas expectativas quanto a diferença entre as receitas de sua produção e os seus custos. Em economias modernas, liquidez é definido como sendo a capacidade de atender a todos os compromissos financeiros honrados nos seus respectivos prazos por meio do acesso à moeda. Visto que o futuro e os fluxos de caixa de uma empresa são incertos, é sensato demandar moeda ou ativos líquidos para estes fins, tal demanda não é concebível na economia clássica pois essencialmente a moeda não é um recurso mas somente um meio de troca;
- d) a moeda possui duas propriedades elásticas que a difere de qualquer bem industrializado: (i) elasticidade produção da moeda é igual a zero e (ii) a elasticidade substituição entre ativos líquidos (entre outros a moeda) e bens industrializados é zero<sup>6</sup>.
- e) desemprego e não o pleno emprego é um resultado normal em qualquer economia monetária empreendedora com orientação ao mercado operando em um ambiente de *laissez-faire*.

---

<sup>6</sup> Essas duas características da moeda serão melhor detalhados na próxima seção.

Dadas essas contestações à teoria clássica Keynes introduz a sua teoria de Preferência por Liquidez para substituir a TFE, a qual o economista inglês acreditava em ter falhas em diversos aspectos. A ênfase Keynesiana é a força real da produtividade e o fato de que a moeda, e não poupança, é fundamental para a atividade e crescimento econômico.

Uma das grandes críticas de Keynes para com a teoria clássica era justamente a forma de determinação dos juros. Na TG foi enfatizado que as decisões de consumo não deveriam ser confundidas com as decisões de deter recursos na forma de moeda ou qualquer outro ativo. Mesmo afirmando que a taxa de juros afeta as decisões de consumo e investimento, o seu ponto de crítica foi que os economistas clássicos erraram ao alocar a taxa de juros de acordo com o nível de investimento e consumo (cf. BIBOW 2005, p.2).

A visão capitalista da TG apresenta o financiamento como condição necessária para o investimento empreendedor, sendo a poupança o resultado do investimento e não o seu pré-requisito. A decisão de investimento não depende da disponibilidade da poupança, considerada aqui como a parcela do produto ou renda não consumida, mas sim do acesso ao crédito via financiamento. Há então a possibilidade da implementação de um projeto de investimento sem qualquer necessidade de poupança. Esta discussão reside no fato que crédito e também investimento antecedem à poupança, isso porque se trata de uma economia empreendedora em que a poupança não é condição necessária para ao investimento.

Keynes afirma que em ambas as teorias (clássica e Keynesiana) um aumento no volume e número de empréstimos só poderá acontecer perante um aumento no volume de poupança. As duas teorias diferem justamente na maneira através da qual a poupança é aumentada. Na teoria Keynesiana a poupança não poderá anteceder o investimento pois o ato de poupar devido a um novo projeto causa somente uma redução na demanda corrente. Já o investimento que não advém da poupança cria uma renda que não está disponível para o consumo, ou

seja, poupança (cf. CARVALHO 1997, p. 468). Keynes então introduz a teoria da demanda efetiva<sup>7</sup> para substituir a Lei de Say afirmando que o investimento é a *causa causans* na determinação da oferta da produção, renda e emprego e ainda da poupança. O investimento produtivo cria um volume em poupança igual aos empréstimos contratados para realizar e implementar o projeto. A poupança é o resultado deste processo e o seu volume nunca poderá ser menor que o investimento inicial, ou seja, a poupança nunca poderá ser restrição para o investimento<sup>8</sup>.

Portanto investimento antecede poupança<sup>9</sup>, e há uma relação entre a determinação da renda de uma economia monetária. Nesse contexto investir é também considerado comprar ativos de médio ou longo prazo, tendo a sua amortização no decorrer dos períodos de produção e é considerada uma função inversa da taxa de juros. A equivalência entre o volume de investimento e poupança é explicada através de uma relação de compra e venda de bens e ativos. A implantação do investimento é permitida graças à existência do financiamento, independentemente da poupança.

---

<sup>7</sup> Keynes substitui na sua teoria econômica a insuficiente Lei de Say pela nova concepção de Demanda Efetiva: o nível de produção no qual o custo marginal fosse equivalente ao preço esperado da oferta seria determinado pelo nível de investimento e pela propensão a consumir. Esse nível de produção seria obtido dinamicamente pelas mudanças nas taxas de investimentos baseados nas expectativas dos empresários sobre seus lucros futuros. Nesse sentido, a demanda efetiva dependeria, acreditava Keynes, da soma de dois fatores isto é: das expectativas de que vai ser consumido e daquilo que vai ser investido, portanto além de uma explicação sobre o consumo baseada na propensão a consumir a teoria da demanda efetiva necessitava explicar o que determinava as flutuações no investimento.

<sup>8</sup> Será visto no decorrer deste capítulo que somente a liquidez poderá ser uma restrição à implementação de projetos de investimentos e pleno emprego (cf. DAVIDSON 1986, p. 110).

<sup>9</sup> Qualquer superávit financeiro que representa a diferença entre renda e consumo, através do processo multiplicador de renda faz com que haja uma a entidade contábil entre poupança e investimento. logo, a partir do investimento é gerado poupança. O processo multiplicador gera uma expansão do consumo agregado e do lucro das empresas (parte do qual poderá ser utilizado para liquidar empréstimos junto aos bancos comerciais) e ainda uma expansão idêntica da poupança desejada.



A parcela da poupança que antecede o investimento, na economia Keynesiana, tem o papel de consolidar a acumulação de capital reduzindo a instabilidade ou fragilidade financeira<sup>10</sup> que acompanha o crescimento, proporcionando sustentabilidade. Há um conjunto de fundos criados pelo sistema bancário para financiar diversas atividades (na sua maior parte a produção e aquisição de bens de capital e consumo), a poupança representa somente uma parcela desse conjunto e não a sua fonte.

O processo de formação de capital Keynesiano inicia-se com a oferta de moeda aos empreendedores, uma vez que o investimento tenha sido realizado a poupança é criada a renda da economia aumenta. O destino da poupança depende de política monetária e taxas de juros futuras.

### 2.2.2. Economia Monetária de Keynes e a Teoria da Preferência pela Liquidez

Anterior à revolução teórica que seria a Teoria Geral<sup>11</sup> (TG) Keynes inicia o desenvolvimento de uma teoria monetária, a qual daria origem posteriormente à definição da taxa de juros por meio da Teoria da Preferência pela Liquidez (TPL).

---

<sup>10</sup> MINSKY (1992) afirma que hipótese de fragilidade financeira é um modelo de uma economia capitalista em que não há dependência de choques endógenos para gerar ciclos de negócios ou financeiros. A hipótese afirma que os ciclos financeiros são compostos pela dinâmica interna das economias capitalistas e o sistema de intervenção e regulação que é responsável por manter a operacionalidade da economia dentro de limites razoáveis. A primeira teoria da hipótese de fragilidade financeira denota que há regimes de financiamento em que a economia opera de forma estável, e há também regimes de financiamento em que ela opera de maneira instável. Já a segunda teoria dessa hipótese afirma que ao analisar períodos de prosperidade prolongada a economia tende a transitar de relações financeiras que dariam condições para um sistema estável para relações financeiras que provocariam uma economia instável. A partir da análise da segunda teoria dessa hipótese podemos concluir que tomadores e emprestadores se encontram em risco ao financiar ativos de longo prazo.

<sup>11</sup> Obra prima de John Maynard Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money, edição original publicado em 1936.

Nesta teoria<sup>12</sup> o economista inglês identificou dois circuitos de circulação monetária: o industrial e o financeiro. O reconhecimento deste último circuito distingue claramente a abordagem de Keynes à abordagem clássica, pois demonstra que a moeda era uma alternativa a acumular ativos e não deveria ser vista apenas como uma forma temporária de riqueza.

A moeda demandada pelas empresas para atender às necessidades de capital de giro e produção de bens e serviços circula no circuito industrial. A quantidade de moeda depende do intervalo médio de retenção dessa moeda ou seja de sua velocidade. O circuito industrial apresenta idéias ainda próximas à teoria clássica pois este também afirma que é necessária a circulação de moeda para que a produção e as transações dos bens e serviços ocorra.

É no circuito financeiro que circula a moeda utilizada para as transações com ativos financeiros tais como ações e títulos de dívida. Neste circuito a moeda não é relacionada somente com circulação e giro, passa a ser um objeto de retenção, pois os agentes tem o poder de reter moeda e não ativos de acordo com a sua expectativa perante o comportamento futuro da taxa de juros. Faz-se a distinção de dois grupos de agentes: ursos e touros. Aqueles agentes que têm a expectativa de que a taxa de juros estará em um patamar elevado no futuro, retêm moeda pois perante um aumento nos juros o valor dos títulos são reduzidos, criando um risco de perda de capital. Os agentes que retêm moeda são denominados ursos e são vistos como agentes pessimistas. Já os agentes que esperam uma queda da taxa de juros futura demandam títulos e não moeda, pois crêem que haverá um aumento no preço dos títulos no futuro. Estes agentes são denominados de touros e são vistos como otimistas. As taxas de juros correntes flutuam de acordo com a preferência e a demanda por cada tipo de ativo até a demanda por moeda e títulos igualar-se com a disponibilidade de ambos os ativos.

Na economia monetária de Keynes, a moeda não é apenas um meio de

---

<sup>12</sup> Keynes, J.M. Treatise on Money, 1930

troca é também uma reserva de valor, logo a moeda desempenha um papel duplo de meio de pagamento e forma de riqueza. Seu aspecto não neutro e o fato de eu na economia monetária Keynesiana e no mundo real a moeda importa tanto no curto prazo como no longo prazo decorre destas características. O retorno da moeda vem na forma de prêmio de liquidez<sup>13</sup> e a moeda se torna neste contexto um ativo com atributos específicos.

Na TG são apresentadas duas características especiais a respeito da moeda que a distingue dos demais ativos ilíquidos. A primeira característica importante é que a elasticidade da produção da moeda é infinitamente pequena, ou seja, a oferta de moeda não aumenta conforme a demanda. A segunda característica que diferencia a moeda dos demais ativos é a sua insubstituintividade, a moeda possui uma utilidade derivada apenas do valor de troca não encontrada em nenhum bem, mesmo ao aumentar o seu preço.

A TPL introduz a existência de duas decisões dos agentes econômicos totalmente separáveis entre si, trata-se das decisões de consumo e poupança e de composição de portfólio. A primeira delas é governada pela propensão a consumir<sup>14</sup> e a segunda é governada pelo desejo dos indivíduos em manter a sua riqueza sobre forma de ativos líquidos, é com essa última decisão que se relaciona a taxa de juros, ou seja, a preferência pela liquidez.

Na economia Keynesiana define-se que há somente dois ativos: i) moeda é um ativo com alta liquidez visto que seu prazo de realização não tem influência sobre o seu preço de mercado; e ii) obrigações ou títulos, estes ativos têm liquidez baixa e fornecem como recompensa a essa baixa liquidez a taxa de juros, ativos

---

<sup>13</sup> É justamente este ponto fundamental que possibilita o desenvolvimento da posterior Teoria da Preferência por Liquidez.

<sup>14</sup> A parte da renda da despendida em consumo, o total que uma comunidade gasta em consumo dependeria: do montante de sua renda; de várias circunstâncias objetivas, como as variações nas unidades de salário, o nível e a distribuição da tributação e os controles governamentais; das necessidades subjetivas, inclinações psicológicas e hábitos dos indivíduos.

com diferentes graus de liquidez devem fornecer recompensas inversamente proporcionais ao seu grau de liquidez (cf. CARVALHO<sup>15</sup> 1992, citado por OREIRO 2000, p. 100).

Keynes reconhece que a moeda demandada para atender aos três motivos foram um único fundo sendo que o agente não tem necessidade de designar valores para cada motivo, até porque o mesmo valor pode ser reservado inicialmente para um motivo e como reserva para outro (cf. DAVIDSON 2002, p. 88). A demanda por liquidez ou moeda é neste contexto é explicada inicialmente<sup>16</sup> por três motivos:

- a) transação – refere-se à demanda por moeda para atender às necessidades de famílias e empresas durante o intervalo entre recebimentos e despesas de renda do mesmo período. Este intervalo é definido pelos acordos contratuais tanto de recebimentos quanto de pagamentos. Seria de certa forma a demanda por moeda para uso como capital de giro, evitando custos operacionais da liquidação rotineira de títulos. Em se tratando das famílias, os valores disponíveis para transações depende i) do período de tempo entre o recebimento e desembolso dos contratos preestabelecidos; ii) gasto doméstico planejado durante o intervalo em questão. De maneira similar as empresas têm que adequar o seu fluxo de caixa com as suas obrigações contratuais de forma a possibilitar a compra de matéria prima e *inputs* produtivos para as suas operações. Dessa forma os valores necessários para atender às suas transações depende i) do gasto comercial planejado entre o período de renda (intervalo entre recebimento e despesas); ii) o período de tempo entre as vendas; e iii)

---

<sup>15</sup> CARVALHO, F.J.C.de. Mr. Keynes and the Post Keynesians. **Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

<sup>16</sup> Em 1937 John Maynard Keynes introduz o motivo *finance* em seu artigo “Alternative Theories of the Rate of Interest” publicado na obra *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Este motivo pela demanda de moeda será explicado no decorrer desta seção.

do grau de integração vertical das empresas<sup>17</sup>. O motivo transação é subdividido no motivo renda que corresponde à necessidade de conservar recursos entre recebimento e pagamento da renda e o motivo giro de negócios que corresponde à necessidade de recursos para garantir pagamentos entre compras de insumos e remuneração de fatores;

- b) precaução – refere-se à demanda por moeda e liquidez para atender todos os possíveis desembolsos não previstos ou planejados. Estes desembolsos ou acontecimentos não planejados tendem a causar medo e insegurança nos agentes. Dada a incerteza do comportamento futuro da taxa de juros leva os agentes a demandarem moeda para atender as necessidades durante eventuais crises, visto que com a posse de títulos ilíquidos há o risco de perda de capital. A moeda acumulada para atender ao motivo precaução é transportada de um período para outro. A moeda nesse contexto é uma defesa contra a incerteza da conjuntura econômica futura. Todos os agentes que possuem renda, ao recebê-lo se defrontam com duas escolhas obrigatórias: i) alocação da renda corrente entre consumo e poupança não planejada de acordo com a sua preferência temporal; e ii) alocação da poupança planejada entre os diversos ativos (líquidos ou ilíquidos) de acordo com a sua preferência por liquidez dessa forma transferindo poder de compra para o futuro. O agente ao definir que a sua reserva para eventualidades ou crises será alocada em ativos líquidos (com exceção à moeda) recai sobre o motivo especulação, será explicado abaixo. É afirmado que a demanda por moeda para atender ao motivo precaução é maior em circunstâncias em que não há um mercado de

---

<sup>17</sup> Atuação de uma empresa em mais de um estágio do processo produtivo, ou seja há controle de diversas etapas desde a produção de matérias primas até a confecção final do produto.

capitais desenvolvido, visto que seria um fator de segurança. Há também a possibilidade de demandar moeda pelo motivo precaução para aproveitar oportunidades de lucro e barganhas futuras não antecipadas (cf. CARVALHO et al 2000, p.48);

- c) especulação – este motivo é de importância fundamental pois é por meio dela que a política monetária age. A demanda por moeda para satisfazer o motivo especulação flutua de acordo com as variações graduais da taxa de juros de mercado. Um agente ao decidir alocar parcela de sua renda em ativos líquidos tais como títulos e obrigações envolve o motivo especulação, dado que os ativos líquidos são por definição, bens duráveis comercializados em mercados financeiros. Qualquer ativo líquido é objeto de especulação pois é uma alternativa a moeda, transferindo a sua liquidez para uma data futura. Ao tomar a decisão a respeito de qual ativo utilizar, o agente se debate com duas incertezas: renda e capital. Emissores de títulos e outros ativos têm geralmente um compromisso com o detentor da obrigação de pagar um montante (juros ou dividendos) em datas específicas como rendimento. Visto a incerteza econômica é preciso considerar a credibilidade do emissor e a sua capacidade de honrar com o compromisso pactuado. Este risco é denominado incerteza de renda pois um detentor de ativos poderá não receber os rendimentos previamente pactuados dada a situação do emissor ou à conjuntura econômica. Existe também ao detentor de ativos líquidos a incerteza de capital pois dada a volatilidade dos mercados financeiros, o preço de um ativo pode variar ao longo do tempo e estar em um patamar diferente na data em que seu detentor gostaria de liquidar sua carteira. Há neste caso a possibilidade de ganho de capital. Ambos estes riscos ou incertezas não vêm ao caso quando o agente detém moeda, pois não há risco de renda ou variação no preço da moeda. No entanto é necessária a

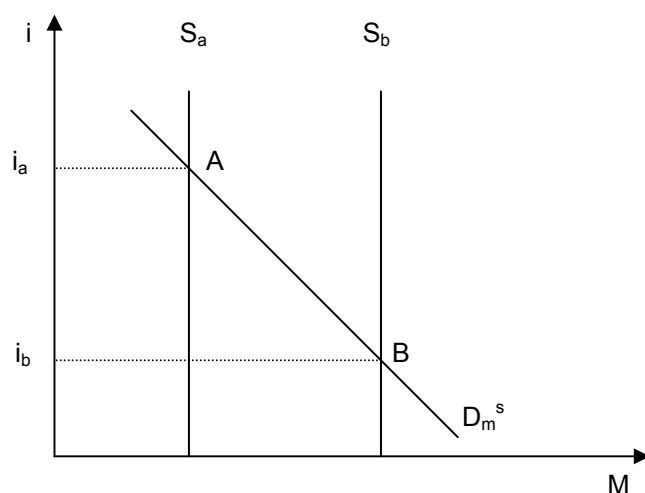
avaliação a respeito do o custo de oportunidade, visto que ao deter moeda não há possibilidade de rendimentos ou ganhos de capital. Todo e qualquer poupador são adversos à perda de capital, logo para que o poupador tenha interesse em deter títulos com riscos de perda de capital é necessário que ele tenha a expectativa de que após a liquidação do ativo terá recebido prêmios de liquidez (rendimentos) que superem os custos de corretagem, custódia e ainda a possível perda de capital. Um agente ao ter essa expectativa de ganho irá adquirir o maior número possível de títulos pois têm a expectativa da valorização do título. Como já vimos, este agente é denominado de touro. Em contrapartida se um poupador crê que ao liquidar o seu ativo não terá recebido rendimentos suficientes para cobrir os custos de corretagem e custódia além da possível perda de capital, buscará alocar as suas reservas para moeda, este agente é denominado de touro. Dado que o valor do título de longo prazo é uma função inversa da taxa de juros, se a maioria dos agentes crêem que no futuro haverá uma valorização dos títulos (queda na taxa de juros), isso significa que atualmente o preço do título está “baixo” e a taxa de juros está “alta”<sup>18</sup>, a demanda por títulos irá aumentar. Agentes que costumam ter essa expectativa são touros, caso contrário (aposta em desvalorização dos títulos e alta da taxa de juros) são denominados ursos. No Gráfico 2 nota-se que a uma taxa de juros “alta”  $i_a$  há uma demanda pequena por moeda, visto que a maioria dos agentes estão agindo como touros em demandar títulos. À medida que a taxa de juros decresce para  $i_b$  a demanda por moeda aumenta pois há expectativa de que haja um aumento na taxa de juros

---

<sup>18</sup> Há uma expectativa neste contexto de que a taxa de juros deveria ser mais baixa e o preço dos títulos mais alto, ou seja, a taxa de juros e o preço dos títulos não estão no seu patamar normal.

e uma queda no valor dos títulos, os agentes neste contexto estão agindo como touros. A quantidade de moeda demandada a taxas de juros menores é maior. Se a oferta de moeda é exógena e determinada pela autoridade monetária, perante um aumento da oferta ( $S_a \Rightarrow S_b$ ) ocorre uma queda na taxa de juros ( $i_a \Rightarrow i_b$ ).

GRÁFICO 3 – DEMANDA ESPECULATIVA POR MOEDA



FONTE: DAVIDSON, P. Financial Markets, Money and the Real World. 1 ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.

NOTA:  $i$  – taxa de juros,  $M$  – moeda,  $S$  – oferta de moeda,  $D_m^s$  – demanda especulativa por moeda

Há dois motivos explícitos pelos quais à medida que a taxa de juros diminui a demanda por moeda aumenta: i) sendo dado o nível de renda e a demanda transacional por moeda, um aumento na oferta de moeda contribui para a satisfação da demanda por moeda dos ursos, sem que tenham que colocar os títulos à venda, evitando pressionar os preços dos títulos para baixo e elevar a taxa de juros; e ii) cada redução da taxa de juros pode aumentar a quantidade de moeda desejada pelos agentes, visto que suas expectativas a respeito da taxa de juros difere das avaliações do mercado. Para Keynes o que importa não é o nível absoluto da taxa de juros mas o seu grau de divergência quanto ao nível seguro dos juros, a incerteza quanto às variações futuras na taxa



de juros é o fator determinante que explica a demanda especulativa por moeda.

A moeda circula em dois circuitos, como já evidenciado, o industrial e o financeiro. Os saldos monetários ativos, ou seja, aqueles retidos em antecipação da realização de uma transação futura já definida e planejada corresponde ao circuito industrial. Já os saldos monetários inativos definidos como aqueles retido em antecipação de possíveis transações futuras indefinidas corresponde ao circuito financeiros. O motivo transação corresponde à circulação monetária no circuito industrial e os motivos precaução e especulação correspondem ao circuito financeiro.

Os primeiros dois motivos para a demanda por moeda (transação e precaução) são função da renda da economia e o último motivo para demanda de moeda (especulação) é visto como função inversa do nível exógeno da taxa de juros, logo a demanda por moeda (bem como a sua oferta) é função da renda da economia e do nível da taxa de juros. A taxa de juros busca compatibilizar a demanda e oferta de moeda, visto que o nível da renda é determinado antes em equilíbrio e é a variável de ajuste entre a poupança e o investimento na economia.

Na TG, Keynes buscou especificar a moeda de maneira menos rigorosa, pois concluiu após a publicação do Tratado sobre a Moeda que seus críticos simplesmente não captaram a sua análise elaborada. Na TG então a moeda entra no cenário econômico de forma essencial e peculiar, porém a sua análise técnica está em segundo plano (cf. DAVIDSON 2002, p. 96). Esse tratamento superficial dada à moeda que levou a uma especificação incorreta da demanda por moeda para atender ao motivo transação fez com que Keynes fortemente criticado pelos economistas clássicos.

A TPL de Keynes foi criticada principalmente em dois pontos específicos: i) decisões de consumo/poupança e composição de portfólio eram, para os economistas dito clássicos, relacionados, pois as decisões de poupança determinavam a demanda por ativos e obrigações financeiras; e ii) economistas

clássicos acreditavam que a propensão a poupar e a produtividade do capital tinham influência direta sobre a taxa de juros além de argumentar que a TPL, para chegar à conclusão de que essas duas variáveis tinham influência somente indireta sobre a taxa de juros, era fundada nas expectativas regressivas<sup>19</sup> da taxa de juros dos agentes. Para os economistas clássicos a hipótese de expectativas regressivas não era aplicável e sim algo como as expectativas adaptativas<sup>20</sup>.

Outro questionamento a respeito da TG era o fato que os gastos domésticos eram definidos como oriundas da renda corrente, neste contexto não haveria possibilidade de uma família demandar moeda para fins comerciais separadas. Desta forma ao definir o motivo transação como a necessidade de moeda para atender as necessidades correntes de transações comerciais e pessoais, Keynes levou muitos a pensar que somente uma variação no nível de renda de certo período poderia levar a uma mudança no volume de moeda demandada para transações (cf. DAVIDSON 2002, p.90).

Keynes passou a argumentar que a demanda por moeda para financiar a produção seria constante se os gastos planejados com investimento não alterassem, ou seja, se os acordos comerciais de compras de bens de capital fossem a cada período constantes a demanda por moeda para o seu financiamento faria parte do motivo transação. Produtores de bens de capital, ao iniciar um processo produtivo (compra de matéria prima, insumos e remuneração de capital), teriam que ter certeza que todas as suas obrigações seriam liquidadas até no máximo o recebimento pela venda de sua produção (cf. DAVIDSON 2002, p. 96).

---

<sup>19</sup> Frente ao qualquer desvio corrente da taxa de juros, agentes crêem que esse desvio é temporário, e no futuro a taxa de juros irá retornar para o valor esperado. Dessa forma a propensão a poupar ou a produtividade do capital não tem influência direta sobre a taxa de juros.

<sup>20</sup> Formação de expectativas sobre o comportamento futuro da taxa de juros (ou qualquer outra variável) baseado apenas no comportamento passado da mesma. Agentes econômicos adaptam seu comportamento futuro ao desempenho de um processo econômico baseando-se apenas na evolução passada e recente desse mesmo processo. Indivíduos passam a ajustar suas expectativas correntes para corrigir erros de previsão cometidos em períodos precedentes.

Keynes responde a essas críticas afirmando que a TG era realmente incompleta, pois não havia menção à forma de financiamento ao investimento produtivo. Na economia Keynesiana há necessariamente um volume equivalente de poupança e investimento, porém a poupança só estará disponível após o ciclo e realização do investimento. A decisão de investimento faz que com haja um aumento da demanda por moeda, dado que empresários necessitam de capital de giro para honrar os seus compromissos no período entre a tomada da decisão de investimento, sua implementação e o seu retorno (que em muitos casos tende ser a longo prazo e em outro período).

Frente a expectativas de ganhos e possibilidades de financiamento, empresários demandam um volume maior de bens de capital e insumos para viabilizar seus projetos de investimento e produção, logo se as decisões de investimento são crescentes no decorrer dos períodos, o financiamento desejado cria uma demanda adicional por moeda. Essa demanda adicional por moeda para atender ao financiamento antecipado de projetos planejados de investimento é o motivo *finance*<sup>21</sup>.

A demanda por moeda para atender ao motivo *finance* tem como objetivo garantir a provisão financeira antes que ocorra o investimento, gerando uma demanda temporária e antecipada de moeda para uma despesa excepcional, porém planejada. Resulta, ao nível agregado, da taxa de investimento. Existe um elemento de demanda transacional na demanda por moeda para atender ao motivo *finance*, pois se refere a um plano de gastos, porém se diferencia, pois não se trata de despesas rotineiras como o motivo transação. A justificativa de Keynes em relacionar o motivo *finance* às mudanças no investimento planejado era a sua crença de que o investimento planejado estava sujeito a flutuações especiais próprias (cf. DAVIDSON 2002, p. 99).

---

<sup>21</sup> O termo *finance* não tem similar na língua portuguesa sendo usualmente traduzido como finanças.

As IFs são uma peça fundamental nesse processo pois são capazes de atender à demanda por financiamento adicional para a produção dos empresários. Os produtores tendem a ter como garantia aos empréstimos de capital produtivo o volume maior de pedidos ou contratos. Se essa demanda adicional por capital produtivo é atendida, a oferta de moeda irá aumentar de maneira endógena<sup>22</sup> (cf. DAVIDSON 2002, p. 97). O valor desses empréstimos estará pendente até o momento em que a produção estiver finalizada, entregue ao cliente e paga. Este valor será então destinado ao pagamento dos empréstimos junto à IF e posteriormente formarão um fundo disponível para empréstimos futuros. Esse processo é denominado por Keynes de “fundo rotativo”<sup>23</sup> de *finance*. É reconhecido que haverá um acréscimo na demanda por moeda em termos de empréstimos de capital produtivo para financiar o investimento a qualquer taxa de juros, até mesmo antes do aumento de emprego e renda na indústria. Há também a possibilidade do motivo *finance* ser atendido por uma liberação de moeda do público por meio de alguma mudança nas preferências por liquidez da população (cf. CARVALHO 1997, p. 474).

Frente a uma demanda por moeda pelo motivo *finance* não atendido por IFs a taxa de juros do mercado irá se elevar mesmo antes de se iniciar o processo produtivo. Em contrapartida se a autoridade monetária resolve manter o patamar dos juros a oferta de moeda irá aumentar de maneira endógena antes que haja um aumento no fluxo produtivo por parte das firmas. O motivo *finance* torna clara a necessidade por um aumento endógeno na oferta de moeda em um contexto de investimento planejado adicional pois dessa forma pode haver um fluxo produtivo

---

<sup>22</sup> Pode haver um aumento na oferta de moeda pelas seguintes razões: i) *finance* geradora de renda, é situação descrita acima em que um acréscimo na demanda por moeda induz um aumento endógeno na sua oferta por parte das IFs; e ii) processo de mudança de portfólio, em que a autoridade monetária poderá realizar operações de *open market* induzindo a população a deter mais ou menos moeda, variando de maneira exógena a oferta de moeda.

<sup>23</sup> Os aspectos do fundo rotativo serão melhor detalhados na próxima seção.

maior sem pressionar a taxa de juros.

Outro aspecto interessante abordado pelo motivo *finance* é a importância do setor bancário e financeiro em facilitar o crescimento. Os recursos financeiros regulam o nível de investimento, ou seja, o controle desses recursos financeiros pelas IFs é um método potente de regular a taxa de investimento.

É por meio da TPL apresentada nesta seção que a taxa de juros na economia monetária de Keynes é definida. Neste contexto a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de moeda, na margem de indiferença entre a retenção de ativos líquidos e ilíquidos, trata-se nesse caso de um fenômeno estritamente monetário, determinado pela preferência por liquidez dos agentes e pela política monetária. A taxa de juros neste contexto é definida como o preço do dinheiro ou da moeda. A determinação da taxa de juros não é por meio da taxa de retorno do capital fixo, não sendo decorrente das preferências intertemporais dos agentes. É o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível.

Dada a incerteza da conjuntura econômica e a preferência pela liquidez dos agentes, a taxa de juros é definida como um prêmio por abrir mão da liquidez e não entesourar moeda (ativo com maior prêmio de liquidez), ou seja, é uma recompensa por aplicar a “poupança” em ativos financeiros e assim possuir ativos ilíquidos.

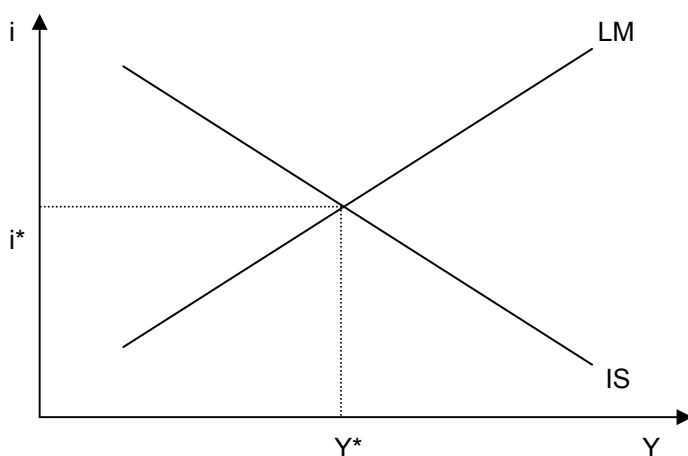
A TPL apresenta também um mecanismo indireto através do qual a produtividade do capital e a propensão a poupar influenciam a taxa de juros. Ao ocorrer um aumento da produtividade do capital, a renda e o nível de emprego da economia são elevados, ocorre então um aumento da demanda por moeda para atender as necessidades de transação e precaução, dada a oferta de moeda constante, a taxa de juros aumenta para restabelecer o equilíbrio. Já em um contexto em que há um aumento na propensão a poupar, a renda e o nível de emprego da economia sofrem uma redução bem como a demanda por moeda para atender às necessidades de transação e precaução, sendo a oferta de moeda

constante a taxa de juros diminui para restabelecer o equilíbrio.

É apresentado um modelo sugerido para a determinação da taxa de juros em uma economia monetária, tal modelo passa a ser conhecida como Hicks-Hansen ou IS-LM (cf. CARVALHO et al 2000, p. 185). Este modelo passa ser difundido no âmbito dos economistas considerados Velhos-Keynesianos devido à sua crença que a política monetária e a taxa de juros não tem efeito considerável sobre variáveis reais da economia, tais como investimento e emprego. Keynes, no entanto, acreditava que a política monetária era um instrumento importante e poderoso capaz de aumentar o nível de investimento e de emprego.

Para efeitos ilustrativos, podemos determinar a taxa de juros da economia por meio do equilíbrio no mercado de bens (IS) e no mercado monetário (LM). A curva IS é função do consumo, dos gastos com investimento, dos gastos governamentais e da arrecadação tributária. Em contrapartida, a curva LM é função da oferta e demanda (motivos para demandar moeda de Keynes) real de moeda. Conforme Gráfico 4, o ponto de interseção das duas curvas (E) à taxa de juros ( $i^*$ ) representa o equilíbrio entre a demanda e o produto ofertado e a demanda e oferta de moeda. O conjunto dos pares ( $i^*$  e  $Y^*$ ) sustentam o equilíbrio da economia, ou seja, o equilíbrio tanto no mercado monetário quanto no mercado de bens.

GRÁFICO 4 – IS/LM PARA DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS DE EQUILÍBRIO



FONTE: CARVALHO, F. J. C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 5 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. NOTA:  $i$  – taxa de juros,  $i^*$  – taxa de juros de equilíbrio,  $Y$  – renda,  $Y^*$  – nível de renda de equilíbrio

## 2.3. FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO EM UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

A teoria Keynesiana, como visto na seção anterior, apresenta uma visão empreendedora ao processo de formação de capital, tendo como condição necessária e suficiente para este o financiamento e não a poupança. Nessa abordagem há uma nova hierarquia de agentes participantes dos mecanismos de financiamento em economias de mercado:

- a) bancos, e não poupadores, são fundamentais na determinação da oferta agregada de fontes de financiamento do investimento;
- b) bancos e empreendedores são agentes chaves na determinação da demanda efetiva e do emprego da economia;
- c) a poupança é um resultado do processo de investimento e não um pré-requisito;
- d) a alocação das poupanças geradas no processo multiplicador da renda é importante no processo de administração dos problemas resultantes do crescente descasamento de vencimentos ao longo do crescimento econômico;
- e) é a preferência pela liquidez dos bancos e dos detentores de títulos que determina o volume e os prazos do financiamento ao investimento e não a preferência intertemporal dos consumidores.

O processo de formação de capital de Keynes afirma que um empreendedor ao tomar uma decisão de investimento, deverá ser satisfeito sob duas condições: primeiramente que terá a possibilidade de obter *finance* de curto prazo suficiente durante o período de produção e segundo que eventualmente ele será capaz de consolidar a sua dívida de curto prazo, por meio de *funding* (cf. CARVALHO 1997, p. 465). Para tanto é necessário efetuar a distinção entre o crédito de curto prazo tomado durante o processo produtivo ou a construção do projeto de investimento e o crédito de longo prazo tomado para consolidar o projeto

ou a compra dos bens de capital após a finalização ou produção. Em uma economia monetária, fluxos de investimento reais de longo prazo geralmente não são tomados até que os contratos referentes ao financiamento de curto prazo tenham sido firmados. A partir do momento em que os empréstimos de longo prazo tenham sido tomados uma poupança real é criada no mesmo volume que o fluxo de investimento real (cf. DAVIDSON 1986, p. 101).

A abordagem Pós-Keynesiana do processo de formação de capital possui uma “estilização” da teoria Keynesiana com dimensões micro e macroeconômicas, e institucionais do processo de financiamento do investimento. Essa estilização passou a ser conhecida como o Circuito *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding*. A presente seção busca explicitar o funcionamento do circuito em economias monetárias modernas e ainda colocar novas questões existentes na Teoria Pós-Keynesiana referente ao papel, funcionamento e eficiência dos SFs nestas economias.

### 2.3.1. *Finance*

O crédito de curto prazo adiantado aos produtores de bens de capital ou a empreendedores com projetos de investimento a serem implantados é denominado *finance*. Estes empréstimos de curto prazo têm como objetivo atender às necessidades do empreendedor durante o período de produção ou no intervalo de tempo entre a decisão investir e implementação do investimento. Consiste no apoio financeiro necessário para que haja investimento na economia.

Ao demandar *finance* o empreendedor está demandando moeda, de acordo com a TPL, Keynes define que há duas formas de se obter *finance* para aplicar ao investimento produtivo: i) por meio da venda de bens ou serviços, neste caso o investidor recebe o *finance* quando o estoque existente de dinheiro circula na economia e tem como contrapartida a circulação de bens e serviços; e ii) por meio do endividamento junto a bancos ou especuladores, nesta circunstância o investidor



obtem um empréstimo e há a criação de moeda (cf. CARVALHO 1997, p. 464).

Ao considerar constante o nível do investimento agregado, o estoque monetário existente é suficiente para atender às demandas de consumo ou investimento. Esta oferta de moeda é denominada, por Keynes, de fundo rotativo. A moeda que é criada devido a operações de crédito nas IFs passa a fazer parte deste fundo, e somente se cria moeda com um nível crescente de projetos de investimento e empréstimos. *Finance* é então um fundo rotativo pois no momento em que um investidor liquida o seu empréstimo, a moeda que ele estava fazendo uso para o seu projeto de investimento, passa a estar disponível para outro empreendedor com um projeto ou produção diferente. O *finance* que estava sendo utilizado no intervalo entre o planejamento e implementação do investimento é liberado para outros usos após ele ser pago, podendo também este pagamento ser na forma de renda (cf. CARVALHO 1997, p. 467).

Em economias monetárias modernas cujo nível de investimento é crescente, o *finance* depende da “disposição” dos bancos em adiantar poder de compra a empreendedores, crucial para o processo produtivo. Nota-se que a oferta agregada de financiamento é determinada pelo interesse da IF em captar depósitos à vista e os transformar em crédito, e não pela preferência dos poupadores<sup>24</sup>, ou

---

<sup>24</sup> Nas economias modernas há a tendência de ocorrer racionamento de crédito, condição no mercado de empréstimos em que a oferta de fundos do prestador é menor que a demanda do tomador, às taxas de juros e termos contratuais correntes. De acordo com STIGLITZ e WEISS (1981) o termo racionamento de crédito deverá ser usado restritamente em duas situações: i) entre tomadores de empréstimos aparentemente iguais, alguns consignarão o empréstimo e outros não, os rejeitados não receberiam mesmo que fosse oferecido à IFs pagamento de uma taxa de juros mais alta ou uma garantia adicional; ii) dada a oferta de crédito e uma taxa de juros qualquer, certos grupos são incapazes de obter crédito mesmo se a oferta aumentasse. A taxa de juros de equilíbrio (taxa que maximiza o retorno esperado para o prestador) fica abaixo do nível no qual a demanda por fundos de empréstimos se iguala à oferta. Um deslocamento para a esquerda na curva de oferta de fundos de empréstimo leva a menos empréstimos, mas não muda a taxa de juros: a extensão do racionamento de crédito é aumentada. Como os retornos esperados na realidade diminuem quando a taxa de juros excede a taxa de juros de equilíbrio (somente projetos com alto risco de default se sujeitam a pagar tais taxas), a oferta de fundos de empréstimo diminui. Conclui-se com base nesta análise que a decisão do financiamento parte da IF em questão e não do tomador.

seja, o crédito fornecido para o *finance* é criado pelos bancos e não requer que a população abdique a liquidez. Vale ressaltar novamente que as IFs ao aumentam o volume agregado de empréstimos há a criação de moeda.

O investidor ao receber financiamento passa a ter poder de compra sob a forma de meio de pagamento. Este poder de compra é revertido para o pagamento de insumos e fatores de produção necessários para a produção de bens de capital ou a implementação do projeto de investimento. Uma vez que o empreendedor contrata recursos desempregados (mão de obra ou insumos) e os remunera com o crédito bancário, há um acréscimo no investimento real agregado. Portanto, para que haja um aumento no fluxo de investimento real agregado da economia é necessário somente um aumento no *finance* de capital de giro fornecido pelos empréstimos bancários (cf. DAVIDSON 1986, p. 104).

Neste estágio não há necessidade de um aumento na poupança privada para financiar qualquer projeto de investimento, contanto que as IFs forneçam *finance*. Um aspecto importante é que recursos que não estavam sendo utilizados agora estão produzindo bens de capital ou investimentos reais, estes por sua vez não podem ser destinados a fins de consumo, logo de um volume crescente de renda cria-se um fluxo maior de poupança no mesmo volume que os empréstimos fornecidos. Dado que estes recursos não utilizados estão disponíveis, somente uma restrição de liquidez resultante do racionamento de empréstimos destinados ao financiamento produtivo poderá frear o crescimento de investimento real<sup>25</sup> (cf. DAVIDSON 1986, p.105).

---

<sup>25</sup> A relação entre poupança e financiamento será detalhada no final desta seção.

### 2.3.2. *Funding*

O conceito e o processo de *finance* são importantíssimos para a macroeconomia Pós-Keynesiana porém é insuficiente para concluir o processo de formação de capital. O investimento depende, além do *finance* para dar início ao processo, da compra e produção de bens de capital ou outros ativos com maturação a longo prazo. Ocorre então a defrontação com o problema da compatibilização da vida útil e maturação de longo prazo destes ativos com o perfil temporal das dívidas contraídas para permitir a formação e acumulação de capital (cf. CARVALHO 1997, p. 467)

Como já visto, investimentos reais são realizados perante *finance* de curto prazo para a compra e remuneração de insumos e fatores, a poupança real passa a existir no mesmo volume que o investimento realizado (cf. DAVIDSON 1986, p. 101). No entanto a dificuldade nas economias monetárias modernas não é a criação desta poupança mais sim como a disponibilizar aos investidores e posteriormente utilizar o maior volume possível desta poupança para consolidar as dívidas de longo prazo dos mesmos (cf. CARVALHO 1997, p. 471). Para que haja a consolidação das dívidas de curto prazo dos investidores é necessário que a poupança adicional criada neste processo se transforme em demanda por ativos de longo prazo.

O *funding* então corresponde à segunda etapa do financiamento, na qual a poupança é relevante, visto que esse processo é realizado depois que o multiplicador<sup>26</sup> estiver operando. Ocorre a consolidação das dívidas adquiridas na etapa anterior (de curto prazo) em obrigações de longo prazo. Dado que empresários obtêm crédito a curto prazo e a maturação do projeto de investimento é a longo prazo, as firmas demandam financiamento a longo prazo para pagar os

---

<sup>26</sup> Índice de aumento na renda nacional resultante de um dado aumento na quantidade de investimentos. Pelo efeito multiplicador, um aumento de investimentos gera um aumento proporcionalmente maior na renda. Uma das entidades fundamentais na macroeconomia Keynesiana é a de que o multiplicador é igual ao inverso da propensão marginal a poupar.

compromissos honrados a curto prazo e ainda para “sobreviver” até o retorno do investimento. Há necessidade de consolidação dos passivos de curto e médio prazo porque o investimento possui um longo prazo de maturação e os fluxos de caixa dos períodos subseqüentes são insuficientes para arcar com os compromissos assumidos do financiamento inicial.

Os recursos para realizar o *funding* são obtidos junto ao mercado financeiro por meio de emissão de obrigações ou títulos da dívida de longo prazo (*securities* ou debêntures) nos mercados primários. A existência destes mercados primários depende do funcionamento dos mercados secundários<sup>27</sup> que por sua vez depende do interesse da população em comprar e vender ativos. Em um mercado secundário desenvolvido, a compra de ativos ilíquidos, por exemplo títulos de longo prazo, não representa a impossibilidade de liquidez. Perante a necessidade ou crise, para obter liquidez o detentor simplesmente efetua a venda do ativo. A compra desses títulos é efetuada pelo público, e assim o investimento a longo prazo da firma é financiado. Há ainda a opção de empréstimos propriamente ditos a longo prazo junto a IFs especializadas, na maioria dos casos banco de desenvolvimento. As firmas então utilizam a liquidez obtida através da venda de obrigações ou da contratação de um empréstimo para saldar as dívidas de curto prazo e dar continuidade ao processo de investimento.

A colocação de papéis do mercado primário e conseqüentemente a consolidação da dívida de curto em longo prazo deverá ser acomodado pelas autoridades monetárias que têm a obrigação de fornecer a economia com a toda a liquidez desejada e prevenir que a taxa de juros se eleve demasiadamente. Considerando a incerteza futura o momento certo para a emissão de papéis será pela oscilação dos preços no próprio mercado de títulos. Por exemplo emitir títulos

---

<sup>27</sup> Os mercados secundários possuem funções microeconômicas de fornecer informação para as empresas que emitem de títulos e demandantes dos mesmos através de informação para formação de preços e *underwriting*, isso permite que os investidores avaliem a lucratividade desses títulos com um maior fluxo informacional.

da dívida de uma firma em um momento em que a demanda por estes papéis está estável, acarretará um aumento na taxa de juros pois o mercado estará saturado. Neste contexto a emissão de papéis está forçando a preferência por liquidez da firma sobre àquela da população.

Um investidor ao obter *finance* de curto prazo através de bancos comerciais, deverá ser capaz, futuramente, de emitir papeis (securities, títulos ou debêntures) no mercado para então utilizar-se dos recursos para liquidar as dívidas de curto prazo. No instante em que o investidor recorre a empréstimos de curto prazo para investir em projetos com retorno a longo prazo, surge o risco da não capacidade em realizar operações de *funding*. Vale ressaltar que a imposição desse risco foi por parte do investidor. Em contrapartida se este mesmo investidor obtiver *finance* a curto prazo e ao mesmo tempo emitir papéis a longo prazo através de uma IF, geralmente um banco de investimento, este fará a colocação futuramente. Neste caso a IF assume o risco, pois ele deverá ter os recursos para operacionalizar o *funding* da firma, visto que a mesma já contratou os títulos de longo prazo (cf. CARVALHO 1997, p.473).

Nestas operações utiliza-se a taxa de juros de longo prazo que corresponde justamente à taxa de juros das obrigações que as firmas vendem ao público para realizar o *funding* de suas dívidas de curto prazo. Uma firma ao contratar dívidas de curto prazo com o objetivo final de realizar uma operação *funding* dessas dívidas está especulando com a estrutura a termo da taxa de juros, pois assume que futuramente ao realizar o *funding* a taxa de juros estará em um nível favorável, ou seja, não muito superior a aquela taxa contratada a curto prazo.

De forma resumida *funding* é o processo de transformação de dívida de curto prazo em longo prazo, por meio desta operação que se financia ativos a longo prazo em uma economia cujo financiamento é ofertado através do gerenciamento de dívidas a curto prazo.

Há duas facetas para o processo de *funding*:

a) microeconômica – empreendedores e banqueiros visam financiar suas

obrigações a longo prazo em condições estáveis devido à incerteza em relação às condições de crédito e níveis da taxa de juros. A razão do *funding* pode ser interpretada como uma resposta à ameaça de aumentar os riscos dos tomadores e emprestadores. Aumenta a predisposição de firmas e bancos a engrenar no financiamento de ativos a longo prazo;

- b) macroeconômica – o *funding* tem papel de diminuir a fragilidade financeira inerente a uma economia monetária em crescimento. Mecanismos para financiar investimento são vitais para sustentar o crescimento econômico, o lócus de *funding* é o mercado financeiro define-se então a sua importância para o crescimento. Financiar o investimento por meio do *funding* é uma condição necessária, porém insuficiente para um crescimento econômico estável. Esse papel macroeconômico do *funding* depende do tamanho e estabilidade desse mercado. Em se tratando de um mercado grande ele pode não suportar um aumento de volume de operações ou ainda frente um mercado instável um aumento no volume pode acarretar uma alta nas taxas operacionais ou de juros.

### 2.3.3. Circuito *Finance* – Investimento – Poupança - *Funding*

O circuito *finance* – investimento – poupança – *funding* é uma estilização Pós-Keynesiana para o processo de formação de capital inserida em uma economia monetária moderna em que há os empreendedores utilizam de adiantamentos de crédito para dar início à produção de bens de capital ou implementação de projetos de investimento, ambos com vida útil e maturidade de longo prazo.

Há duas abordagens ou visões para tal processo, no entanto ambos têm a mesma essência na qual o processo produtivo é iniciado com o crédito de curto prazo (*finance*) que permite a implementação do projeto de investimento, o fluxo real

deste cria um fluxo de poupança real que por sua vez permite a consolidação (*funding*) das dívidas de curto prazo em longo prazo para serem compatíveis com a maturidade do investimento. A primeira etapa do financiamento é realizada por meio de bancos criadores de moeda e a segunda é intermediada por uma IF no mercado financeiro por meio da emissão de títulos da dívida de curto prazo. Compradores então abdicam a liquidez e o transferem para os investidores que emitiram tais papéis.

A primeira abordagem é apresentada em DAVIDSON (1986), na qual os empreendedores da economia demandam bens de capital para o seu projeto industrial. Visto que os bens de capital possuem um período de gestação longo a sua produção é realizada mediante pedido e tende a ser customizado para atender às necessidades do comprador. O comprador destes bens, antes de firmar qualquer tipo de contrato, irá analisar a viabilização do projeto, ou seja, se os rendimentos proporcionados pelo investimento forem maiores que o custo da produção cotado pelo produtor dos bens (descontado à taxa de juros de longo prazo) o projeto é viável. O produtor dos bens de capital por sua vez baseia o seu preço de venda nos custos de produção (mão de obra e insumos) e o custo do empréstimo (taxa de juros de curto prazo do período entre o início da produção e a entrega do produto).

Em poder de um contrato de compra o produtor de bens de capital tem uma garantia de pagamento e por meio deste obtém um empréstimo de curto prazo junto ao um banco, geralmente comercial, para atender às suas necessidade e custos de produção para os bens de capital encomendados. Logo a operação de *finance* é realizada com o produtor dos bens de capital para comprar e remunerar insumos e fatores de produção durante o período de gestação dos bens de capital. O produtor consegue desta forma compatibilizar os seus fluxos de saída (mão de obra e insumos) com o empréstimo bancário e o pagamento do empréstimo bancário mediante o contrato de pagamento futuro do comprador dos bens produzidos.

Por outro lado o comprador dos bens de capital necessita da liquidez para realizar o desembolso perante a entrega dos bens de capital. Se a empresa não

possui liquidez suficiente para honrar com o contrato de compra, passará a requerer um financiamento disponível no dia da entrega. Visto que a maturidade e os rendimentos do seu projeto de investimento são de longo prazo, é necessário um financiamento de longo prazo. Um banco de investimento emite então no mercado financeiro títulos desta dívida, os rendimentos gerados com a venda destes títulos formam um fundo de investimento que passa a estar disponível para o comprador pagar o produtor na data de entrega dos bens de capital. A operação de *funding* é então realizada pelo comprador dos bens de capital por meio de uma IF e o mercado financeiro.

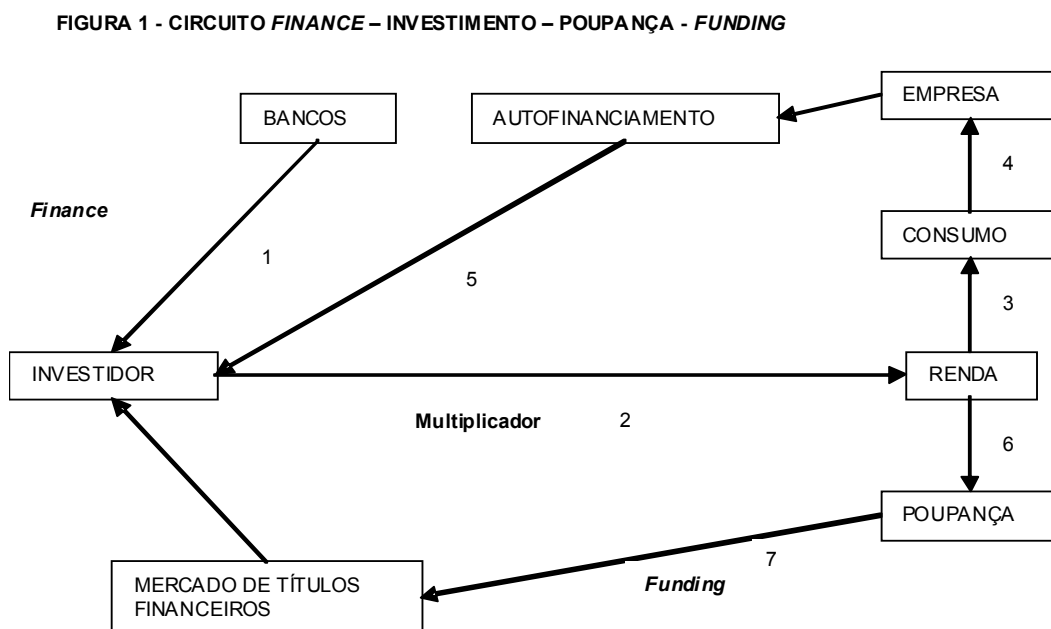
A segunda abordagem é apresentada em CARVALHO (1997), em que o empreendedor contrata uma operação de *finance* para iniciar o a sua produção e implementação do projeto de investimento, este *finance* é utilizado para atender a todas as necessidades financeiras no período entre o início da produção e sua finalização. Visto que a maturação e os rendimentos do projeto de investimento são de longo prazo e o *finance* obtido é de curto prazo, é necessária a consolidação do passivo com o ativo da empresa. Isso é realizado com uma operação de *funding* em que o empreendedor por meio de uma IF e emissão de títulos da dívida consegue captar recursos de longo prazo para liquidar a sua dívida relacionada ao *finance*. À medida que as operações de *finance* são liquidadas, os recursos são direcionados a um fundo rotativo para a realização de novas operações de *finance* para o início de novos projetos de investimento.

As duas abordagens são Pós-Keynesianas e de certo modo equivalentes, pois o *finance* é utilizado para iniciar o processo produtivo ou a implementação do projeto de investimento e o *funding* é utilizado para consolidar ou liquidar as dívidas de curto prazo que foram contraídas. O fluxo de investimento real inicia-se com o desembolso do *finance* e o fluxo de poupança real inicia-se com o investimento real. Ocorre desta forma por há a criação de renda que não pode ser destinada a consumo, ou seja poupança. Esta poupança é então canalizada ao mercado financeiro e utilizada para operações posteriores de *funding*. Vale ressaltar que a



poupança não se torna disponível de maneira imediata para consolidar as dívidas dos investidores e há a possibilidade que esta poupança real criada nunca estará integralmente à disposição para operações de funding (cf. CARVALHO 1997, p. 469)

O circuito *finance* – investimento – poupança – *funding* é então na sua essência um processo em que um investidor prospectivo capta recursos de curto prazo junto a um banco comercial e utiliza esses recursos de curto prazo para viabilizar um projeto de investimento (maturação geralmente a longo prazo) ou produzir bens de capital para posterior venda, por meio do multiplicador esse investimento gera uma renda e uma poupança no mesmo volume. A renda criada é destinada ao consumo e proporciona o autofinanciamento de outras firmas para viabilizar projetos de investimento. Já a poupança criada por meio do multiplicador é destinada para as operações de *funding* por meio do mercado financeiro. Segue um diagrama para melhor ilustrar esse processo.



FONTE: CARVALHO, F. J. C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

A visão Keynesiana propõe que para viabilizar investimentos o SF deverá

ser capaz de responder às demandas por liquidez das firmas empreendedoras com projetos de investimento (cf. CARVALHO, 2003, p. 7). Investir é comprar ativos, freqüentemente de duração média ou longa, logo a amortização do investimento consumirá certo número de períodos de produção. Uma firma, portanto, não poderá saldar os compromissos incorridos para a realização de investimentos em períodos curtos. O perfil do financiamento deve ser compatível com o perfil de amortização dos bens de investimento. A demanda então que se coloca ao SF é a necessidade de transformação de créditos obtidos inicialmente, usualmente de curto prazo, em obrigações de duração equivalente à dos ativos. Não se trata exatamente de poupar ou não, mas de oferecer os canais de financiamento de longo prazo adequados, ou seja, consolidar as dívidas de curto prazo em *funding*.

Em economias monetárias o investimento é sensível ao grau de incerteza e às expectativas a ele associadas, que, por seu turno dependem das condições de financiamento e *funding* do sistema, entre outros fatores. Para que haja o processo de *funding* é necessária à existência de IFs que possibilitam tais transações e agentes dispostos a adquirir títulos de longo prazo. A poupança não afeta o investimento, mas possui um papel relevante no processo de consolidação do mesmo (*funding*), condição necessária para a sustentação do investimento e do crescimento econômico. O que torna o mercado financeiro fundamental para o crescimento econômico é a sua habilidade de transformar ativos de curto prazo, que são demandados por poupadores para serem liquidados de acordo com as necessidades em fontes de financiamento a longo prazo. Essa transformação de maturidade assume formas diferentes de acordo com o histórico institucional da estrutura financeira em questão.

Em um SF do tipo segmentado<sup>28</sup> bancos comerciais forneciam depósitos a

---

<sup>28</sup> São SFs em que diferentes segmentos do mercado financeiro são operados por instituições específicas. Nesta forma de organização, à diferença de funções exercidas no mercado financeiro corresponde uma diferença na personalidade jurídica das instituições financeiras, logo há uma especialização institucional relativamente rígida.

vista ou de curto prazo contra empréstimos de curto prazo de bancos comerciais ou de investimento, bancos de investimento especializado em transformar empréstimos de curto prazo em empréstimos de longo prazo através de operações de *underwriting* e investidores institucionais (companhias de seguro e fundos de pensão) investem representando o público. A colocação de títulos de dívida de longo prazo no mercado é realizada geralmente por um banco de investimento, permitindo dessa forma a consolidação do passivo de curto prazo da empresa. Ao se transformar na compra de títulos de empresas em mercados primários de títulos financeiros, permite a essas empresas transformar suas obrigações de curto prazo em passivos de longo prazo. O processo de *funding* pode ser realizado por intermédio de venda direta de títulos de longo prazo (primários ou secundários) ou pela compra de títulos de longo prazo por parte dos intermediários financeiros.

Já em um SF do tipo universal<sup>29</sup>, os bancos múltiplos deverão exercer as duas atividades, a distinção interna das atividades de *finance* e *funding* deverá ocorrer mediante regulação e normas internas da IF. Da mesma forma que nos SFs do tipo segmentado, o crédito de curto prazo é fornecido pelo departamento comercial do banco por meio de criação de moeda e captação de depósitos à vista e a consolidação e a emissão de títulos da dívida deverá ser realizada pelo setor responsável por investimentos a longo prazo.

#### 2.3.4. Relação entre Financiamento e Poupança

A economia Keynesiana trata a poupança como um resíduo da renda sobre o consumo, assim sendo a poupança agregada é resultante das decisões individuais de poupar condicionados pelo nível de renda e pelos hábitos de consumo. A alocação da poupança é realizada em ativos de diversas maturidades, tendo como

---

<sup>29</sup> SF composto por bancos universais ou múltiplos em que estes estão autorizados a operar em todos os segmentos de mercado.

limite mínimo de maturidade e máxima de liquidez a moeda.

A TPL e a teoria econômica Pós-Keynesiana insistem que as decisões de investimento (bens de capitais ou ativos financeiros) são tomadas com incerteza, pois entre outros há risco de perda de capital. Neste contexto a demanda por liquidez é um comportamento normal e esperado dos agentes inseridos em qualquer economia de mercado. Em economias modernas a demanda por liquidez é atendida por meio de ativos de curtíssimo prazo ou alta liquidez.

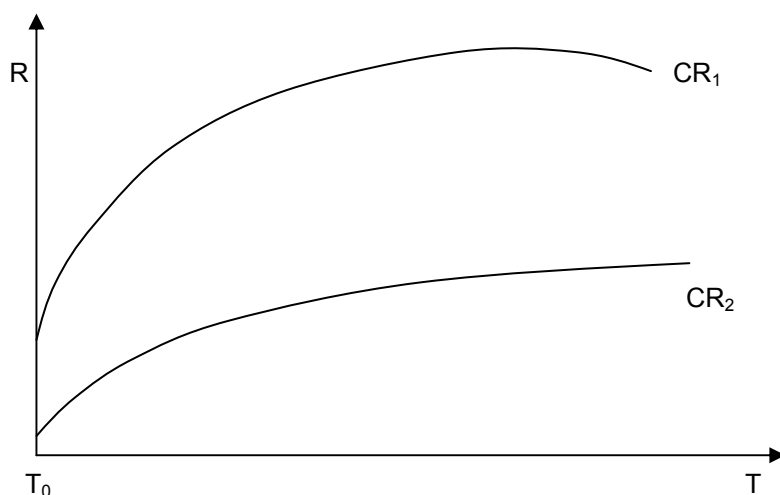
Dado que a poupança pode ser alocada entre papel-moeda, depósitos bancários e títulos, a preferência por liquidez dos agentes é representada pelo soma do estoque de papel-moeda, depósitos bancários de curto prazo e títulos de curto prazo ou alta liquidez. Dessa forma, a poupança agregada da economia não é um indicador adequado para representar a capacidade de financiar o investimento produtivo por três motivos: i) a parcela desta poupança capaz de financiar empreendimentos é representada pela diferença entre a poupança agregada e a preferência por liquidez dos agentes econômicos; ii) a parcela da poupança agregada que direcionada ao investimento é instável visto que a preferência por liquidez dos agentes é condicionada ao grau de incerteza dos agentes; e iii) a capacidade de financiamento de uma economia não está limitado ao seu volume de poupança agregada pois existe a possibilidade de converter papel-moeda, depósitos e títulos de curto prazo no mercado financeiro em fundos de empréstimo de longo prazo (*funding*). (cf. HERMANN 2003, p. 261).

De acordo com o exposto tem-se que o que financia o investimento produtivo no enfoque Pós-Keynesiano é a disponibilidade de liquidez e não a poupança agregada. Para que haja uma expansão nos fundos destinados ao financiamento é necessário que uma parcela dos detentores de riqueza tenham uma redução na sua preferência por liquidez. Essa redução poderá ocorrer de forma endógena, diminuindo-se os riscos e a incerteza futura ou ainda de maneira exógena por parte das autoridades monetárias (expansão de liquidez).

## 2.4. CURVA DE RENDIMENTOS: TAXAS DE JUROS DE CURTO E LONGO PRAZO

A estrutura a termo das taxas de juros de títulos de curto e longo prazo com condições de mercado equivalentes quanto a risco, tributação e regulamentação é demonstrado por meio de uma curva de rendimentos. Dado o enfoque Pós-Keynesiano no que se refere à incerteza futura e à demanda por liquidez como meio de proteção contra eventuais imprevistos, ao longo do tempo, esta curva terá forma ascendente. Conforme Gráfico 5, o prêmio pela renúncia à liquidez (taxa de juros) no caso de posse de títulos de longo prazo é maior pois há uma dificuldade maior de avaliar as perspectivas de retorno e risco e uma maior exposição ao risco de iliquidez.

GRÁFICO 5 – CURVA DE RENDIMENTOS



FONTE: HERMANN, J. Financiamento de Longo Prazo: Revisão do Debate e Propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. de. **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. 1 ed. Barueri: Manole, 2003.

NOTA: R – taxa nominal de juros do título, T- possíveis prazos de maturidade do título,  $T_0$  – prazo de maturidade do título mais "curto" disponível no mercado, logo  $T_0 > 0$

A taxa de juros do ativo de longo prazo é composta pela média das taxas de curto prazo dos diversos ativos existentes no mercado e pela média da preferência por liquidez exigida dos ativos de longo prazo disponível. A proporção da

preferência por liquidez no mercado na taxa de juros de longo prazo reflete diversas condições de mercado, tais como: expectativas inflacionárias, aumento na taxa de juros de curto prazo, concorrência de mercado e ainda condições institucionais e legais.

A concavidade da curva de rendimentos indica que há um limite ao aumento dos juros à medida que o prazo aumenta, isso se dá devido à limitação da eficácia da preferência por liquidez como fator compensador ao risco de iliquidez. Logo, se define que existe uma preferência por liquidez e taxa de juros de longo prazo máximo para cada cenário do mercado financeiro. Ao atingir este nível o prazo de títulos está próximo da tolerância máxima dos investidores e cessa a demanda por títulos de longo prazo e passa a se concentrar em títulos de curto prazo ou papel-moeda.

## 2.5. EFICIÊNCIA E FUNCIONALIDADE DE UM SISTEMA FINANCEIRO<sup>30</sup>

Na literatura Pós-Keynesiana o papel do SF em criar moeda à medida que os empreendedores da economia queiram aumentar o fluxo real de investimento é essencial para o crescimento de uma economia. Um SF moderno deve ser organizado de tal forma a atender às necessidades dos envolvidos no processo de formação de capital. Isto significa que o SF deverá ser preparado para fornecer o *finance* demandado para compra e remuneração de insumos e fatores para iniciar o processo de investimento e ainda possibilitar que estas dividas dos investidores sejam consolidadas a longo prazo – *funding*. (cf. CARVALHO 1997, p.472). Enfoca-se também que dado o nível constante da preferencia por liquidez da população, os bancos detêm uma posição essencial na transição de um nível econômico baixo

---

30 Em esta análise focada no financiamento ao investimento e no processo de formação de capital, os conceitos de eficiência e funcionalidade de um SF são considerados equivalentes, visto que não cabe nesta monografia a discussão a respeito da eficiência contábil ou de custo das IFs ou do próprio SF.

para um nível superior.

Um SF é definido eficiente e funcional para o crescimento e desenvolvimento se ele amplia o uso de recursos existentes de uma economia ao custo mínimo e com o menor aumento possível de fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam, por motivos puramente financeiros, atrasar ou impedir o processo de crescimento. Ressalta-se que crescimento econômico é necessário, porém não suficiente para alcançar um estado de desenvolvimento e bem estar (cf. STUART, 1994, p. 21). Há duas dimensões importantes a serem consideradas ao tratar de eficiência financeira: a macroeconômica e a microeconômica.

A primeira dimensão trata de estabilidade do SF, tanto como sistema de pagamentos como intermediário bancário. A eficiência macroeconômica de uma estrutura financeira deverá ser julgada pela sua *performance* em financiamento e poupança, ou seja, a quão bem esta estrutura apoia um crescimento financeiramente estável. Essa eficiência ocorre quando um há mercado secundário desenvolvido que promove operações de *funding* e assim estimula que empresas produtivas emitam papéis e títulos para consolidar seus investimentos. Um SF macroeconomicamente eficiente tem o poder de criar crédito e mecanismos de *funding* capazes de sustentar um processo de crescimento. Keynes alerta que para isso os mercados devem ser desenvolvidos e terem estratégias de monitoramento a longo prazo e não somente incentivos a curto prazo.

A dimensão microeconômica considera a eficiência de um mercado financeiro como sendo: a habilidade de disponibilizar *finance* e *funding* aos investidores ao custo mais baixo possível e ainda provisionar capital aos investimentos que promovem as perspectivas nacionais de desenvolvimento, isso também inclui uma discussão sobre desenvolvimento sustentável. Este conceito não deverá ser confundido com o conceito de TOBIN (1984)<sup>31</sup> que se refere à eficiência

---

<sup>31</sup> TOBIN, J. On the Efficiency of the Financial System. **Lloyds Bank Review**, v.153, p. 1-15, 1984.

de custo no processo de intermediação entre os últimos emprestadores e tomadores do financiamento (cf. STUART, 1995, p.284).

Destaca-se que as eficiências macro e microeconômicas são contingentes ou independentes entre si, ou seja, um SF pode ter mecanismos de financiamento e *funding* desenvolvidos, no entanto intermediar o processo financeiro a custos altos ou ainda fornecer crédito a projetos com alto risco ecológico. Uma estrutura financeira pode ainda ser sofisticada tecnologicamente, porém altamente ineficiente em termos macroeconômicos. Também é importante frisar que o desenvolvimento de um mercado financeiro não é uma condição necessária ou suficiente para a consolidação eficiente de obrigações (*funding*) visto que o sucesso dos bancos de investimento em emitir e vender papéis depende da propensão marginal a comprar papéis da população, dada a taxa de juros de longo prazo existente. Se esta propensão for menor do que uma unidade, há uma parcela da população que deseja reter moeda, logo haverá emissões que não serão vendidos. Os bancos de investimento não terão sucesso em consolidar todos os projetos de investimento emitidos no mercado à taxa de juros de longo prazo antecipado ao investidor, o compromisso do banco com o investidor existe independentemente do resultado das vendas dos papéis emitidos. Nesta situação o custo de *funding* será elevado, reduzindo as expectativas de lucratividade e conseqüentemente o volume futuro de investimento a longo prazo (cf. DAVIDSON 1986, p. 109).

Um SF eficiente e funcional inserido em uma economia monetária deverá ter a inclinação de fornecer financiamento de tal forma a possibilitar um empreendedor a realizar despesas de investimento e canalizar poupança direta ou indiretamente para então ter a capacidade de consolidar suas dívidas posteriormente. Eficiência financeira significa ter a capacidade de satisfazer as necessidades por poder de compra e demanda de bens de capital dos investidores, sem pressionar uma redução nos preços dos *securities* (como aconteceria caso a colocação destes papéis e títulos fosse antes da poupança). Também se salienta que uma IF é eficiente se responde adequadamente aos incentivos que o contexto



em que ela opera lhe coloca (cf., CARVALHO, 1995, p.25).

Para Keynes, uma estrutura financeira funcional e eficiente será capaz de criar financiamento na quantidade e termos que permite aos empreendedores esperar pelo melhor momento para consolidar suas dívidas ou que alivia o peso através da transferência dessa dívida para outra instituição.

Crescimento sustentado e desenvolvimento econômico para Keynes, exige um volume crescente de *finance* para atender um volume crescente de projetos de investimentos. Neste caso o SF deverá atender a dois critérios de eficiência e funcionalidade (cf. CARVALHO 1997, p. 472): i) possuir uma oferta elástica de financiamento de modo a acomodar planos crescentes de investimento; e ii) criação de canais financeiros diretos e indiretos capazes de consolidar as dívidas de curto prazo contraídas para o projeto de investimento. O primeiro critério é reservado aos bancos visto que são criadores de moeda, como a teoria Pós-Keynesiana insiste, essa é uma operação que não envolve recursos reais ou poupança, apenas a criação de *finance* para atender as necessidades dos empreendedores da economia. Se este critério não é cumprido há a necessidade de elevar a taxa de juros para acalmar a demanda por *finance*, no entanto com isso ocorre uma queda no nível de investimento e crescimento. O segundo critério envolve bancos e IFs não bancárias pois se trata da consolidação da dívida de curto em longo prazo. Um investidor ao obter *finance* de curto prazo deverá estar amparado com a possibilidade e a certeza de que poderá emitir títulos de longo prazo por meio de uma IF para amortizar a sua dívida de acordo com a maturidade do seu projeto de investimento.

A observação e criação de novas oportunidades de investimento produtivo, buscar oportunidades em setores que geralmente não são observadas ou são negadas de atenção, é também eficiência (cf. PATEL<sup>32</sup>, 1994, citado por STUART

---

<sup>32</sup> PATEL, I.G. Keynotes to the Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics. **World Bank**, Washington DC, p.19-52, 1994.

2001, p. 286).

A economia Pós-Keynesiana determina expansão de crédito não como um desequilíbrio, mas sim um dos meios mais importantes através dos qual uma economia pode acumular capital e crescer. Logo a expansão de crédito é uma condição *sine qua non* para o crescimento econômico. Um SF é dito funcional se sua operação contribui para se alcancem certos objetivos que a sociedade defina como desejáveis, o maior deles sendo o crescimento econômico, ou seja a expansão é uma condição necessária, porém não suficiente para que um SF seja considerado funcional no contexto Pós-Keynesiano (cf. CARVALHO, 2003, p. 9).

## 2.6. CONCLUSÕES

Para explicar o processo de financiamento ao investimento em uma ótica Pós-Keynesiana, foi apresentado um breve histórico a respeito da determinação da taxa de juros e as suas relações com a poupança e o investimento. A teoria “clássica” apresenta a taxa de juros como sendo uma remuneração pela abstinência ao consumo e pelo ato de poupar, posteriormente por meio da TFE foi definido como o preço do crédito (cf. CARVALHO 1997, p. 461). Todo projeto de investimento é necessariamente precedido por poupança, e é o nível da poupança agregada que determina o investimento produtivo da economia.

Já a teoria monetária de Keynes apresenta um ideal financiamento ao investimento inovador. A taxa de juros é vista como um prêmio pela liquidez e o preço do dinheiro em si, dado que este é visto como meio de troca e reserva de valor. A TPL é utilizada para a determinação da taxa de juros a partir dos motivos por demandar moeda ou liquidez (transação, precaução, especulação e posteriormente *finance*). A taxa de juros passa então ser o fator estabilizador entre a demanda por moeda e a sua oferta. O processo de investimento e formação de capital não necessita de poupança apenas liquidez que é criada pelos bancos nas operações de empréstimo. Após a implementação do projeto de investimento o

mesmo volume em poupança é criado via efeito multiplicador de renda.

A economia Pós-Keynesiana apresenta um arcabouço teórico estilizado em que o processo de formação de capital ocorre por meio do circuito *finance* – investimento – poupança – *funding* e as IFs passam a ter definições diferentes de eficiência e funcionalidade. A etapa inicial do processo de formação de capital depende tão e somente da disponibilidade de uma IF conceder um empréstimo de curto prazo para atender as necessidades do empreendedor durante a produção dos bens de capital. O fluxo de investimento real inicia-se após a implementação do projeto de investimento e é seguido por um fluxo de poupança real. A última etapa deste processo refere-se à consolidação do passivo do empreendedor com o ativo, visto que o empréstimo tomado é de curto prazo e os retornos esperados do projeto de investimento são de longo prazo. Por meio do mercado financeiro emite-se títulos da dívida, a renda obtida com a venda destes títulos no mercado secundário é revertida para o pagamento do empréstimo de curto prazo. Neste momento o investidor está com a maturidade de seus fluxos de pagamento (empréstimo de longo prazo) e recebimento (rentabilidade esperada) casada.

Por meio deste circuito percebe-se que não há necessidade prévia de poupança para o investimento, somente liquidez e mercados financeiros desenvolvidos. Neste contexto as IFs são classificadas como eficientes e funcionais se atendem às necessidades dos empreendedores, fornecendo *finance* e *funding* na medida certa. Para tanto as IFs deverão fornecer empréstimos de curto prazo para permitir a implementação inicial do projeto de investimento e ainda canalizar a poupança criada com este processo de forma a permitir a consolidação das dívidas.

Inovações financeiras no SF e nas IFs participantes<sup>33</sup> tais como globalização, desenvolvimento do mercado de derivativos e *securities* e o crescimento dos investidores institucionais contribuem para fortalecer a validade dos argumentos de *finance* e *funding* inseridos na teoria Pós-Keynesiana (cf.

---

<sup>33</sup> Estas inovações serão melhor descritas no próximo capítulo.

CARVALHO 1997, p. 485).

### **3. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Temos como objetivo nesse capítulo: i) apresentar um histórico da evolução do SFN em relação aos órgãos e IFs criadas, operações realizadas e devidas regulações; ii) mostrar a composição do SFN e as funções das IFs nela inseridas; iii) apontar as principais tendências de evolução do SFN dentro dos padrões mundiais; e iv) relatar as principais deficiências do SFN.

#### **3.1. EVOLUÇÃO**

##### **3.1.1 Reforma do SFN da década de 60 e 70**

A primeira grande reestruturação do SFN foi durante o Governo de Humberto de Castello Branco<sup>34</sup>, ao serem aprovados três documentos que estabeleceram a base legal do sistema: i) a Reforma Bancária (Lei 4.595 de 31/12/1964); ii) a Reforma Habitacional, criando o sistema financeiro de habitação (Lei 4.380 de 21/08/1964); iii) a Reforma do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais (Lei 4.728 de 14/07/1965). Tal reforma financeira teve como inspiração o modelo norte americano, por meio da especialização das funções das IFs e da vinculação da captação com aplicação, ou seja, um mercado financeiro segmentado.

A reforma tinha como objetivo manter um papel importante para os bancos públicos, e paralelamente introduzir no SFN um canal de financiamento privado apoiado pelo mercado de capitais, como no modelo norte americano. No entanto para que isso pudesse ser realizado era necessário estabelecer uma regulamentação de mercado e criar condições para o acesso de financiamento a

---

<sup>34</sup> Tal governo tinha como Ministro da Fazenda Otávio Gouveia de Bulhões e Ministro do Planejamento Roberto de Oliveira Campos.

longo prazo no mercado financeiro. A falta de financiamento a longo prazo no Brasil era justificada, antes da reforma, pela existência de “repressão financeira”, alimentado pela alta inflação e taxa de juros nominal limitada pela Lei da Usura (12% a.a.), sendo assim ativos de longo prazo tinham um retorno real baixo ou até negativo.

Seguem os aspectos de maior relevância das leis da Reforma do SFN acima citados:

- a) Lei 4.595 – cria-se o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (Bacen) suas normas operacionais e procedimentos além de extinguir a Caixa de Amortização, as Carteiras de Redesconto, a Caixa de Mobilização Bancária e a fiscalização que funcionava no Banco do Brasil, essas atividades então foram transferidas ao Bacen, inclusive a política cambial e a administração das reservas internacionais. Cabe então ao Bacen conceder autorização para o funcionamento das IFs bem como exercer a fiscalização e aplicar as penalidades previstas. O Bacen se tornou autorizado a adquirir diretamente letras do tesouro Nacional com emissão de moeda, operacionalizar a compra e venda de títulos públicos como instrumento da política monetária (com objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros) e ainda criar recolhimentos compulsórios sobre depósitos das IFs;
- b) Lei 4.380 – foi criado o Banco Nacional da Habitação (BNH), órgão gestor do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) que era destinada a fomentar a construção de casas populares, obras de saneamento e infra-estrutura urbana;
- c) Lei 4.728 – estabelece normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de financiamento ao investimento destinado a apoiar o desenvolvimento nacional e atender à crescente demanda por crédito. Introdução da cláusula de correção monetária nas

operações financeiras e a regulamentação das operações das sociedades de capital aberto, bancos de investimento, corretoras de valores e ainda institui um padrão para os principais instrumentos do mercado de capitais (ações, obrigações, debêntures, etc.).

Houve ainda algumas outras leis que auxiliaram na reestruturação no SFN como: a lei da Correção Monetária (4.357/1964) que instituiu normas para a indexação de débitos fiscais e criou títulos públicos com correção monetária, a lei da CVM (6.385/1976) em que se criou a Comissão de Valores Mobiliários, responsável pela regulamentação e fiscalização das atividades relacionadas ao mercado de valores e a Lei das S.A. (6.404/1976) que estabelece regras claras quanto ao funcionamento, estrutura e constituição das sociedades abertas, além de delimitar as obrigações e direitos dos acionistas e empresas<sup>35</sup>.

Entre as dezenas de resoluções e decretos passados entre 1965 e 1970 os aspectos mais importantes da reorganização do SFN são (cf. TAVARES, 1982, p. 220):

- a) a estruturação de um subsistema financeiro de habitação capaz de captar recursos junto ao público por meio das sociedades de crédito imobiliário e carteiras imobiliárias nas financeiras;
- b) regulamentação dos bancos de investimento quanto às operações de crédito de médio e longo prazo, captação de recursos, repasses de empréstimos, subscrição de ações e debêntures, colocação de títulos de cambio, operações de *underwriting* e limites de capital mínimo entre outros;
- c) reformulação do sistema operacional das financeiras através da limitação do fornecimento de crédito ao consumidor além da substituição das letras de cambio com deságio antecipado por títulos

---

<sup>35</sup> A Nova Lei das S.A. (10.303/2001) consolidou as leis 6.404/1976 e 6.385/1976, melhorando a proteção aos minoritários e dando força à CVM.

- com correção monetária futura;
- d) regulamentação dos consórcios e outras agências captadoras de poupança público de modo a proteger a população;
  - e) regulamentação e modernização da Bolsa de Valores e suas operações, de forma a proporcionar uma dinamização do mercado e assim permitir um maior volume de operações com certa regularidade;
  - f) estímulo às sociedades de capital aberto e operações de *underwriting* devido a incentivos fiscais.

Visto que os objetivos da reforma do SFN das décadas de sessenta e setenta foram diversificar e especializar as funções de intermediação financeira, com o propósito realizar uma expansão e modernização do SFN, as principais IFs criadas com estas reformas foram: i) bancos comerciais que além de serem as únicas instituições captadoras de depósitos à vista, recebem depósitos a prazo e suas operações ativas concentram-se no crédito de curto prazo, fornecendo capital de giro para as empresas através do desconto de duplicatas; ii) bancos de investimento que originalmente possuíam permissão para receber depósitos a prazo não inferiores a um ano, com cláusula de correção monetária, e conceder empréstimos de prazo superior a um ano; iii) sociedades de crédito financiamento e investimento, especializados em fornecer crédito ao consumidor, captando recursos através de letras de cambio. iv) sociedades de crédito imobiliário, especializadas em fornecer crédito imobiliário, têm como principal fonte de recursos os depósitos em caderneta de poupança (aplicação a prazo com correção monetária, renovável automaticamente cujo saque antes do prazo implica em perda do rendimento e da correção monetária). Essas IFs dariam condições para novas formas de captação de recursos financeiros.

A reforma bancária das décadas de sessenta e setenta teve sucesso na diversificação do SFN visto o número e tipologias das IFs aumentaram, houve também um aprofundamento da intermediação financeira por meio de um crescimento de empréstimos bancários como proporção do PIB e ainda a parcela

dos bancos comerciais no mercado de empréstimos decresceu devido à instalação de IFs não bancárias, sugerindo dessa forma certo progresso nas operações de longo prazo (cf. HERMANN, 2000, p. 6). A eficácia do SFN foi confirmada devido a um crescimento extraordinário do PIB durante o “milagre econômico”, tal crescimento nunca poderia ter acontecido sem essa reforma.

A reforma bancária produziu um grau de especialização de funções aliada a uma diversificação de instrumentos, tendo assim uma modernização operativa e um funcionamento melhor do mercado monetário e creditício, além de um mercado de capitais institucionalizado. Os setores público e privado presenciaram uma expansão da liquidez e a população de classe média ampliou e diversificou seu consumo de bens duráveis. No entanto os setores necessitados de financiamento a longo prazo estavam à mercê de fundos especiais (nacionais ou estrangeiros) ligados às agências de desenvolvimento, embora houvesse a criação de instrumentos públicos de financiamento para esses fins (cf. TAVARES, 1982, p.214).

O SFN não operava de fato como concebido na reforma por quatro motivos: i) a diversificação estrutural baseada IFs especializadas não correspondeu à proposta de segmentação de mercado, mas sim a uma estrutura bancária mais concentrada que a anterior; ii) bancos de investimento não se tornaram fornecedores ou agentes intermediários de crédito de longo prazo, mas sim de crédito destinado a uso como capital de giro; iii) depósitos de longo prazo não se transformaram numa fonte significativa de recursos para instituições privadas; iv) o mercado de capitais não se tornou um meio importante de financiamento ao investimento (cf. HERMANN, 2002, p. 6).

Sobre a primeira reestruturação do SFN TAVARES (1982, p.217) afirma que:

Na verdade, a trajetória do recente desenvolvimento financeiro no Brasil, a despeito de haver resolvido em forma relativamente heterodoxa os problemas fundamentais de liquidez ou de financiamento corrente das empresas, do déficit governamental e do financiamento de consumo, não parece ter logrado, até agora, um aumento substancial da taxa real de poupança interna. Deste modo, se tem frustrado a esperança, frequentemente expressada em documentos “apologéticos” sobre o desenvolvimento do mercado de



capitais, de que este se destinaria a aumentar a taxa de poupança-investimento da economia. Em compensação, o que verdadeiramente se está conseguindo na atual etapa de reestrutura do mercado financeiro é o cumprimento de sua *funcionalidade primordial*, qual seja a de permitir uma maior mobilidade de recursos financeiros e sua subsequente centralização em favor daquelas atividades que apresentam taxas de rentabilidade mais altas ou melhores perspectivas de poder competitivo no mercado nacional ou internacional.

O fortalecimento dos bancos privados na década de 70 não resultou na formação de um sistema privado desenvolvido para o acesso ao crédito. Barreiras para o investimento a longo prazo foram acentuadas em virtude do desequilíbrio macroeconômico, logo havia um contexto desfavorável ao investimento e endividamento. O setor privado não financeiro passou a utilizar do recurso de *mark-up* para o autofinanciamento, reduzindo as oportunidades do SFN (cf. HERMANN 2002, p. 8). Dessa forma o setor privado “superfaturava” as suas vendas e utilizava do recurso adicional em projetos de investimento e outras necessidades financeiras, passando a não buscar o setor bancário para estes fins.

Há três fatores fundamentais que levaram ao fracasso da primeira reforma do SFN (cf. HERMANN, 2002, p.7 e HERMANN, 2003, p.245): i) falhas no diagnóstico do problema financeiro das economias em desenvolvimento; ii) incapacidade de administrar a política financeira; iii) processo inflacionário persistente. A primeira razão se dá devido ao entendimento precário das fontes da repressão financeira nos países em desenvolvimento e inclusive no caso brasileiro. Era entendido que a insuficiência do financiamento a longo prazo no País era atribuída ao volume baixo de poupança doméstica e ao nível baixo da taxa real de retorno dos ativos, na realidade o volume baixo de financiamento a longo prazo se dava devido à falta de aplicações de longo prazo e a falta de incentivo para tais. Já a incapacidade de administrar a política financeira advém do afrouxamento das autoridades monetárias no que se diz respeito à emissão de títulos pelos bancos de investimento, inicialmente tais bancos eram permitidos a emitir apenas títulos de longo, no entanto, por conta da inflação isso foi ajustado permitindo a emissão de títulos de curto prazo. Estas IFs passaram a atuar no mesmo segmento de mercado

que os bancos comerciais e as financeiras, tendo as mesmas condições de captação de recursos. O setor bancário privado inicia um processo de concentração e deu lugar a conglomerados financeiros. Por último a questão da inflação que atingia níveis altíssimos e a correção monetária não atuava como mecanismo eficiente de proteção da renda real.

### 3.1.2 Reforma do SFN de 1988

A configuração do SFN desenhada a partir das reformas de 1964 sofreu inúmeras mudanças, a primeira delas com a edição da Resolução 1.524 de 21/09/1988 que buscou transformar um SF formado por IFs especializadas e condicionadas à prática de operações específicas em um SF constituído por instituições universais<sup>36</sup>. Nestas instituições, denominadas na literatura brasileira de bancos múltiplos, todos os serviços financeiros podem ser oferecidos, embora haja uma diferenciação na organização funcional e administrativa em relação à condução de negócios e operações. Permite então que os bancos comerciais, de investimento ou desenvolvimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, se reorganizassem como uma única IF, o banco múltiplo ou universal. Este tipo de banco tem que ter, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas obrigatoriamente comercial ou de investimento.

Mesmo tendo como uma das conseqüências dessa resolução a redução do número de IFs especializadas (se tornaram instituições universais), houve um afrouxamento das barreiras de entrada com política de eliminação de cartas patentes<sup>37</sup> e a criação de bancos múltiplos, tendo dessa forma um crescimento no

---

<sup>36</sup> Tornou-se possível a unificação das IFs graças ao Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro (Cosif) do Bacen, em que diferentes IFs poderiam operar juntas não somente no mesmo espaço físico, mas no mesmo plano contábil.

<sup>37</sup> Artigo 1920 da Constituição estabeleceu que a autorização para o funcionamento de uma IF seria inegociável e intransferível, permitindo, todavia a transmissão do controle de pessoa

## numero de estabelecimentos bancários em geral (Tabela 1).

TABELA 1 - INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS OPERANTES NO BRASIL - 1964 - 1996 (1)

ANO	BANCOS							BANCOS DE INVESTIMENTO	BANCOS FEDERAIS DE DESENVOLVIMENTO	BANCOS REGIONAIS DE DESENVOLVIMENTO	COMPANHIAS FINANCEIRAS	OUTRAS IFs	TOTAL
	TOTAL	BANCOS COMERCIAIS			BANCOS MÚLTIPLOS								
		TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS						
1964	336	336	312	50	-	-	-	-	2	1	134	26	499
1968	224	224	196	54	-	-	-	21	2	3	251	1005	1506
1972	128	128	100	34	-	-	-	44	3	10	157	1398	1740
1976	116	116	79	43	-	-	-	39	3	12	135	1371	1676
1980	111	111	84	32	-	-	-	39	3	13	115	1286	1567
1984	111	111	83	33	-	-	-	39	3	13	112	1382	1660
1988	106	106	77	34	-	-	-	56	2	13	107	1501	1785
1989	179	66	39	28	113	108	6	36	2	12	70	1578	1877
1990	216	50	32	20	166	155	10	23	1	10	51	1555	1856
1993	242	36	31	7	206	183	23	17	1	6	40	1573	1879
1996	237	38	34	4	199	173	26	17	1	5	44	1127	1431

FONTE: STUDART, R. Financial Opening and Deregulation in Brazil in 1990s Moving Towards a New Pattern of Development Financing?

*The Quarterly Review of Economics and Finance*, v.40, p.25-44, 2000.

NOTA: ND - Dado não disponível.

(1) Anos selecionados.

A criação dos bancos múltiplos tornou oficial o que seria a estrutura do mercado financeiro, isso é um mercado baseado em crédito<sup>38</sup> dominado por poucos conglomerados financeiros, ou seja, dominado pelos bancos múltiplos (Tabela 2), todos com propensão a efetivar operações de curto prazo.

Houve uma fase de liberalização externa em que através de diversas medidas provisórias houve uma série de mudanças tais como: i) criação de fundos de investimento nas quais residentes do exterior eram permitidos a aplicar recursos; ii) instituições de investimento estrangeiras passaram a comercializar títulos e *securities* domésticos; iii) permitiu-se o uso de recibos de depósito para representar *securities* brasileiras no exterior; e iv) abertura do mercado brasileiro para a expansão de IFs estrangeiras já existentes e a ingresso de novas (principalmente bancos múltiplos e de investimento). Devido a essas mudanças no SFN e o retorno

---

jurídica, acabando com a carta patente e removendo a barreira para a entrada de novas empresas no SFN.

<sup>38</sup> Predomino das relações de crédito, no entanto não necessariamente dominados por bancos comerciais. Há relações diretas entre aplicadores e tomadores estabelecidas no mercado de capitais que são viabilizados apenas quando é possível desenvolver-se sistemas legais suficientemente sofisticadas para que as características comuns a cada tipo de transação possam ser identificadas e codificadas em títulos financeiros.

de capital doméstico que “fugiu” na década de oitenta houve um aumento enorme no fluxo de entrada de capitais. Houve um então um aumento das reservas nacionais que permitiu um plano de estabilização baseado na taxa de câmbio, o Plano Real. No que se refere ao mercado interno, o processo de liberalização externa foi benéfica, pois estimulou o desenvolvimento do mercado de capitais secundário, que por sua vez criou condições para a expansão do processo de emissão de *securities* na medida em que a estabilidade de preços se concretizava e o nível de investimento crescia (cf. STUDART, 2000, p. 33).

TABELA 2 – EMPRÉSTIMOS DO SFN, DISTRIBUIÇÃO POR INSTITUIÇÃO FINANCEIRA (%) - 1964 - 1997 (1)

ANO	SISTEMA MONETÁRIO								BANCOS DE INVESTIMENTO	BNDES	OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	PÚBLICAS	PRIVADAS	TOTAL EM % PIB
	TOTAL	BANCO DO BRASIL	BANCOS COMERCIAIS			BANCOS MÚLTIPLOS								
			TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS						
1964	80.8	29.5	51.3	ND	ND	-	-	-	-	4.3	10	ND	ND	13.4
1968	66.6	23.2	43.4	13	30.4	-	-	-	5.4	3.4	24.6	66.2	33.8	26.1
1972	53.1	19.7	33.4	9.7	23.7	-	-	-	12.6	2.2	32.1	58	42	44.2
1976	50.3	23.3	26.9	9.9	17	-	-	-	10	6.2	33.5	63.4	36.6	56.2
1980	48.8	20.1	28.8	10.7	18.1	-	-	-	10.9	6.5	33.8	62.1	37.9	48.5
1984	35.9	9.5	26.3	5.8	20.5	-	-	-	10	2.5	51.6	56.7	43.3	44.5
1988	46.3	16.2	20.5	2.6	17.9	9.6	9.6	-	4.8	3	45.9	66.6	33.4	63.1
1989	43.7	9.1	6.9	2.2	4.7	27.1	1.9	25.8	2.1	2.2	52.1	83.2	16.8	76.2
1990	61.1	11.9	7.2	3.3	3.9	42	6.4	35.6	2.1	3.5	33.3	79.9	20.1	37.5
1993	74.9	10.5	2.9	0.4	2.6	61.5	17.2	44.3	0.9	3	21.2	79	21	ND
1997	75.7	8.7	2.1	1.9	0.2	64.8	17.9	46.9	0.3	2.5	19.5	75.4	24.6	54.4

FONTE: STUDART, R. Financial Opening and Deregulation in Brazil in 1990s Moving Towards a New Pattern of Development Financing?

The Quarterly Review of Economics and Finance, v.40, p.25-44, 2000.

NOTA: ND - Dado não disponível.

(1) Anos selecionados.

O CMN, por meio da Resolução 2.099 de 17/08/1994 regulamentou as normas que implementam o Acordo de Basiléia (1988), enquadrando o SFN dentro dos padrões internacionais. Foram então estabelecidos limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido para os bancos comerciais, de investimento e desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário, financeiras, bancos múltiplos e IF estrangeiras. Posteriormente em junho de 1997, foi elevada a exigência de capital mínimo das instituições financeiras, por meio da Resolução 2.399 e ainda houve novo aumento nesse limite por meio da Circular 2.784 de novembro de 1997.

Tais reformas foram essenciais para a estabilização do sistema financeiro, principalmente devido à perda da receita inflacionária (*floating*). Vale ressaltar que estes ganhos só se tornaram possíveis devido a períodos de inflação galopante e

num contexto econômico altamente indexado (cf. STUART, 2000, p. 33). Nos primeiros meses, a perda de receitas com o *floating* foi compensada pelos níveis altos de custos fixos e um aumento de operações de crédito (direcionados a fomentar o consumo). Essa expansão de crédito para consumo permitiu um aumento na demanda por bens de consumo logo após a implementação do Plano Real<sup>39</sup>. No entanto, no segundo trimestre de 1995 houve uma desaceleração no crescimento em virtude da adoção de uma política monetária e creditícia restritiva.

A expansão rápida de crédito, taxas de juros altas um crescimento do desemprego provocaram um aumento de inadimplência. Devido a basicamente esse fato o SFN passou por diversas dificuldades após a implementação do Plano Real, mesmo com as suas propostas políticas para evitar riscos sistêmicos e reestruturar o setor bancário.

Tais medidas voltadas para reestruturação e fortalecimento do SFN eram: a Medida Provisória (MP) 1.179 de novembro de 1995 que criou incentivos fiscais para a incorporação de IFs, a MP 1.182 também de novembro de 1995, que ampliou os poderes do Bacen, de maneira que realizasse ações preventivas para sanear o SFN (transferência do controle acionário ou reorganização societária por meio de incorporação, fusão ou cisão de IFs com problemas de liquidez), posteriormente em março de 1997 esta MP foi convertida na Lei 9.447 e o Bacen passou a ser autorizado a desapropriar ações do controlador de tal grupo financeiro e efetuar a sua venda por meio de oferta pública.

Também em novembro de 1995, a Resolução 2.208 instituiu o Proer, com o propósito de assegurar a liquidez e a solvência do sistema, sendo então uma linha especial de assistência financeira. Através da Resolução 2.211, o Banco Central

---

<sup>39</sup> O Plano Real entrou em vigor em 01/07/2005 com a finalidade de alinhar os preços e contribuir para que a transição provocada pela reforma monetária fosse menos traumática do que oportunidades anteriores.

aprovou o estatuto e regulamentou o Fundo Garantidor de Crédito (FGC)<sup>40</sup>, que estabelece uma garantia para os depósitos e aplicações, nos casos de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou reconhecimento pelo Bacen de estado de insolvência da instituição financeira após o Plano Real. Ainda em novembro de 1995, a Resolução 2.212 dificultou a constituição de novas instituições financeiras e criou incentivos para a fusão, incorporação e transferência de controle acionário.

Em março de 1996, a Medida Provisória 1.334 instituiu a responsabilidade das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes em casos de irregularidades na instituição financeira. Em julho do mesmo ano, a Resolução 2.302 obrigou os bancos com dependência ou participação societária em instituições financeiras no exterior a apurarem os limites operacionais referentes à Resolução 2.099, definiu-se ainda que o Banco Central passasse a fiscalizar as operações das dependências no exterior em que os bancos tivessem participação. Caso essa fiscalização não seja permitida pelo país estrangeiro, todas as participações do banco no exterior serão deduzidas de seu patrimônio líquido, para fins de apuração dos limites operacionais. Nesse mesmo mês, a Resolução 2.303 permitiu que as instituições financeiras cobrassem tarifas pela prestação de serviços,

---

<sup>40</sup> O FGC é um estabelecimento formal de sistemas de garantia de depósito, foi criado baseado na crescente preocupação das autoridades com a estabilidade do sistema financeiro, que se traduz na implementação de instrumentos adicionais de acompanhamento e controle e a conseqüente formação de redes de proteção ao sistema. Empréstimos de última instância, regulação eficaz, fiscalização eficiente, estrutura legal adequada e proteção direta a depositantes, via um sistema garantidor, são todos componentes dessa rede e visam a manutenção de um sistema bancário sólido e saudável. O FGC tem por objetivos prestar garantia de créditos contra instituições dele associadas, nas hipóteses de: decretação da intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da associada; reconhecimento, pelo Banco Central do Brasil, do estado de insolvência da associada. São associadas compulsoriamente do FGC as instituições financeiras e as associações de poupança e empréstimo em funcionamento no País - não contemplando as cooperativas de crédito e as seções de crédito das cooperativas. O fundamento privado ex-ante é baseado contribuições mensais das associadas o que permite que um nível adequado de capitalização de recursos seja atingido dentro de uma situação de normalidade no Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <[www.fgc.org.br](http://www.fgc.org.br)>.

desde a emissão de um segundo talonário de cheque no mês até outros serviços mais sofisticados. Tal medida se mostrou necessária em virtude da perda de receita pelos bancos com a queda da inflação.

Em maio de 1997, o CMN criou o Sistema Central de Risco de Crédito (Resolução 2.390), e estabelece que as instituições financeiras devam ter acesso ao saldo devedor de cada cliente com o SF, desde que isso seja autorizado pelo cliente, contribuindo assim, para a diminuição das taxas de juros das operações ativas, permite também que o Bacen tenha conhecimento do saldo devedor dos clientes das IFs. Um outro programa instituído em 1997 foi o Proes, direcionado a reestruturar as IFs públicas, foi criado e efetuado pelo Bacen através de empréstimos a essas IFs e dessa forma a reestruturação se tornou mais rápida e facilitada.

Em maio de 1998, a Resolução 2.493 abriu a possibilidade dos bancos venderem parte ou toda a carteira de crédito (inclusive os créditos em atraso ou liquidação) a sociedades anônimas denominadas então de Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCF). As CSCFs podem comprar os créditos das IFs e securitizá-los, ou seja, transformá-los em títulos negociáveis. Além de centralizar a cobrança dos créditos adquiridos, reduzindo os custos administrativos. A recuperação do capital emprestado fica então facilitada, estimulando as IFs a ampliarem a oferta de crédito. Em dezembro de 1998, a Resolução 2.554 estabeleceu que as IFs deveriam apresentar ao Bacen um programa para a implantação de sistemas de controles internos, em concordância com o Comitê da Basileia aliada a uma contínua avaliação dos riscos associados às atividades e operações da instituição. Finalmente, em outubro de 2001 o poder de fiscalização da CVM foi consolidado tendo alcance na Bolsa de Mercadorias e Futuros e na Bolsa de Valores.

Houve uma modernização do SFN com esta reforma no que se refere à diversificação operacional de instrumentos, legislação e instituições, porém o ideal da atuação dos bancos múltiplos em todos os segmentos de mercado não foi

atendido pois estas IFs tiveram a tendência de atuar com maior intensidade no segmento dos bancos comerciais, deixando a desejar no que se referia a financiamento de longo prazo.

### 3.2. COMPOSIÇÃO

O Bacen<sup>41</sup> determina a composição do SFN como a seguir:

#### a) Órgãos normativos

- CMN é o conselho de política econômica do País. Responsável pela fixação das diretrizes da política monetária, creditícia e cambial;
- Conselho Nacional dos Seguros Privados (CNSP) é o órgão responsável por fixar as normas de política de seguros privados. Principal atributo é a fixação das características gerais, constituição e limites técnicos das operações Sociedades Seguradoras, de Capitalização e Previdência Privada;
- Conselho de Previdência Complementar (CGPC) órgão que busca integrar a estrutura do Ministério da Previdência Social com as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar;

#### b) Entidades supervisoras

- Bacen é o órgão executivo central do SFN, tendo como responsabilidade cumprir e fazer cumprir as disposições de funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN. É vinculado ao Ministério da Fazenda, sendo executor das orientações do CMN e ainda responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional. Tem como objetivos maiores a liquidez da economia,

---

<sup>41</sup>BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 11 jul. 2005.



manutenção das reservas internacionais, estímulo à formação de poupança e ainda promover o aperfeiçoamento e estabilidade dos SFN. É de sua privativa competência: emitir papel-moeda, executar os serviços do meio circulante, receber recolhimentos compulsórios e voluntários das IFs, realizar operações de redesconto e empréstimo às IFs, regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis, efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais (como instrumento de política monetária), controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país e ainda autorizar o funcionamento e exercer a fiscalização das IFs. O Bacen pode ser considerado como: banco dos bancos por meio das operações de depósitos compulsórios e redescontos de liquidez; gestor do SFN por meio de normas, autorizações, fiscalização e intervenção; executor da política monetária ao controlar os meios de pagamento (liquidez no mercado) e o orçamento monetário ambos sendo considerados como instrumentos de política monetária; banco emissor via emissão e saneamento do meio circulante; e ainda o banqueiro do governo em se tratando de financiamento ao Tesouro Nacional (via emissão de títulos públicos) e administração da dívida pública interna e externa. Cabe ao Bacen ainda ser gestor e fiel depositário das reservas internacionais do País e representar o SFN junto às IFs internacionais;

- CVM deverá garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, evitando manipulação ou fraude e ainda assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido;
- Superintendência de Seguros Privados (Susep) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e é responsável pelo controle e

fiscalização do mercado de seguro, previdência privada aberta e capitalização;

- Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) tem como objetivo regular o cosseguro, o resseguro e a retrocessão, além de promover o desenvolvimento das operações de seguros no País;
- Secretaria de Previdência Complementar (SPC) é o órgão responsável pelo controle e fiscalização dos planos e benefícios e das atividades das entidades de previdência privada fechada;

c) operadores

- instituições financeiras captadoras de depósitos à vista: i) bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das carteiras comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento, sujeitas às mesmas normas legais e regulamentares aplicáveis às instituições singulares correspondentes às suas carteiras e deverá ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima; ii) bancos comerciais são instituições financeiras privadas ou públicas que têm como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazo, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral, ocorre a captação de depósitos à vista e depósitos a prazo; iii) Caixa Econômica Federal é uma instituição assemelhada aos bancos comerciais, podendo captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços. Uma característica distintiva da Caixa é que ela prioriza a concessão de empréstimos e

financiamentos a programas e projetos nas áreas de assistência social, saúde, educação, trabalho, transportes urbanos e esporte; iv) cooperativas de crédito atuam tanto no setor rural quanto no urbano, é uma associação de profissionais que têm os seus eventuais lucros auferidos com suas operações, prestação de serviços e oferecimento de crédito aos cooperados, repartidos entre os associados, estão autorizadas a realizar operações de captação por meio de depósitos à vista e a prazo somente de associados, de empréstimos, repasses e refinanciamentos de outras entidades financeiras, e de doações e podem conceder crédito, somente a associados, por meio de desconto de títulos, empréstimos, financiamentos, e realizar aplicação de recursos no mercado financeiro;

- demais instituições financeiras são: i) agências de fomento que têm como objeto social a concessão de financiamento de capital fixo e de giro associado a projetos, porém não podem captar recursos junto ao público, recorrer ao redesconto, ter conta de reserva no Banco Central, contratar depósitos interfinanceiros na qualidade de depositante ou de depositária e nem ter participação societária em outras instituições financeiras. ii) bancos de desenvolvimento controlados pelos governos estaduais têm como objetivo proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e a longo prazo, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social do respectivo Estado. iii) bancos de investimento são IF especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo, de giro e de administração de recursos de terceiros. Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de

investimento por eles administrados. iv) O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem como objetivo apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país, suas linhas de apoio contemplam financiamentos de longo prazo a custos competitivos, para o desenvolvimento de projetos de investimentos e para a comercialização de máquinas e equipamentos novos, fabricados no país, bem como para o incremento das exportações brasileiras. Contribui, também, para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais. v) companhias hipotecárias são IFs que têm por objeto social conceder financiamentos destinados à produção, reforma ou comercialização de imóveis residenciais ou comerciais aos quais não se aplicam as normas do SFH. vi) sociedades de crédito, financiamento e investimento são IFs privadas que têm como objetivo básico a realização de financiamento para a aquisição de bens, serviços e capital de giro, a captação de recursos é por meio de aceite e colocação de Letras de Câmbio. v) sociedades de crédito imobiliário são IFs criadas para atuar no financiamento habitacional. Suas operações ativas são: financiamento para construção de habitações, abertura de crédito para compra ou construção de casa própria, financiamento de capital de giro a empresas incorporadoras, produtoras e distribuidoras de material de construção. vi) sociedades de crédito ao microempreendedor são entidades que têm por objeto social exclusivo a concessão de financiamentos e a prestação de garantias a pessoas físicas, bem como a pessoas jurídicas classificadas como microempresas, são impedidas de captar, recursos junto ao público, bem como emitir títulos e valores mobiliários destinados à colocação e oferta públicas.

- outros intermediários financeiros e administradores de recursos de

terceiros: i) administradoras de consórcio são prestadoras de serviços relativos à formação, organização e administração de grupos de consórcio, coleta de poupança com vistas à aquisição de bens, conjunto de bens ou serviço turístico, por meio de autofinanciamento. ii) sociedades de arrendamento mercantil têm como função a emissão de debêntures, dívida externa, empréstimos e financiamentos de IFs. iii) sociedades corretoras de câmbio têm por objeto social exclusivo a intermediação em operações de câmbio e a prática de operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes. iv) sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários têm como objetivos: operar em bolsas de valores, subscrever emissões e comprar e vender títulos e valores mobiliários no mercado, encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários, exercer funções de agente fiduciário, emitir certificados de depósito de ações e debêntures, intermediar operações de câmbio, praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes em bolsas de mercadorias e de futuros e ainda realizar operações compromissadas. v) fundos de investimento são administrados por corretoras ou outros intermediários financeiros com o objetivo de propiciar aos condôminos valorização de quotas, a um custo global mais baixo. vi) sociedades de crédito imobiliário. vii) sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários exercem as seguintes atividades: intermedeiam a oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado, administram e custodiam as carteiras de títulos e valores mobiliários, operam no mercado acionário, fazem a intermediação com as bolsas de valores e de mercadorias; efetuam lançamentos públicos de ações; operam no mercado aberto e intermedeiam operações de câmbio.

- bolsas de mercadorias e futuros são associações privadas civis, sem

finalidade lucrativa, com objetivo de efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas (*hedging, ante* flutuações de preço de commodities agropecuárias, índices, taxas de juro, moedas e metais) em pregão ou em sistema eletrônico. Para tanto, devem desenvolver, organizar e operacionalizar um mercado de derivativos livre e transparente. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa e são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários;

- bolsas de valores são associações privadas civis, sem finalidade lucrativa, com objetivo de manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários pertencentes a pessoas jurídicas públicas e privadas, em mercado livre e abertas, organizadas e fiscalizadas por seus membros e pela Comissão de Valores Mobiliários;
- sociedades seguradoras são entidades, constituídas sob a forma de sociedades anônimas, especializadas em pactuar contrato, por meio do qual assumem a obrigação de pagar ao contratante (segurado), ou a quem este designar, uma indenização no caso em que advenha o risco indicado e temido, recebendo, para isso, o prêmio estabelecido;
- sociedades de capitalização são entidades constituídas sob a forma de sociedades anônimas, que negociam contratos (títulos de capitalização) que têm por objeto o depósito periódico de prestações, o contratante depois de cumprido o prazo contratado, terá o direito de resgatar parte dos valores depositados corrigidos por uma taxa de juros estabelecida contratualmente;
- entidades abertas de previdência complementar são constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas e têm por objetivo instituir e operar planos de benefícios de caráter previdenciário

concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único, acessíveis a quaisquer pessoas físicas.

- entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) são organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos e são acessíveis, exclusivamente, aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas ou aos servidores do setor público;

Segue figura ilustrativa da composição do SFN.

<b>Órgãos Normativos</b>	Conselho Monetário Nacional – CMN	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Secretaria de Previdência Complementar - SPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar - CGPC
<b>Entidades Supervisoras</b>	Banco Central do Brasil – Bacen		Superintendência de Seguros Privados - Susep		
<b>Operadores</b>	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista Demais instituições financeiras Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	Bolsas de mercadorias e futuros Bolsas de valores	Sociedades seguradoras Sociedades de capitalização Entidades abertas de previdência complementar		Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

### 3.3. TENDÊNCIAS DE EVOLUÇÃO E DESENVOLVIMENTO DO SFN

SFs em uma série de economias sofreram diversas mudanças nas décadas de oitenta e noventa, principalmente graças ao afrouxamento regulatório e à liberalização externa. Algumas tendências fortes são observadas nesse contexto, inclusive as quais o SFN está de maneira lenta seguindo, tendências que possuem um papel importante para a modelação e desenvolvimento do setor financeiro (cf. STUDART, 2000, p. 34):

- a) em muitas economias desenvolvidas a distinção entre atividades bancárias e não bancárias é difícil, pois muitas firmas bancárias tradicionais passaram a incorporar atividades não bancárias e competir com as firmas não bancárias que os exerciam;

- b) o crescimento do mercado de capitais forneceu uma fonte nova de financiamento o setor corporativo, um exemplo é a securitização;
- c) o papel de “fornecedor” de fundos emprestáveis dos investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão e companhias seguradoras, foi firmado graças à desregulamentação e o crescimento dos investidores institucionais.
- d) abertura financeira e o desenvolvimento tecnológico fizeram que com que o volume de operações financeiras internacionais aumentasse.

As estratégias comerciais das IFs, principalmente dos bancos múltiplos, foram de certa forma modificadas devido à: queda dos ganhos provenientes da inflação e financiamento da dívida estatal; liberalização externa e redução do déficit fiscal; e ainda a estabilidade dos preços, atingido após o Plano Real. A mudança de estratégia fica evidenciada ao analisarmos o incremento no volume de empréstimos realizados ao setor privado após a deterioração da situação fiscal. Isso pode levar a concluir que um equilíbrio fiscal é uma requisição de longo prazo para o início de uma nova fase no que se refere ao financiamento ao desenvolvimento (cf. STUART, 2000, p. 35).

Pode-se também observar a mudança de estratégia dessas IFs a partir da análise de seu passivo. Os bancos múltiplos apresentavam um passivo de maior parte de curto prazo e *unhedged*, amplificando assim a fragilidade do setor bancário perante variações nas taxas de câmbio e juros doméstico, preços dos títulos e taxas de juros internacionais. Isso pode ser visto como um efeito colateral da abertura financeira, partindo do fato de que a abertura comercial tende a amplificar a vulnerabilidade do setor bancário. Para tanto as IFs, principalmente os bancos múltiplos, pois havia um domínio de mercado claro, passaram a buscar funding de longo prazo tanto no mercado nacional quanto internacional. Além da busca de funding de longo prazo e o apoio maior ao setor privado as IFs brasileiras passaram a ampliar o leque de operações, conciliando crédito com *underwriting*, seguro e *asset management*.



O crescimento do mercado de capitais, tanto do mercado secundário (Tabela 3) quanto do mercado primário, este último em menor volume, indica que há uma disposição do setor corporativo em utilizar o mercado de capitais como fonte de *funding* e ainda uma mudança de portfólio dos investidores, que passaram de títulos públicos de curto prazo para *securities* do setor privado com rendimento variável. Houve inclusive um acréscimo de cotas em fundos de investimento e ativos de alto risco em relação aos ativos indexados de renda fixa que caracterizaram o período de alta inflação (cf. STUDART, 2000, p. 36). Essa mudança de portfólio pode ser facilmente observada no SFN ao analisarmos as carteiras dos fundos de pensão (Tabela 4), podemos notar que houve um declínio na participação dos títulos públicos para abrir espaço para ações e cotas em fundos de investimento. É importante que notar que devido ao caráter de longo prazo dos investimentos e a necessidade de retorno dos fundos de pensões, o incremento da sua participação tem como necessidade um crescimento pouco volátil dos mercados primários e secundários de *securities* de longo prazo, para dessa forma, essas instituições colaborarem para o *funding* de longo prazo.

TABELA 3 - INDICADORES BOVESPA - 1996-2004 (ANOS SELECIONADOS)

DADOS	1996	1998	2000	2002	2004
Número de empresas listadas*	550	527	459	399	358
Valor de mercado das empresas listadas (bilhões R\$)*	187.58	245.1	419.53	421.75	671.88
Volume de transações (milhões de R\$)	98.48	161.72	184.81	135.88	3211.6
Índice BOVESPA (pts)*	70399	6784	15259	11268	26196
Emissões (milhões R\$)	10096.2	26675	17749	19563	16326
Ações	1152.1	4112.2	1410	1051	4469
Debêntures	8288.6	9657.4	8748	14636	9615
Outros	655.5	12905.4	7591	3876	2242

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

NOTA: \* DADOS REFERENTES AO MÊS DE DEZEMBRO

As atividades financeiras têm-se tornado altamente internacionalizadas devido à liberalização do controle de capital e avanços tecnológicos nos sistemas informacionais e de comunicação. Essas mudanças aliadas ao aumento da participação estrangeira no setor bancário brasileiro têm acelerado o processo de fusão e aquisição no setor bancário.

O SFN, ao seguir as tendências mundiais de modernização está contribuindo para que as operações de *underwriting*, securitização e outros métodos de alavancagem de longo prazo sejam mais competitivos, eficientes e sofisticados. Dessa forma as IFs serão, de certa forma, guiadas a terem uma mentalidade de longo prazo, vale ressaltar que mercados de *securities* altamente voláteis não são um incentivo para o desenvolvimento dessa mentalidade.

TABELA 4 - DADOS DE FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL - 1992 - 2005 (ANOS SELECIONADOS)

DADOS	1992	1994	1996	1998	2000	2002	2004	2005
Número de Instituições	266	328	349	339	363	ND	ND	ND
Ativos (milhões R\$)	23,026	72.742	86.629	101.129	144.025	189.280	280.517	208.407
Percentual do PIB	4,4	9,5	10,5	11,1	13,1	14,3	15,4	15,9
Composição de Portfólio	100	100	100	100	100	100	100	100
Títulos Públicos	6,5	3,8	5,7	4	6,6	13,3	11,7	11,9
Ações e Debêntures	30,4	41	35,7	30,9	25,6	18	21,4	20,9
Imóveis	20,3	14,4	12,9	10,6	8	6,7	4,5	4,6
Depósitos a prazo	15,9	11,5	9,6	8,1	3,2	2,3	0,9	0,9
Fundos de Investimento	4,2	12,4	19,4	30,3	48,1	52,9	56,7	56,9
Renda Fixa	ND	12,4	16,8	19,6	36,7	41	46,6	47,1
Renda Variável	ND	ND	2,6	10,7	11,4	11,9	10,1	9,8
Financiamento imobiliário	4,1	4,6	5,1	4,6	2,9	2	1,2	1,2

FONTE: ABRAPP

NOTAS: ND - Dado não disponível.

DADOS REFERENTES AO MÊS DE JANEIRO

### 3.4. CARACTERIZAÇÃO DO SFN

Esta seção tem como objetivo caracterizar o SFN por meio de uma série de fatos estilizados a respeito de seu funcionamento e operação, enfocando no mercado de crédito e no sistema bancário.

#### 3.4.1. Setor Bancário Oligopolístico

Uma primeira impressão da estrutura de mercado na qual o setor bancário brasileiro está inserida pode ser realizado por meio de uma análise de alguns dados tais como grau de concentração de ativos, depósitos e crédito entre outros. A Tabela 5 expressa as proporções das variáveis controladas pelos grupos selecionados de

bancos brasileiros, tanto particulares quanto públicos. Tais dados relacionam a participação acumulada da mesma variável em função do número de empresas. Nota-se certa diminuição das taxas entre 1994 e 2000 e a partir de 2001 uma tendência crescente. É também possível observar nas amostras, com exceção ao patrimônio líquido, que os grupos dos três e cinco maiores bancos brasileiros apresentam controle de aproximadamente cinquenta por cento das operações, em diversos anos esse marco é ultrapassado.

TABELA 5 - TAXAS DE CONCENTRACAO DOS BANCOS BRASILEIROS - 1994-2003

ANO	CRÉDITO			ATIVO			DEPÓSITOS			PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
	3 MAIORES	5 MAIORES	10 MAIORES	3 MAIORES	5 MAIORES	10 MAIORES	3 MAIORES	5 MAIORES	10 MAIORES	3 MAIORES	5 MAIORES	10 MAIORES
1994	0,516	0,597	0,738	0,401	0,495	0,639	0,443	0,544	0,702	0,62	0,45	0,583
1995	0,53	0,621	0,753	0,409	0,521	0,657	0,496	0,604	0,737	0,297	0,41	0,575
1996	0,485	0,591	0,71	0,399	0,517	0,646	0,503	0,617	0,747	0,32	0,452	0,59
1997	0,542	0,635	0,723	0,386	0,529	0,651	0,486	0,604	0,733	0,31	0,465	0,605
1998	0,594	0,679	0,763	0,419	0,527	0,643	0,487	0,598	0,725	0,274	0,41	0,593
1999	0,547	0,649	0,744	0,412	0,522	0,636	0,52	0,631	0,745	0,274	0,386	0,559
2000	0,503	0,616	0,731	0,392	0,525	0,655	0,483	0,609	0,746	0,289	0,398	0,533
2001	0,336	0,477	0,636	0,351	0,481	0,639	0,474	0,597	0,751	0,251	0,362	0,538
2002	0,354	0,485	0,655	0,382	0,532	0,672	0,482	0,614	0,772	0,242	0,347	0,535
2003	0,459	0,608	0,763	0,473	0,596	0,745	0,521	0,639	0,8	0,369	0,507	0,686

FONTE: TROSTER, R.L. Concentração Bancária. Disponível em: <www.febraban.org.br> . Acesso em: 12 jun. 2005

Em trabalhos empíricos, NAKANE (2001), buscou definir a estrutura de mercado do setor bancário. Foram utilizados dados tais como: volume de empréstimos bancários livres (exclui operações com taxas de juros flutuantes e subsidiadas), média ponderada da taxa de juros dos bancos que realizam tais operações, índice de produção industrial do IBGE, taxa SELIC (títulos públicos), custos administrativos dos bancos em realizar empréstimos e ainda a razão entre empréstimos não executados e volume total de empréstimos. Uma análise do período entre Agosto 1994 e Agosto 2000 conclui que os bancos brasileiros possuem sim poder de mercado e ainda conclui que este poder é mais forte a longo prazo que a curto prazo. Não foi possível definir a estrutura de mercado exata, no entanto a hipótese de monopólio ou cartel (discutido em inúmeras ocasiões) é fortemente rejeitada, aliás, se rejeita tanto monopólio ou cartel quanto

competitividade perfeita.

A definição exata da estrutura de mercado do sistema bancário brasileiro foi determinada em BELAISCH (2003), por meio de testes empíricos conclui-se que os bancos brasileiros são oligopólios. A metodologia utilizada neste trabalho é baseada em teoria microeconômica. A receita total de uma firma monopolista diminui ao deslocar para cima a sua curva de custo marginal, em contrapartida no caso de uma firma inserida num contexto de competitividade perfeita, um acréscimo nos custos marginais será totalmente refletido nos preços, aumentando dessa forma na mesma proporção que os custos, a receita total da firma e do setor. Já no caso de um oligopólio à medida que a curva de custos marginal se desloca para cima a receita total aumenta, porém em menor proporção que os custos.

A estrutura bancária é analisada também por meio de uma função de produção<sup>42</sup> dos serviços bancários. Sendo que dessa forma a soma de todos os coeficientes que compõem o *input* da fórmula determina a estrutura de mercado: menor que zero a firma é um monopólio, entre zero e um tem-se um oligopólio, e igual a um a firma opera em um contexto perfeitamente competitivo (cf. PANZAR, J.; ROSSE, J.<sup>43</sup> citado por BELAISCH 2003, p. 13).

Resultados a partir da análise e aplicação de dados dos balanços contábeis dos cinquenta maiores bancos de acordo com o Bacen, exceto o BNDES, mostram que o setor bancário brasileiro se comporta de maneira oligopolística. Foi

---


$${}^{42} tr_{it} = q ( i_{it} , w_{it} , o_{it} , z_{it}; b ) \quad i = 1,2,\dots,N \quad t = 1,2,\dots,T$$

Sendo que  $tr_{it}$  é a receita total,  $i_{it}$  é o preço dos fundos (razão entre taxa de juros média e depósitos totais),  $w_{it}$  é o custo unitário da mão de obra (razão entre o total de gastos em mão de obra e o número de funcionários),  $o_{it}$  é o preço unitário de outros custos (razão entre todos os outros custos e número de agências e departamentos),  $z_{it}$  são todas as outras variáveis que afetam a receita total (total de fundos administrados, percentual de operações por agência, razão entre empréstimos e fundos administrados, razão entre risco de capital e fundos administrados e ainda duas variáveis *dummy* para distinguir bancos com participação de capital estrangeiro e bancos estatais) e  $b$  é o vetor de coeficientes estimados.

<sup>43</sup> PANZAR, J.; ROSSE, J. Testing for Monopoly Equilibrium, **The Journal of Industrial Economics**, v. 25, June 1987.

demonstrado que o aumento das receitas perante um aumento de custos ocorre numa proporção menor do que um para um, ou seja, as receitas bancárias não são sensíveis o suficiente às variações de custo para sinalizar a existência de um mercado perfeitamente competitivo, e ainda que a soma de todos os coeficientes de *input* da função de produção foi de maneira significativa maior que zero e menor que um. Comprovando dessa forma um oligopólio no setor bancário brasileiro, no entanto um aspecto interessante dessa análise, entre 1997 e 2000, é que ao longo dos anos o grau de competitividade tem aumentado.

O baixo grau de intermediação financeira (a extensão e o grau da intermediação financeira mediada pelos bancos no fluxo financeiro através de captação de depósitos e operações de crédito) no SFN pode ser explicado parcialmente por essa estrutura que tende a criar incentivos e um ambiente para *spreads* bancários altos, ineficiência macroeconômica e baixo volume de empréstimos.

#### 3.4.2. Razão Crédito / PIB Baixa

A razão crédito/PIB no Brasil é muito baixa ao se comparada com a de outras economias. Na Tabela 6, ao analisar os dados referentes ao crédito concedido pelo setor bancário, ao crédito concedido ao setor privado e do crescimento do crescimento do crédito doméstico bruto, observa-se que o SFN apresenta dados relativamente superiores a aqueles dos países em desenvolvimento e do grupo da América Latina e Caribe. No entanto ao ser comparado com certos países em desenvolvimento asiáticos e outros desenvolvidos, estes valores estão a níveis extremamente baixos.

TABELA 6 – DADOS CREDITÍCIOS EM PAÍSES SELECIONADOS

PAÍSES	DOMESTIC CREDIT PROVIDED BY BANKING SECTOR/PIB - %				DOMESTIC CREDIT TO PRIVATE SECTOR/PIB - %				GROSS DOMESTIC CREDIT - ANNUAL % GROWTH				PIB EM USD MILHOES
	1990	1998	2002	2003	1990	1998	2002	2003	1990	1998	2002	2004	MÉDIA 2000-2003
ARGENTINA	32,4	32,6	62,4	50,6	15,6	24,2	15,3	10,8	-2,3	8,7	97,1	5,3	135.474
BRASIL	89,8	54,6	64,8	61,1	38,9	34,6	35,5	34,9	8	28,7	21,5	9,9	477.145
CHILE	73	66,3	77,6	70,6	47,2	61,6	68,1	63,3	3,1	11,8	6,5	14,2	51.369
COLOMBIA	35,9	41,1	36,5	35,2	30,8	35,2	25,1	23,4	10,3	29,2	14,2	8,7	59.462,5
FRANCA	104,4	103,1	105	107,2	96,1	83,6	87,2	90,2	*	*	*	*	1.486.773
ALEMANHA	104,4	146,4	144,7	142,9	90,6	119,1	118,9	117,3	*	*	*	*	2.037.248
INDIA	51,5	45,1	58,5	57,3	25,2	23,2	32,6	32	9,5	*	*	*	458.787
ITALIA	89,4	93,5	99,6	105,3	56,5	60,2	82,3	85,8	*	*	*	*	1.285.347
JAPAO	259,6	139,4	312,5	157,3	196	117,8	175,3	102,4	*	*	*	*	3.670.276
COREIA DO SUL	65,7	78,1	116,9	105,6	62,8	74,2	115,6	103,8	*	*	*	*	434.553
MALASIA	75,7	159,8	154,2	152,1	108,5	151,1	146,1	141,3	11	-2,7	7,5	12,3	73.880,5
MEXICO	36,6	36,1	26,6	38,5	17,5	19,7	12,6	18,5	6,1	10,5	18,1	14,8	44.395
TAILANDIA	91,1	*	116	113	83,4	156,6	102,5	102,9	2,7	-1,3	7,8	7,4	114.149
TURQUIA	19,5	*	59,3	53,9	16,7	23,4	14,9	16,3	17,9	92,4	28,3	26,7	195.509
REINO UNIDO	121,2	*	145,3	150,4	115,8	124	142,6	148,4	*	*	*	*	1.392.201
EUA	110,8	*	159,4	261,8	148,4	137,9	140,6	238,7	*	*	*	*	8.352.874
AMERICA LATINA & CARIBE	59,1	43,7	42,7	45	28,4	30,3	24,4	25,7	*	*	*	*	1.421.757

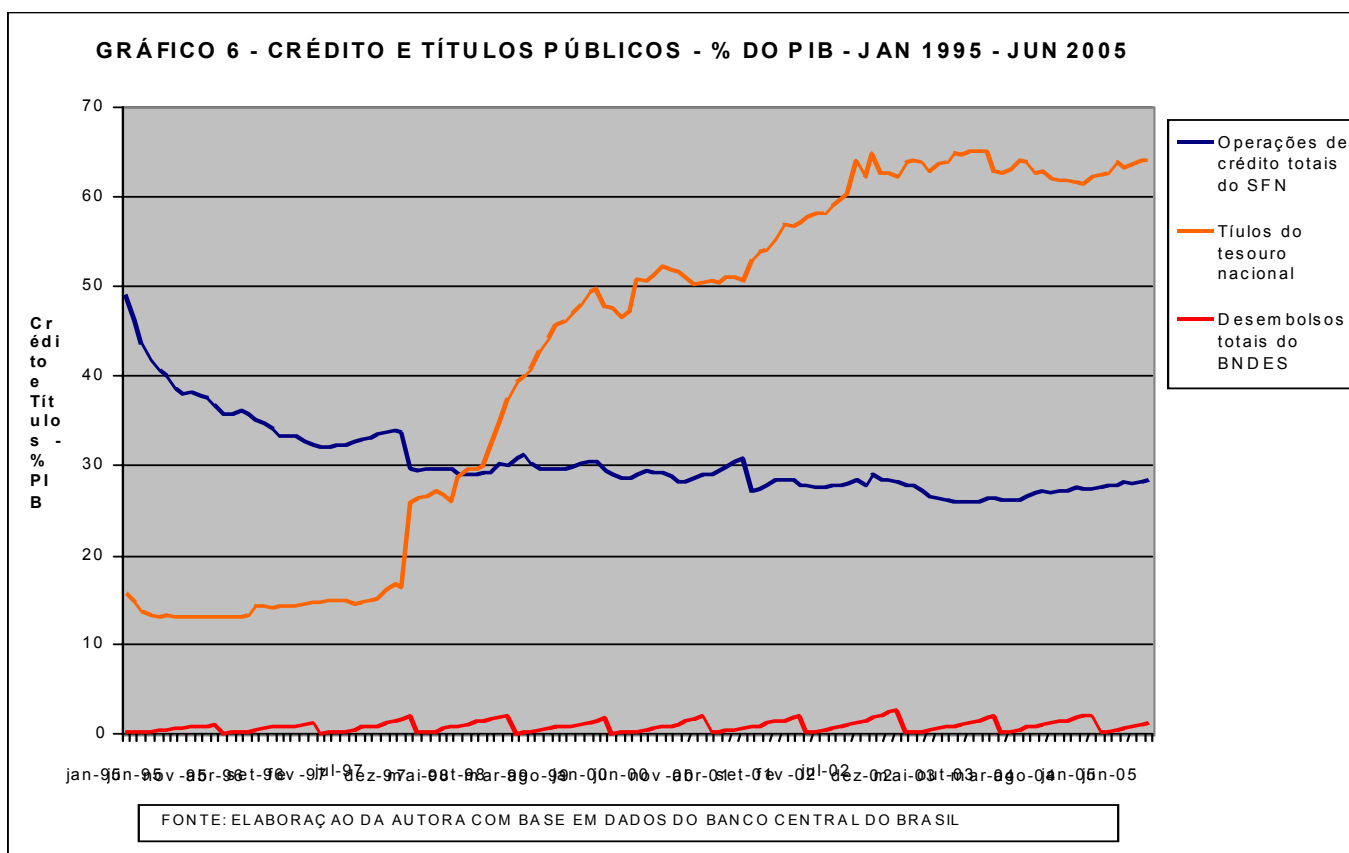
FONTE: WORLD BANK DEVELOPMENT INDICATORS 2000/2004/2005

\* - DADO NÃO FORNECIDO

Por meio de uma análise da evolução de proporção do crédito PIB observa-se no Gráfico 6 que nos últimos anos houve uma queda significativa nas operações de empréstimos totais do SFN, tendo no final de 2002 uma relativa estabilização, porém em um nível muito inferior ao internacional, inclusive à América Latina. Em contrapartida houve uma evolução enorme do volume de títulos públicos (indexados à SELIC), isso é justificado pelo fato de que os recursos liberados do *floating*, após a estabilização da economia em 1944, foram relocados principalmente em títulos públicos federais, e não em expansão da oferta de crédito. Visto que a maioria dos títulos públicos são adquiridas por IFs e não diretamente pelo público, ocorre então entre 1995 e 2005 uma alocação dos ativos dos bancos de empréstimos para títulos públicos. Os dados mostram que houve uma relocação de recursos, por parte dos bancos, de ativos ilíquidos (crédito) para ativos líquidos (títulos do governo).

Ao analisar os desembolsos totais do sistema BNDES, nota-se que ao longo dos anos aqui analisados há ciclos de volatilidade em que ao longo do ano os desembolsos aumentam tendo uma queda sempre no mês de dezembro. A proporção deste crédito ao longo da série se mantém relativamente estável, no

entanto é importante ressaltar que por se tratar de recursos destinados à produção e desenvolvimento do país é um nível extremamente baixo.



### 3.4.3. *Spread* Bancário e Taxa de Juros Elevada

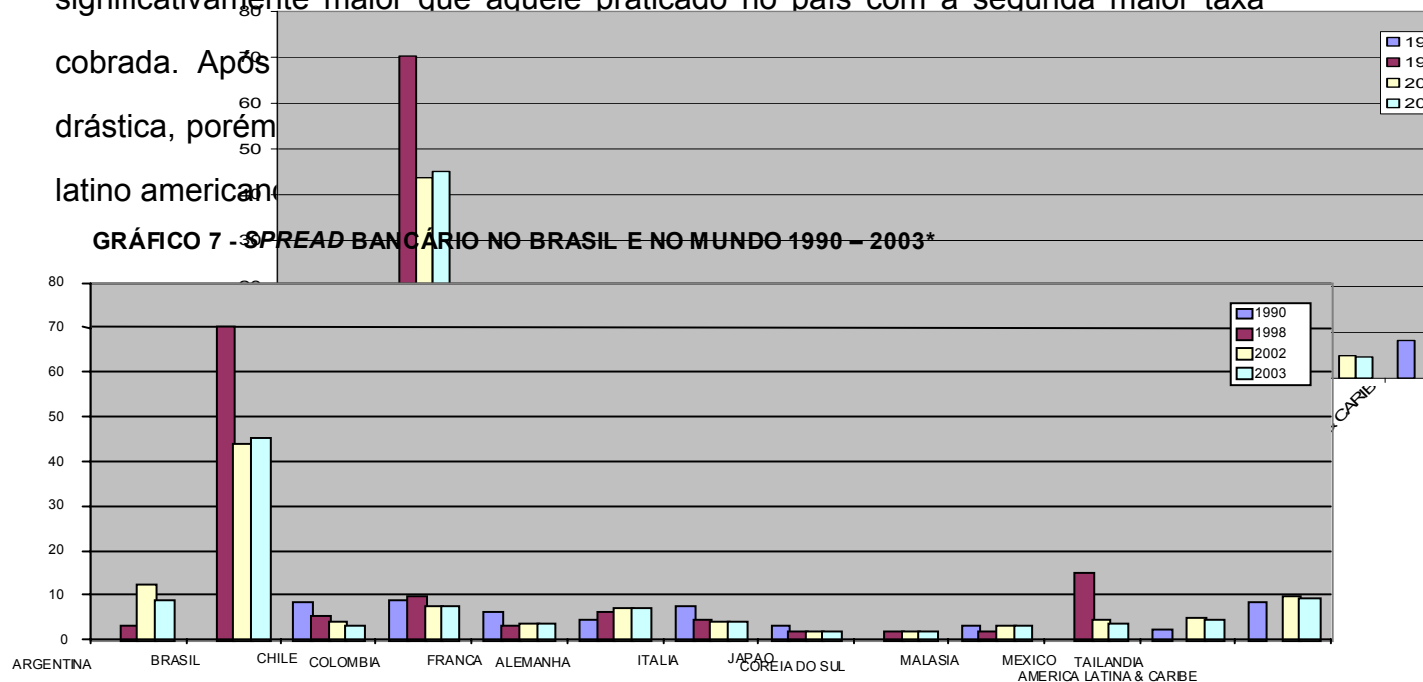
O *spread* bancário é definido pelo Banco Central do Brasil como sendo a diferença entre a taxa aplicada nas operações de crédito e a taxa de captação de recursos pelas IFs. É discutido que o *spread* bancário elevado é o principal fator que impede o crescimento do crédito no Brasil. A Febraban (Federação Brasileira de Bancos) justifica o nível alto do *spread* bancário como sendo resultante do efeito *crowding out*<sup>44</sup> do governo no mercado de títulos em razão da elevada dívida, do

<sup>44</sup> Gastos governamentais deslocam algum outro componente dos gastos, embora em alterar a despesa agregada. Na medida em que o governo toma grandes empréstimos no mercado, a elevação das taxas de juros deslocaria tomadores do setor privado.

compulsório elevado sobre depósitos, da tributação excessiva sobre operações de crédito e ainda do volume grande de crédito direcionado. Esses fatores limitariam os recursos dos bancos varejistas, criando dessa forma um custo de empréstimo mais alto.

No entanto esse nível é explicado em estudos acadêmicos<sup>45</sup> por diversos fatores tais como: baixo grau de concorrência do setor bancário, taxa básica de juros no mercado interbancário e a sua volatilidade, crescimento do produto nacional e incerteza no ambiente macroeconômico (cf. OREIRO et al 2005, p. 361,366).

No Gráfico 7, constatamos que o *spread* médio dos empréstimos praticados no sistema bancário brasileiro, em todos os anos analisados, é significativamente maior que aquele praticado no país com a segunda maior taxa



FONTE: FONTE: ELABORAÇÃO DA AUTORA COM BASE EM DADOS DO WORLD BANK INDICATORS 2000/2004  
NOTA: \* ANOS SELECIONADOS

<sup>45</sup> NAKANE, M.I. Concorrência e Spread Bancário: Uma Revisão da Evidência para o Brasil. In: **Juros e Spread** Bancário do Brasil: Avaliação de quatro anos do Projeto. Brasília: BCB, 2003. p. 58-67.

OREIRO, J.L. et al. Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente. Disponível em: <[www.ie.ufrj.br/moeda](http://www.ie.ufrj.br/moeda)>.



Ao analisar a evolução do *spread* bancário e a taxa de juros no Brasil, nos Gráficos 8 e 9, nota-se que após o Plano Real houve uma estabilização econômica e uma queda drástica nestas taxas. Estas taxas entre 2000 e 2005 apresentam pouca volatilidade, porém em um nível bastante alto e fora do contexto internacional. Outro fator interessante que se observa no caso brasileiro é que as taxas, tanto de juros quanto o *spread*, praticados em operações de pessoas físicas são muito maiores que aquelas praticadas com pessoas jurídicas. O *spread* bancário no Brasil é decomposto pelo Banco Central do Brasil a partir das margens cobradas por uma seleção de dezessete bancos comerciais privados nas suas operações de crédito livre com taxas de juros prefixados. Os componentes e as suas participações são apresentados no Gráfico 10. Os fatores mais importantes na formação do *spread* são respectivamente: a margem líquida de juros, impostos indiretos (IR, CSLL) e despesas administrativas. Nota-se, ao analisar os Gráficos 9 e 10, que os níveis de maior participação de inadimplência no *spread* bancário ocorrem nos anos em que a taxa de juros é mais alta (1995 e 1996), isso é devido à incerteza macroeconômica.

GRÁFICO 8 - SPREAD BANCÁRIO MÉDIO PREFIXADO - p.p. a.m. - JULHO 1994 - JULHO 2005

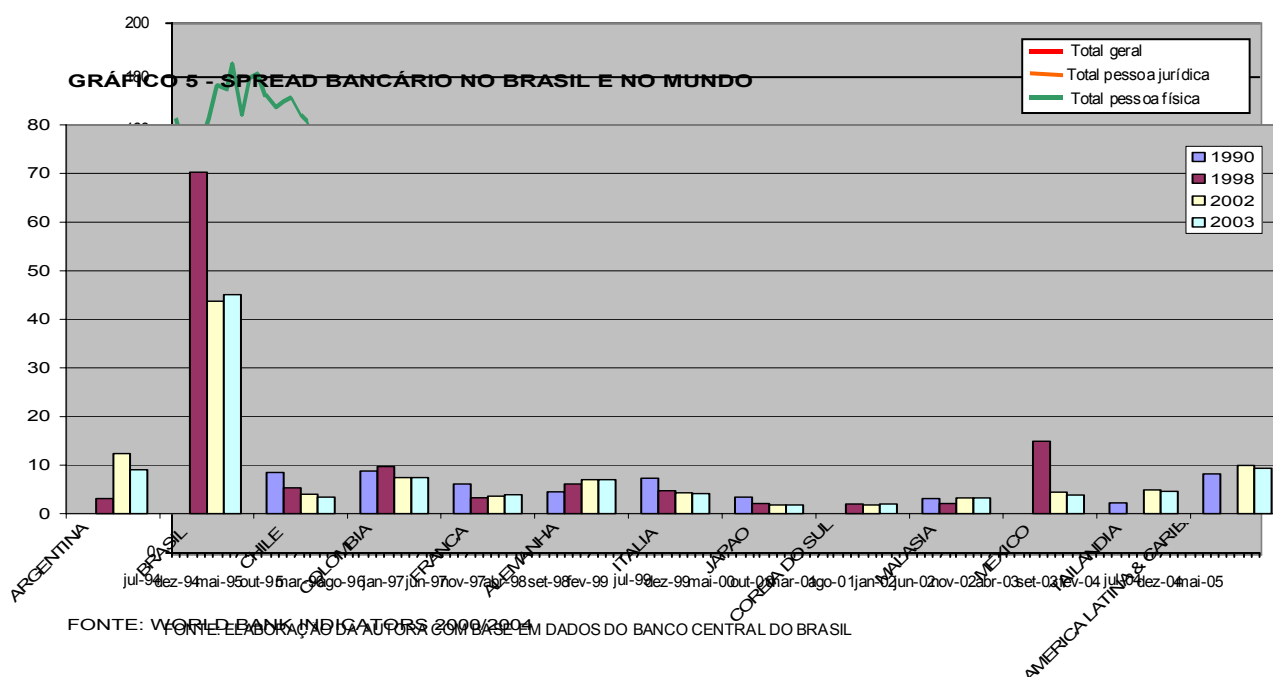
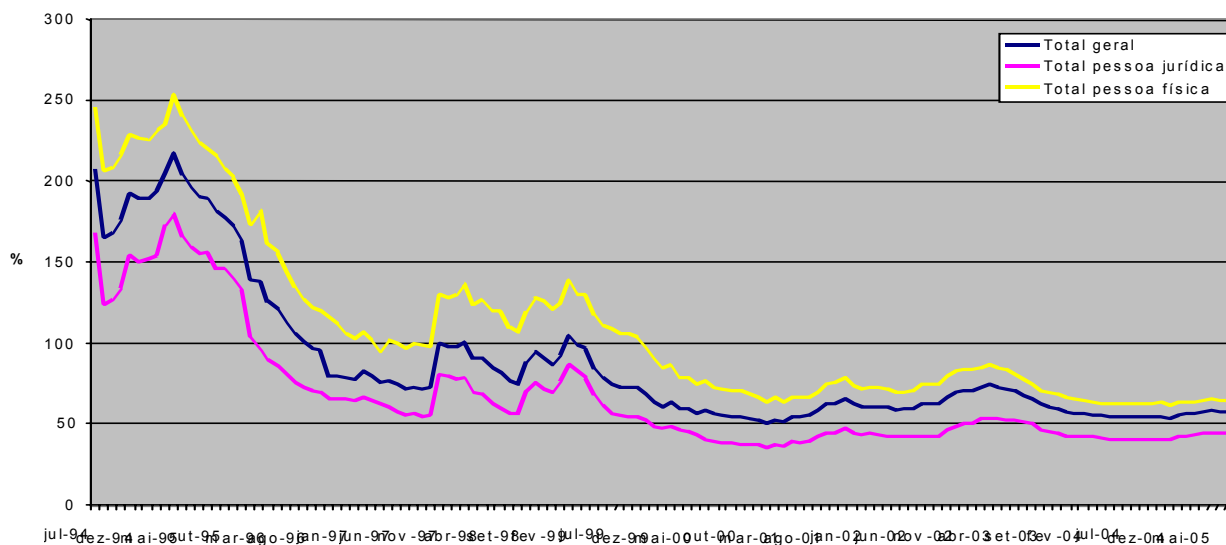
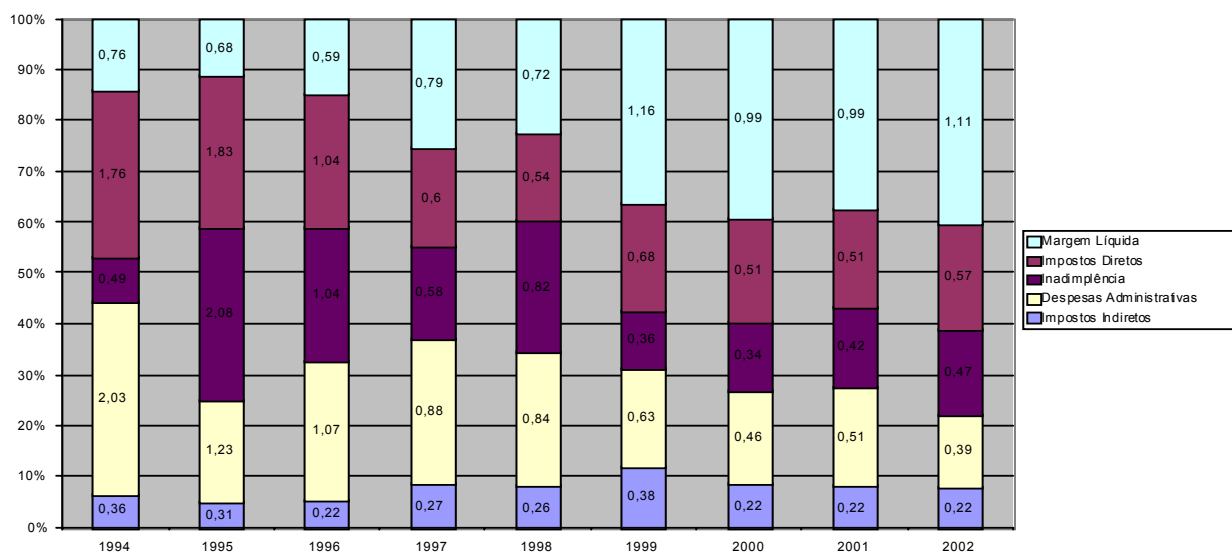


GRÁFICO 9 - TAXA DE JUROS MÉDIA PREFIXADA - % a.m. - JULHO 1994 - JULHO 2005



FONTE: ELABORAÇÃO DA AUTORA COM BASE EM DADOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

GRÁFICO 10 - DECOMPOSIÇÃO DO SPREAD MÉDIO DOS BANCOS BRASILEIROS - 1994-2002



FONTE: OREIRO, J.L., et al. Spread Bancário no Brasil: Determinantes e Proposições de. In: SICSÚ, J.; PAULA, L.F. de; RENAUT, M. Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social. 1 ed. São Paulo: Manole, 2005. p.347-378.

### 3.4.4. BNDES e Financiamento de Longo Prazo

O BNDES é um banco de desenvolvimento, logo tende a operar de acordo com os objetivos das políticas econômicas e financeiras e não somente com as condições de mercado. As operações de longo prazo destinadas a investimentos produtivos, são realizados no Brasil por esta instituição, estas operações contam

com recursos públicos para a sua realização. É o único órgão no país a realizar financiamentos de longo prazo, pois como veremos na próxima seção o setor privado não tem a capacidade de captar recursos nacionais de longo prazo e realizar tais operações.

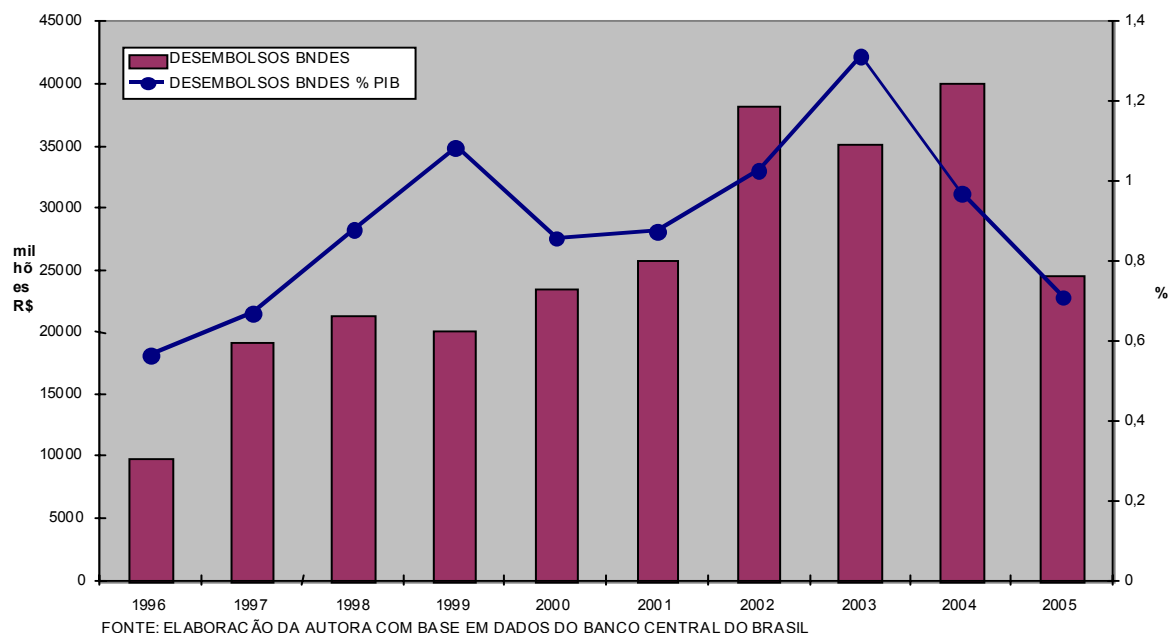
Estas operações realizadas pelo BNDES são empréstimos de longo prazo e não se caracterizam como *funding*, pois não há o intermédio do mercado financeiro ou a emissão de títulos da dívida dos tomadores de empréstimos. No Brasil operações típicas de *funding* com a emissão de títulos da dívida são realizadas por empresas privadas grandes no mercado financeiro, no entanto essas operações são restritas e pequenos ou médios empreendedores não tem acesso. Tais investidores necessitados de financiamento de longo prazo buscam o BNDES e enquadram os seus projetos às linhas de crédito disponíveis.

O BNDES efetua desembolsos destinados à compra de bens de capital, maquinarias, equipamentos agrícolas, construção industrial, etc. As operações na sua maioria têm um prazo superior a um ano e taxas de juros subsidiadas. Os desembolsos são realizados através de IFs credenciadas que cobram a TJLP (taxa de juros de longo prazo) mais um custo da própria IF.

Mesmo que o setor público tenha aplicações de longo prazo, estes recursos não são utilizados para o *funding* ou financiamento de longo prazo, pois a maioria das obrigações governamentais são títulos da dívida (interna e externa). Os fundos que o BNDES utiliza para suas operações são: FND (Fundo Nacional do Desenvolvimento), PIS-PASEP (Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público) e ainda o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador).

Conforme Gráfico 11 houve um aumento significativo no volume de desembolsos após 2001 mantendo um patamar razoavelmente equilibrado desde então. Porém ao analisarmos o percentual do PIB dos desembolsos, veremos que este número é ainda infinitamente pequeno, não ultrapassando dois por cento.

GRÁFICO 11 - EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES 1996-2005\*



### 3.4.5. Setor Bancário Privado e *Finance*

As operações realizadas pelo setor são denominadas *finance*, pois são na sua essência de curto prazo e se referem ao crédito demandado pelas firmas para atender às necessidades de fluxo de caixa e capital de giro ou ainda o crédito pessoal.

Na Tabela 7 é apresentada a maturidade média das operações de crédito dos bancos privados. Podemos notar que com exceção aos repasses externos para pessoa jurídica e aos empréstimos ou financiamentos direcionados a aquisição de veículos para pessoa física, o prazo das operações nos últimos dois anos tem sido inferior a um ano. O prazo médio das operações de pessoa física e jurídica bem como a media geral são inferiores a um ano, sendo assim classificados como crédito de curto prazo.

TABELA 7 - PRAZO MEDIO CONSOLIDADO DAS OPERAÇÕES DE CREDITO COM RECURSOS LIVRES (DIAS)

MODALIDADE	jul/03	dez/03	jul/04	dez/04	jul/05
<b>TOTAL</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>231</b>	<b>233</b>	<b>248</b>
<b>PESSOA JURÍDICA</b>	<b>175</b>	<b>170</b>	<b>196</b>	<b>181</b>	<b>202</b>
DESCONTO DE DUPLICATAS	31	31	32	34	32
CAPITAL DE GIRO	230	239	305	287	309
CONTA GARANTIDA	23	23	23	22	22
AQUISICAO DE BENS	257	266	278	279	280
VENDOR	84	80	72	83	70
ADIANT. CONTRATO DE CAMBIO	120	101	106	97	96
REPASSES EXTERNOS	289	293	374	388	373
<b>PESSOA FÍSICA</b>	<b>291</b>	<b>296</b>	<b>283</b>	<b>295</b>	<b>305</b>
CHEQUE ESPECIAL	20	20	21	20	21
CRÉDITO PESSOAL	212	226	258	273	305
AQUISICAO DE BENS - VEÍCULOS	506	503	455	472	472
AQUISICAO DE OUTROS BENS	161	155	153	159	163

FONTES: BANCO CENTRAL DO BRASIL

O setor bancário privado encontra inúmeras dificuldades em realizar operações de longo prazo (*funding*) então existe a tendência em realizar somente operações de *finance*. Tais operações são realizadas a um custo alto e em volume baixo, como já evidenciado em seções anteriores.

A primeira “dificuldade” encontrada pelo setor bancário privado seria o elevado patamar da taxa de juros básica da economia (SELIC) e conseqüentemente do *spread* bancário, os bancos comerciais são obrigados a repassar este custo aos seus tomadores, logo a taxa de juros de empréstimo é elevada.

Em segundo lugar podemos destacar a vantagem que os bancos comerciais têm em alocar seus recursos no sentido dos títulos públicos dado que estes são, maioria esmagadora, indexados à SELIC, taxa de câmbio ou inflação. Ao deter tais títulos públicos não há risco de perda de capital, liquidez ou mercado frente à volatilidade econômica. Bancos comerciais, ao deterem títulos públicos, estão garantindo ao mesmo tempo rentabilidade e liquidez. Como qualquer empresa os bancos buscam maximizar seus lucros com o menor risco, dado isso, é estrategicamente mais vantajoso à alocação de seus recursos na compra de títulos públicos que possuem rentabilidade e não tem risco de perda de capital a empréstimos em grande volume ao público.

O último impasse ao setor bancário privado em fornecer *funding* é a dificuldade enorme em captar recursos para tal, dado que na economia brasileira é

rara a existência de títulos privados. Conforme visto no capítulo anterior o *funding* é viabilizado no mercado financeiro por meio de emissão e posterior venda de securities ou títulos privados. Estas obrigações têm um valor nominal e uma taxa de cupom (percentual), visto que são de longo prazo, a cada ano ou o período pré estipulado o detentor receberá um fluxo de tesouraria referente ao percentual do valor nominal do cupom (cf. BREALEY, MYERS 1998, p.48). No caso de emissões privadas esta taxa de cupom é fixa, ou seja, não é afetada pela volatilidade da taxa de juros de mercado. Esta situação pode ser tanto uma vantagem como uma desvantagem, pois o detentor da obrigação ao receber a cada período aquela taxa fixa, poderia estar recebendo um valor diferente em uma aplicação bancária qualquer. Desta forma o detentor, dada a volatilidade da taxa básica brasileira, está sujeito a risco de rentabilidade ao possuir um título privado.

Existe ainda a desvantagem no setor privado de títulos é a sua precificação, pois tende a ser uma função inversa de uma taxa de juros fixa. Neste contexto frente à volatilidade da taxa básica da economia o detentor corre risco de perda de capital. Já os títulos públicos são indexados e têm na formulação de seus preços a taxa básica (SELIC), ou seja, frente à volatilidade não há imposição de risco de rentabilidade ou perda de capital.

Dadas essas condições não há possibilidade do setor privado concorrer com o setor público na emissão de títulos, pois não possuem compradores dispostos a aplicar seus recursos. Dessa forma somente o setor público é capaz de captar recursos nacionais para operações de longo prazo.

### 3.5.6. Taxa de Juros de Longo Prazo Superior às Taxas de Retorno Esperada do Investimento

Dada a curva de rendimentos ascendente descrita no capítulo anterior, o custo de uma operação de longo prazo será maior do que o custo de uma operação de curto prazo, visto que o prêmio por liquidez (taxa de juros) dos títulos e fundos de

longo prazo é mais elevada. A questão do custo de longo prazo ser maior do que o custo de curto prazo é comum, no entanto no caso brasileiro o custo destas operações de longo prazo não é só maior que o custo de curto prazo, é maior também que a taxa de retorno esperada dos ativos de capital fixo e do investimento. Dessa forma o incentivo proporcionado pelo SF em tomar recursos de longo prazo para implementar um projeto de investimento é pífio.

O enfoque Pós-Keynesiano da curva de rendimentos indica que há dois motivos para esta situação no Brasil: taxas de juros de curto prazo sistematicamente altas e exigência sistemática por um elevado prêmio por liquidez no mercado financeiro. Estes dois motivos podem ser explicados em parte pela instabilidade macroeconômica e alta inflação do país nos últimos anos. A concentração do setor bancário e financeiro, aliada à instabilidade econômica e de preços tende a limitar a oferta de fundos de longo prazo.

A elevada taxa de juros de curto prazo, é justificada por autoridades monetárias como sendo parte de uma política anti-inflacionária. Ao longo dos anos essa política possuía incentivos diversos: o quadro de alta inflação, restrição externa e déficits fiscais crescentes no anos oitenta; busca por estabilidade de preços no Plano Real e o modelo de âncora cambial; e ainda o regime de metas de inflação no qual a taxa de juros tem seus movimentos inversamente relacionados ao desvio da taxa de inflação frente à meta estabelecida (cf. HERMANN 2003, p.272).

Já o segundo motivo pela existência de taxas de juros de longo prazo altas no Brasil, elevada preferência por liquidez, explica-se pela reação dos poupadores ao cenário macroeconomicamente instável e ainda pelas expectativas dos agentes de aumento da taxa básica de juros pelo Bacen, visto que é um instrumento para controle da inflação e desequilíbrios no balanço de pagamentos. Um ambiente econômico incerto com instabilidade de preços e cambial cria dificuldades para a formação de expectativas reais de retorno a avaliação de riscos fazendo com que os agentes demandem liquidez.

Além destes fatores estruturais, há fatores institucionais que contribuem

para a taxa de juros de longo prazo elevada, tais como *spread* bancário alto, tributação e exigências regulatórias, concentração de mercado entre outros.

### 3.5. CONCLUSÕES

Ao analisarmos a evolução do SFN e as suas principais características sob uma ótica da existência e incentivos aos mecanismos privados de financiamento de longo prazo, podemos concluir que o Brasil é extremamente carente neste sentido. Características como *spread* e juros altos, relação crédito PIB baixa, setor bancário oligopolístico e a realização de financiamento de longo prazo somente com recursos públicos denotam que o próprio SFN impõe limites para o financiamento de longo prazo a projetos de investimento e por conseqüência limites ao crescimento econômico.

A reforma inicial de 1964 teve a tentativa de implantar um modelo de financiamento segmentado do tipo norte americano, na qual o financiamento de longo prazo apoia-se no mercado de capitais e no crédito bancário, este em menor escala. Neste contexto os bancos de investimento emitem ações e títulos de dívida e os bancos comerciais têm o papel de fornecer crédito de curto prazo oriundo de depósitos à vista. No sentido de fornecer financiamento de longo prazo ao setor produtivo, a reforma de 1964 fracassou, pois não houve um desenvolvimento do mercado de capitais de modo a apoiar o investimento das firmas por meio de financiamento.

Em 1988 houve outra reforma bancária que rompeu com o modelo idealizado na década de sessenta e buscou implantar um modelo financeiro baseado em bancos universais ou múltiplos, sendo uma aproximação do modelo alemão. Vale ressaltar o modo de operação das IFs brasileiras não teve inicialmente tal rompimento. O financiamento de longo prazo neste modelo apoia-se no crédito bancário privado, advinda dos bancos múltiplos. Tais IFs atuam tanto no segmento dos bancos comerciais ao captar depósitos à vista e fornecer crédito de curto prazo



quanto no segmento dos bancos de investimento por meio da captação e crédito de longo prazo e emissão de títulos privados no mercado de capitais. Esta reforma, no sentido de financiamento de longo prazo, também fracassou, pois os bancos de investimento não se tornaram atuantes no mercado de crédito de longo prazo e sim no mercado de capital de giro e crédito de curto e médio prazo.

O financiamento no Brasil se apoia no tripé autofinanciamento, crédito público e crédito externo (cf. HERMANN 2003, p. 242) modelo característico de países menos desenvolvidos. Este modelo impõe limitações ao crescimento econômico tais como: pressão à inflação advinda de *mark up* das firmas devido à necessidade de autofinanciamento, restrição sistemática a crédito público e externo nos países em desenvolvimento devido à sua vulnerabilidade externa, entre outros.

Dadas estas dificuldades do SFN, qualquer plano de desenvolvimento e crescimento econômico a ser implantada deveria ter políticas orientadas para a formação de um sistema privado de financiamento de longo prazo. Esse conjunto de políticas é objeto do próximo capítulo.

#### 4. TORNANDO O SFN FUNCIONAL

O SFN é fortemente criticado por não apoiar a atividade produtiva, principalmente no que se diz respeito ao investimento do setor privado. As principais críticas de incapacidade são direcionadas ao setor bancário e a oferta de crédito, especialmente de longo prazo que viabiliza o financiamento da acumulação de capital de maneira segura. No Brasil esse tipo de operação tende a ser realizado apenas pelo BNDES. As IFs privadas tendem a ser vistas como “parasitárias” com a exploração de maneira monopolística o mercado de serviços financeiros privados, a imposição de *spreads* de juros excessivos e tarifas exorbitantes por serviços, entre outros.

O SFN é também alvo de críticas no que se refere à funcionalidade a eficiência. É preciso analisar com cautela essas críticas pois um SF é classificado como eficiente se ela responde aos incentivos do contexto em que ela opera porém ela pode ser disfuncional se a sua operação não contribui para alcançar objetivos que a sociedade define como desejáveis (cf. CARVALHO, 2003, p. 9). Ao tomar como base essas definições, é bastante difundido que o SFN é disfuncional no que se refere ao apoio ao crescimento econômico e produtivo devido a sua reduzida contribuição ao financiamento do investimento. No entanto as IFs brasileiras não podem ser classificadas como ineficientes pois são e foram capazes de aproveitar oportunidades de lucro e retornos significativos com baixíssimo risco derivados da aplicação de capital em títulos públicos. Os bancos, não só brasileiros, são empresas capazes de maximizar lucros com o menor risco possível. No caso específico brasileiro, a diversificação das carteiras das IFs não é definida pelo *tradeoff* entre risco e retorno pois há lucratividade maior e risco menor ao concentrar os recursos em títulos públicos e não diversificá-los entre o setor privado.

A conjuntura atual, como foi apresentado no capítulo anterior, é extremamente favorável ao SFN e às IFs nele inseridas: títulos públicos com elevados retornos e baixos ou nulos riscos de crédito, mercado ou liquidez; prática

de políticas oligopolísticas de formação de preços e tarifas permitida pelo elevado grau de monopólio no mercado (acentuado pela onda de fusões e aquisições nos últimos anos); e a dimensão da economia que oferece a possibilidade de amplos mercados e lucros, taxa de juros e *spread* bancário alto, etc. Dado parcialmente a estes fatores observa-se que o papel tradicional dos bancos como intermediários financeiros canalizadores de poupança e depósitos para empréstimos de curto e longo prazo visando o processo de acumulação de capital não é realizado no SFN.

A teoria econômica Pós-Keynesiana expõe o circuito *finance* – investimento – poupança – *funding* como forma de realizar investimentos produtivos, para tanto é necessário que o SF forneça crédito de curto prazo para implementar projetos ou iniciar a produção de bens de capital e ainda a canalização da poupança criada para consolidar as dívidas dos empreendedores da economia. Nas palavras de Keynes *“Credit is the pavement along which production travels, and the bankers if they know their duty, would provide the transport facilities to just the extent that is required in order that the productive power of the community can be employed at their full capacity.”* Desta forma as IFs e o SFN têm a capacidade de incentivar o crescimento e o nível do investimento agregado no país. De acordo com as características apresentadas a respeito do SFN no capítulo anterior, esta função não está sendo desempenhada de forma adequada.

Surge a necessidade de transformar o SFN de modo a torná-lo funcional ao crescimento, isso será facilitado pelo fato de que as IFs nele inseridas tem agilidade de capturar as oportunidades de ganhos que lhe apresentadas. Qualquer mudança que for proposta ao SFN encontrará certa resistência, principalmente no setor bancário, no entanto as IFs brasileiras têm uma alta capacidade de adaptação ainda mais com a possibilidade de apoio das instituições de regulação e supervisão bem preparadas para orientar a transição e garantir a aplicação das melhores práticas.

Este capítulo tem como objetivo apresentar algumas propostas de modernização e reformas do SFN de modo a torná-lo funcional ao crescimento

produtivo, principalmente no que se refere ao atendimento das necessidades de liquidez dos empreendedores e oferecer canais de financiamento de longo prazo.

#### 4.1. PROPOSTAS DE MODERNIZAÇÃO

De acordo com a teoria econômica Pós-Keynesiana e a caracterização do SFN apresentada no decorrer desta monografia, algumas propostas e políticas de modernização do SFN são apresentadas. Propostas estas que visam ampliar volume de financiamentos de longo prazo, o nível de investimento e conseqüentemente o crescimento e desenvolvimento econômico do país.

##### 4.1.1. Mudança no Perfil da Dívida Pública

A razão mais imediata e urgente pela qual o SFN é tão disfuncional para o crescimento é a proporção excepcional dos recursos captados que são absorvidos pelo setor público. A aplicação em títulos públicos absorve uma parcela enorme dos recursos disponíveis do SF, dado que bancos e fundos de investimento comprometem uma parcela excessiva dos seus ativos com tais aplicações. A maior proporção dos títulos são indexados à taxa básica de juros *overnight*, taxa de câmbio ou à inflação, dadas estas características, e alta liquidez que estes títulos possuem no mercado secundário, não há praticamente risco de mercado, crédito ou liquidez. Visto este quadro de risco dos títulos públicos, a taxa de juros deveria ser praticamente nula, sendo na verdade muito elevada. Este volume enorme de recursos é aplicado em títulos públicos pelos bancos, fundos de investimento e fundos de pensão que visam maximizar os lucros por meio da alta rentabilidade e o baixíssimo risco que acompanha estes ativos. O retorno dos títulos públicos, ajustados pelo risco, cria condições em que emissores de títulos privados têm dificuldades enormes em competir com os títulos públicos.

A situação e condição atual da indexação da dívida pública não permite o desenvolvimento dos mercados privados de títulos, dado que não há demanda para

tais títulos em geral, muito menos para títulos privados de longo prazo. Dessa forma qualquer tentativa de modernizar o SFN no sentido de promover financiamento de longo prazo a projetos de investimento será inviabilizada. Além de reduzir a taxa de juros de curto prazo para incentivar a aplicação a longo prazo (será discutido na próxima seção) são necessárias algumas mudanças no perfil da dívida pública brasileira.

Deve-se reduzir a oferta de títulos indexados e promover a participação dos títulos com juros prefixados, sendo estes os mais adequados para a gestão da política monetária, endividamento e ainda para incentivar a emissão de títulos privados. Os títulos com juros prefixados não são suscetíveis à volatilidade da taxa de juros de curto prazo, além de serem por natureza de prazo mais longo. Dado o fato que a taxa de juros básica da economia é o fator estabilizador e é o instrumento utilizado no regime de metas de inflação para conter o nível dos preços, é de suma importância que as aplicações de longo prazo não sejam sujeitas à volatilidade da SELIC.

É importante estar ciente que em uma situação em que há a promoção do alargamento da dívida prefixada em lugar da dívida indexada há um *trade off* com o objetivo de redução da taxa de juros da economia. Visto que a indexação é um instrumento que visa a redução do risco e o nível de juros incidentes sobre a dívida pública, o processo de desindexação pode implicar alguma pressão sobre os juros prefixados (cf. HERMANN 2003, p. 283).

Além da desindexação dos títulos públicos ser um passo enorme para o desenvolvimento do mercado privado de títulos e *securities*, tornando-os atrativos à população, a desindexação traria resultados benéficos ao setor bancário. Como visto no capítulo anterior, o setor bancário brasileiro opera em condições de oligopólio em que não há competição via preço e na qual o custo do capital é elevadíssimo, uma diminuição no peso da dívida pode aumentar a competitividade no setor bancário pois as IFs se defrontarão com a necessidade e o incentivo de diversificar as suas carteiras pois não haverá o teto de juros dos títulos públicos.

Para que haja incentivo ao setor privado emissor de títulos de longo prazo, é essencial que se inicie um processo de desindexação dos títulos públicos. Criando dessa forma a possibilidade para que os ativos privados sejam competitivos no que se refere à rentabilidade. Ao desenvolver o mercado de títulos de longo prazo privados cria-se a possibilidade dos investidores financiarem os seus projetos de investimento a longo prazo por meio do mercado financeiro. Os canais financeiros alternativos para financiamento de projetos produtivos, faz com que exista um incentivo maior ao investimento e ao crescimento do país. Investidores podem desta forma consolidar as dívidas contraídas no início do processo produtivo por meio da emissão de títulos da dívida no mercado financeiro e contar com a demanda dos poupadores e IFs.

#### 4.1.2. Redução da Taxa de Juros de Curto Prazo

A taxa de juros de curto prazo, como já visto no capítulo anterior, está a um nível altíssimo, tendo seu nível médio nos últimos cinco anos de cerca de cinquenta por cento ao ano. Este patamar de juros elevado restringe o crescimento econômico, dificultando a captação de recursos para a implementação de projetos de investimento pelos empreendedores da economia devido ao alto custo de capital. Os investidores se vêem forçados a iniciar projetos somente perante acumulação de capital próprio, desacelerando assim o processo de crescimento e acumulação de capital da economia.

A redução da taxa de juros de curto prazo não somente iria facilitar a captação de recursos de curto prazo para iniciar o processo produtivo como também reduziria a taxa de juros de longo prazo e faria com que as aplicações a longo prazo fossem mais atrativas, dada a diferença entre as taxas de curto e longo prazo. A redução da taxa de juros básica teria que ser tal que para investidores aplicações a longo prazo fossem mais rentáveis do que às de curto prazo nas mesmas condições

de mercado. Dessa forma o interesse dos poupadores e das IFs em compor a sua carteira com aplicações de longo prazo seria devido às condições de rentabilidade proporcionados pela diferença entre ambas as taxas. Neste contexto as aplicações de curto prazo seriam menos atrativos e somente aqueles poupadores com preferência por liquidez muito elevada teriam títulos de curto prazo.

A taxa de juros de qualquer ativo de curto prazo é estreitamente ligado à taxa básica da economia, é importante ter em mente que a taxa dos ativos de curto prazo deve cobrir além do custo da taxa básica o *spread* bancário.

A política monetária no regime de metas de inflação é orientada pelo cumprimento da meta de inflação anunciado pelo Bacen, tendo como índice de referência o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). O controle da inflação é realizada pelo controle da demanda agregada e pela influência exercida nas expectativas inflacionárias. O Bacen neste contexto não está comprometido com o crescimento ou desenvolvimento econômico, então não há um *trade off* entre crescimento e controle da inflação. A taxa de juros básica é o instrumento utilizado para manter a estabilidade de preços e a inflação dentro da meta. Os choques de oferta, demanda, cambiais, risco-país e as expectativas econômicas dos agentes são absorvidas pela taxa de juros. Estes são alguns dos motivos pela política de alta de juros na última década. Uma análise do regime de metas de inflação mostra que o modelo vigente não é eficaz para enfrentar desequilíbrios econômicos (cf. HERMANN 2003, p.277).

Há um conflito neste sentido entre as necessidades de financiamento de longo prazo da economia e as necessidades (e modelo atual) de estabilidade dos preços. A redução da taxa básica de juros poderá ao mesmo tempo atender às necessidades dos empreendedores da economia por meio de possibilidades de alavancagem financeira a longo prazo, e ainda conter a inflação por meio de um acréscimo da credibilidade do país e dos tomadores de crédito (queda no risco de default), queda da preferência por liquidez dos agentes (aumento no volume de aplicações a longo prazo) e ainda uma redução da necessidade de

autofinanciamento do setor privado gerando com isso uma queda no nível dos preços.

Algumas propostas de mudança no modelo de metas de inflação de modo a torná-lo viável aos objetivos de crescimento econômico e controle de preços são as seguintes (cf. OREIRO, CURADO 2005, p.18): i) a ampliação do CMN que hoje é composto somente pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central para uma estrutura que possa contar com representantes dos trabalhadores, empresários e o meio acadêmico. Desta forma a determinação das metas de inflação deverá partir de uma discussão democrática e compatível com as condições de crescimento da economia; ii) Atualmente as metas fixadas têm sido decrescentes, impondo para a autoridade a necessidade de juros altos. Se estas metas de inflação fossem estáveis e possíveis de cumprir o regime teria mais credibilidade e estaria contribuindo para o crescimento da economia, dado que a credibilidade se obtém com o cumprimento das metas e não com o estabelecimento de metas rigorosas; iii) as metas de inflação são definidas a partir do IPCA “cheio”, sendo assim o sistema de metas fica vulnerável às variações nos preços administrados e choques de oferta externos que não têm relação com a expansão da oferta da demanda agregada. Se estes variáveis forem expurgados as elevações na taxa de juros terão o objetivo de controlar a inflação da demanda e não fatores externos; e iv) a apuração das expectativas inflacionárias deverá ser junto à segmentos da indústria, comércio e departamentos econômicas de instituições de ensino para desta forma aumentar a confiabilidade das expectativas.

Outro fator importante que faz parte da composição da taxa de juros de empréstimos é o *spread* bancário, devido à tendência oligopolística do setor bancário privado, entre outros fatores o *spread* bancário tem atingido níveis extremamente anormais ao ser comparado com alguns países tanto desenvolvidos quanto àqueles em desenvolvimento. É necessário além de uma tentativa de redução da taxa de juros básica da economia, que se reduza o *spread* bancário.

O *spread* bancário reflete, a instabilidade e incerteza econômica do país e



a concentração e poder de mercado das IFs. Houve na década de oitenta uma política de abertura do setor bancário à entrada de bancos estrangeiros com o objetivo de introduzir uma pressão competitiva para os bancos brasileiros. No entanto esta tentativa não surtiu efeito pois os bancos estrangeiros se acomodaram ao oligopólio existente ocupando nichos de mercado tais como crédito de curto e médio prazo e administração de fundos de investimento para classes de renda alta. Foi adotado então pelos bancos estrangeiros o mesmo perfil de atuação e não houve queda no custo do capital e muito menos a introdução de uma cultura de aplicações a longo prazo.

Propõe-se neste sentido para pressionar o *spread* bancário, a taxa de empréstimos de curto e longo prazo por meio da atuação mais intensa dos bancos públicos, ou seja federais e estaduais. Dado que os bancos privados não tem interesse atualmente em atuar no nicho de longo prazo, os bancos públicos só enfrentariam concorrência nas operações de curto prazo. Neste sentido é proposto a ação contracíclica dos bancos públicos e uma redução do seu *spread*. Desta forma estariam induzindo e pressionando uma queda no *spread* dos bancos privados para não perder o seu poder de mercado. Esta política só será eficaz com a ampliação da escala de operações destes bancos e a manutenção da nova fatia de mercado.

Desta forma com a pressão dos bancos públicos haverá uma queda na taxa de juros de curto prazo do mercado em geral, tendo em vista a redução “induzida” do *spread* bancário, conseqüentemente haverá uma queda na taxa de juros de longo prazo possibilitando o financiamento de um maior volume de projetos de investimento.

#### 4.1.3. Desenvolvimento do Mercado de Títulos

Tendo em vista a importância do financiamento de longo prazo para o processo de acumulação de capital, na concepção Pós-Keynesiana é de suma importância que exista tanto demanda e oferta de ativos de longo prazo quanto um

mercado secundário desenvolvido para sua comercialização. Somente com a existência destes fatores tem-se a possibilidade de consolidar os passivos com os ativos de um projeto de investimento de longo prazo. Vale ressaltar que sem a expectativa de consolidação das dívidas contraídas no início do projeto, a grande maioria dos projetos de investimentos que aumentariam o emprego e o produto da economia não são viabilizados.

Para que os investidores da economia tenham acesso a canais de intermediação paralelos ao sistema bancário e dessa forma tornar o *funding* de suas dívidas possível, é necessário a criação e ampliação de fontes alternativas de financiamento ao investimento produtivo. Neste sentido propõe-se a inserção do processo de securitização no SFN para possibilitar a emissão de títulos da dívida e assim contar com canais de financiamento alternativos para os projetos de investimento. Estas operações de securitização tendem a ser extremamente restritas a grandes tomadores capazes de arcar com os custos de organização da colocação inicial de papéis no mercado financeiro. Há inclusive a existência de importantes economias de escala no processo de securitização devido à alto custo fixo da emissão (cf. CARVALHO 2005, p. 342). Contudo, mesmo estes mercados sendo de certa forma restritos às empresas grandes é importante incentivar a criação e o desenvolvimento de tais mercados (incentivo deverá ser por parte do setor público) para dessa forma ofertar recursos mais baratos a empresas com projetos de investimento.

Os recursos obtidos no mercado de capitais tendem a ser mais baratos pois não enfrentam o problema de descasamento dos ativos e passivos dos bancos e ainda porque o risco do intermediário, ou seja, o custo adicional que incorre na obtenção do crédito bancário devido às incertezas de inadimplência é eliminado. No processo de securitização o tomador obtém os recursos diretamente do prestador último e não do intermediário financeiro.

É possível, no entanto, que este processo não seja restrito a grandes tomadores, pois é importante que pequenas e médias empresas ou investidores

possam contar com tais serviços financeiros. Surge então uma proposta que atende tanto à necessidade do acesso à recursos alternativos quanto a importância da inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais: o empacotamento de títulos emitidos por pequenas e médias empresas.

Este processo (cf. CARVALHO 2005, p. 343) consiste basicamente na reunião de um grande número de títulos individuais que servem de lastro para a emissão de um bônus ou título. Os principais compradores destes títulos seriam investidores institucionais (fundos de investimento ou fundos de pensão) e a receita é então dividida proporcionalmente entre as empresas emissoras para consolidar as suas dívidas. O empacotamento dos títulos teria que contar com o apoio do setor público para ofertar uma espécie de seguro de crédito para amparar casos de inadimplência, pelo menos no início da implantação devido à inexperiência dos tomadores, investidores e intermediários financeiros. Para que esta proposta tenha sucesso o ideal seria que o intermediários não fossem as instituições bancárias existentes e que a securitização competisse com o crédito bancário.

#### 4.2. CONCLUSÕES

As propostas apresentadas neste capítulo visam aumentar o volume de financiamentos de longo prazo e possibilitar a consolidação das dívidas dos empreendedores da economia. Todas as propostas tem em comum o fato de que ao serem implementadas há a tendência de se reduzir a preferência por liquidez dos agentes da economia e dessa forma a criação de uma curva de rendimentos ascendente, tendo um prêmio de liquidez maior sobre os títulos de longo prazo.

Atualmente os detentores de títulos públicos satisfazem a sua preferência por liquidez com títulos públicos dada a rentabilidade e liquidez. A mudança no perfil da dívida pública no sentido de diminuir a oferta de títulos indexados às variáveis de risco e o alargamento dos títulos prefixados faz com que os títulos privados de longo prazo se tornem mais atrativos aos poupadores e investidores institucionais. Neste

contexto, o prêmio por liquidez dos títulos privados seria mais atrativo que àquele dos títulos públicos e a carteira dos poupadores teria uma alocação no sentido dos títulos privados de longo prazo. A preferência por liquidez dos agentes sofreu uma redução dada a mudança no perfil da dívida.

Já no que se refere à proposta de redução da taxa de juros de curto prazo e do *spread* bancário, haverá uma redução na preferência por liquidez dos agentes frente à queda no prêmio de liquidez para aplicações a curto prazo e a maior atratividade àqueles de longo prazo.

Por último a preferência por liquidez se reduz frente à possibilidade de securitização da dívida pois reduz o grau de exposição do credor ao risco de inadimplência do devedor.

Estas propostas são inseridas na teoria economia Pós-Keynesiano no sentido de proporcionar condições de liquidez e financiamento aos empreendedores de modo a incentivar e proporcionar o crescimento e desenvolvimento econômico da país.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao analisar o arcabouço teórico Pós-Keynesiano a respeito do financiamento ao investimento e processo de formação e acumulação de capital aliadas às características e deficiências do SFN, pode-se dizer com toda certeza que o SFN não atende ao ideal Pós-Keynesiano e não proporciona condições adequadas para o crescimento econômico por meio do investimento produtivo, ou seja, não é funcional ao crescimento.

O modelo teórico proposto afirma que, para que haja investimento produtivo na economia não é necessária a acumulação prévia de poupança, mas somente liquidez e mercados financeiros desenvolvidos para proporcioná-lo. A liquidez pode ser obtida no mercado financeiro, seja no setor bancário ou no mercado de capitais, no entanto, a captação de recursos no mercado de capitais é mais barata, formando um incentivo aos empreendedores. É de suma importância que ao inicializar um projeto de investimento, o empreendedor tenha a confiança de que poderá obter *funding* de longo prazo para seus projetos e casar a maturidade de seus ativos com os passivos.

A abordagem Pós-Keynesiana também traz um conceito alternativo de eficiência e funcionalidade do SF na qual deverá ter a inclinação de fornecer financiamento de tal forma a possibilitar um empreendedor a realizar despesas de investimento e canalizar poupança direta ou indiretamente para então ter a capacidade de posteriormente consolidar suas dívidas. O SF bem como as IFs participantes tem a capacidade de controlar o crescimento econômico por meio da variação do volume de empréstimos, sendo assim, um SF é funcional ao crescimento se ele atende às necessidades dos empreendedores ofertando crédito para iniciar ciclos produtivos.

Constata-se que no SFN não há um mercado financeiro desenvolvido capaz de promover o funding dos investidores e empreendedores da economia por meio de securitização ou qualquer outro processo, além do que o ambiente

macroeconômico e estrutural da economia brasileira tende a ser em muitos aspectos benéfico para as IFs. Condições tais como taxa de juros alta, *spread* bancário elevado, comportamento oligopolístico e títulos públicos de curto e longo prazo com alta liquidez e rentabilidade tendem a engessar o crescimento econômico e processos de formação e acumulação de capital. Como aponta a teoria econômica utilizada, o investimento está praticamente a mercê das IFs e a oferta de crédito, sendo assim em um ambiente em que não há incentivo ou disposição nenhuma por parte das IFs em conceder empréstimos, o crescimento do investimento e do produto da economia é limitada.

Para reverter este quadro de estagnação econômica é necessário reformar e modernizar o SFN. Foi proposto então: i) mudança no perfil da dívida pública no sentido do alargamento da oferta de títulos prefixados; ii) redução da taxa de juros básica da economia e o *spread* bancário (envolve adaptações ao regime de metas de inflação); e iii) desenvolvimento do mercado de títulos privados por meio da securitização e empacotamento da dívida de empresas privadas.

Estas propostas visam aumentar a atratividade das aplicações de longo prazo, diminuindo a preferência por liquidez dos agentes e desenvolver um canal de captação de recursos paralelo ao setor bancário privado para financiar projetos de investimento do setor privado e proporcionar crescimento econômico.

## REFERÊNCIAS

ACKLEY, G. **Teoria Macroeconômica**. 1 ed. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1969.

ASIMAKOPULOS, A. Finance, Liquidity, Saving and Investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. IX, n. 1, p. 79-89, fall 1986.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10 maio 2005.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO SOCIAL. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 19 out. 2005

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Disponível em: <www.bis.org>. Acesso em: 11 maio 2005.

BELAISCH, A. Do Brazilian Banks Compete?. **IMF Working Paper**, n. WP/03/113, may 2003.

BIBOW, J. Liquidity Preference Theory Revisted: To Ditch or Build on It?. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper**, n. 427, aug. 2005.

BOVESPA. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 11 de maio 2005

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5 ed. Amadora: McGraw-Hill, 1998.

CARVALHO, F. J. C. de. Keynes's Concepts of Finance and Funding, and the Structure of the Financial System. **Textos para Discussão UFRJ/IEI**, Rio de Janeiro, n. 344, set. 1995.

\_\_\_\_\_. Financial Innovation and the Post Keynesian Approach to "The Process of Capital Formation". **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 19, n.3, p. 461-487, spring 1997.

\_\_\_\_\_. O Sistema Financeiro Brasileiro: A Modernização Necessária. In: SICSU, J.; PAULA, L.F. de; RENAUT, M. **Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Eqüidade Social**. 1 ed. São Paulo: Manole, 2005. p. 320- 346

CARVALHO, F. J. C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 5 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 17 set. 2005

CURADO, M.L., OREIRO, J.L. **Metas de Inflação: Uma Avaliação do Caso Brasileiro**. Disponível em: <www.ufpr.br>. Acesso em: 1 out. 2005

DAVIDSON, P. Finance, Funding, Saving and Investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. IX, n. 1, p. 101-111, fall 1986.

DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century**. 2 ed. Cheltenham: Edward Elgar, 1996.

DAVIDSON, P. **Financial Markets, Money and the Real World**. 1 ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 15 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

GORDON, M.J. **Finance, Investment and Macroeconomics: The Neoclassical and a Post Keynesian Solution**. 1 ed. Aldershot: Edward Elgar, 1994.

HERMANN, J. Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience Over the 1964-97 Period. **Journal of Latin American Studies**, v. 34, p. 71-114, 2002.

HERMANN, J. Financiamento de Longo Prazo: Revisão do Debate e Propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. de. **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. 1 ed. Barueri: Manole, 2003.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Disponível em: <[www.imf.org](http://www.imf.org)>. Acesso em: 10 maio 2005.

KEYNES, J.M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KREGEL, J.A. A Note on Finance, Liquidity, Saving and Investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. IX, n. 1, p. 91-99, fall 1986.

MILGATE, M. **Capital and Employment: A Study of Keynes's Economics**. 2 ed. New York: Academic Press Inc, 1984.

NAKANE, M.I. A Test of Competition in Brazilian Banking. **Working Paper Series, Banco Central do Brasil**, Brasília, n.12, mar. 2001.

NAKANE, M.I., COSTA, A.C.A. **Revistando a Metodologia de Decomposição do Spread Bancário no Brasil**. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 15 set. 2005

OREIRO, J.L. O Debate entre Keynes e os "Clássicos" sobre os Determinantes da Taxa de Juros: Uma Grande Perda de Tempo?. **Revista de Economia Política**, v. 20, n. 2 (78), p. 95-119, abr.- jun. 2000.

OREIRO, J.L. Taxa de Juros, Preferência pela Liquidez e Fundos de Empréstimo: Uma Análise Crítica das Tentativas de Demonstração da Equivalência entre a Teoria dos Fundos de Empréstimos e de Preferência pela Liquidez. **Revista de Economia Política**, v. 21, n. 2 (82), abr. - jun. 2001.

OREIRO, J.L., et al. Spread Bancário no Brasil: Determinantes e Proposições de Política. In: SICSÚ, J.; PAULA, L.F. de; RENAUT, M. **Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social**. 1 ed. São Paulo: Manole, 2005. p. 347-378.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, Pittsburg, v. 71, n. 3, p. 393-410, June 1981.



STUDART, R. The Efficiency of the Financial System. **Textos para Discussão UFRJ/IEI**, Rio de Janeiro, n. 321, ago. 1994.

\_\_\_\_\_. The Efficiency of Financial Systems, Liberalization, and Economic Development. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.18, n.2, p.269-292, winter 1995-96.

\_\_\_\_\_. Financial Policies, Growth and Distribution: theory and Lessons from Latin America and some Asian Economies. **Textos para Discussão UFRJ/IEI**, Rio de Janeiro, n. 379, out. 1996.

\_\_\_\_\_. Financial Opening and Deregulation in Brazil in 1990s Moving Towards a New Pattern of Development Financing?. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v.40, p.25-44, 2000.

TAVARES, M.C. da. Natureza e Contradições do Desenvolvimento. In: \_\_\_\_\_. **Da Substituição das Importações ao Capitalismo Financeiro**. 10 ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1982. p. 213-263.

TROSTER, R.L. **Concentração Bancária**. Disponível em: <[www.febrabran.org.br](http://www.febrabran.org.br)>. Acesso em: 12 jun. 2005

TSIANG, S.C. Liquidity Preference and Loanable Funds Theories, Multiplier and Velocity Analyses: A Synthesis. **The American Economic Review**, v. XLVI, n. 4, p. 539-564, set. 1956.

WICKSELL, K. **Lições de Economia Política**. 1 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

WORLD BANK. Disponível em: <[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)>. Acesso em: 10 maio 2005.